

Requerente: Banco do Brasil S/A

Assunto: Consulta sobre aplicação do art. 16 da Instrução CVM nº 476/09

Diretor: Otavio Yazbek

Declaração de Voto

1. Trata-se de consulta formulada pelo Banco do Brasil S/A ("Consulente"), que questionou se, para os fins do art. 16 da Instrução CVM nº 476/09, ele mesmo poderia ser considerado o intermediário responsável pela verificação do cumprimento das regras previstas nos arts. 13 e 15 da referida Instrução. Isso porque, caso contrário, o Consulente, a despeito de dispor de acesso direto aos sistemas da CETIP, seria obrigado a fazer uso do BB Banco de Investimentos S/A ("BB Investimentos"), que é sua subsidiária integral, para a realização das referidas operações.
2. Tais operações, vale esclarecer, são operações compromissadas realizadas com títulos privados da carteira do Consulente. Em reunião do Colegiado realizada em 26.10.2010, decidiu-se que tais operações não seriam passíveis de realização no prazo de 90 (noventa) dias previsto no art. 13 da referida Instrução. Uma vez transcorrido aquele prazo, porém, nada impediria a realização de compromissadas, desde que exclusivamente entre investidores qualificados, na forma do art. 15 do mesmo diploma.
3. O Consulente vinha, assim, realizando as operações compromissadas com títulos de sua carteira, até que, com o Comunicado CETIP nº 26/10, se passou a exigir, para tal e na forma do referido art. 16 da CVM nº 476/09, a intermediação por um integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários. A partir de então, como acima referido, mesmo dispondo de acesso direto aos sistemas da CETIP, o Consulente precisaria passar a fazer uso dos serviços do BB Investimentos, o que exigiria a movimentação de sua carteira de valores mobiliários para este último e a adoção de outras medidas, no seu entender, de todo desnecessárias.
4. Em seu voto, o Diretor Eli Loria reconheceu a razoabilidade do pleito e, tendo em vista as preocupações externadas pela SRE, destacou que " a respeito de uma possível ausência de responsabilização na hipótese de descumprimento da norma, entendo que a CVM pode sempre agir em relação a qualquer participante do mercado, lembrando que o BI integra o sistema de distribuição do art. 15 da Lei nº 6.385/76, sendo ambos responsáveis perante esta CVM".
5. Acompanho o voto do Diretor Relator no que tange à propriedade do que foi postulado pelo Consulente. Gostaria, porém, de explorar um pouco mais a solução para a preocupação trazida pela área técnica. Isso porque creio que a preocupação acerca dos limites da competência de supervisão da CVM, no caso concreto, deve ser respondida a partir da adoção de arranjos institucionais adequados pelos agentes, sem maiores esforços de interpretação do referido art. 15 da Lei nº 6.385/76.
6. A solução ideal, a meu ver, envolve o reconhecimento, na posição do intermediário referido na Instrução CVM nº 476/09, de duas diferentes situações, interligadas entre si. Na primeira daquelas situações está a dimensão propriamente operacional da intermediação – o intermediário é aquele que, por dispor dos meios necessários de acesso aos sistemas de negociação ou de alguma *expertise* negocial, "fecha" as operações em nome de seus clientes. Na segunda situação, que apenas pode existir por causa da primeira, o intermediário, justamente por haver operado para seus clientes, é alçado a uma posição de fiscal de determinados atos, devendo sobre eles manter controle. A primeira posição corresponde ao cerne da atividade de intermediação, enquanto a segunda corresponde a acréscimos a ela trazidos em razão de opções legais ou regulamentares.
7. O art. 16 da Instrução CVM nº 476/09 estabelece que " Nas negociações realizadas nos mercados de balcão organizado e não-organizado, os intermediários das negociações são responsáveis pela verificação do cumprimento das regras previstas nos arts. 13 e 15". Quando a CVM promulgou tal regra, o que ela fez foi justamente reconhecer que, por ser o intermediário aquele agente diretamente envolvido na realização das operações, nada mais razoável do que atribuir a ele a responsabilidade pelo acompanhamento do cumprimento de algumas obrigações daquele que o contrata.
8. E estratégias dessa natureza, com a criação dos chamados " *gatekeepers*", são cada vez mais comuns na regulação de atividades de mercado. Porém, com a mudança das práticas e das estruturas de mercado, pode ser que surjam descompassos entre a atuação operacional que, na origem, justificava o estabelecimento de uma obrigação de supervisão para um dado agente e tal obrigação. Em outras palavras, pode ser que aquele intermediário deixe de atuar como antes atuava e, ainda assim, persistam as obrigações para ele estabelecidas na regulamentação^[1].
9. Talvez um exemplo torne essa situação mais evidente. Para tal, remeto ao que vem ocorrendo, já há alguns anos, com a intermediação de operações em bolsa: com o advento dos sistemas eletrônicos de negociação e da possibilidade de realização de operações por meio de terminais remotos, cada vez mais ficou claro que não havia motivos para impedir o acesso direto dos clientes aos sistemas de negociação – o chamado DMA. Mais do que isso, o DMA passava, no novo ambiente, a se impor até por motivos de ordem lógica.
10. Ocorre, porém, que um dos elementos definidores de bolsa, não apenas na regulamentação brasileira (onde ele se encontra refletido no art. 5º, III, da Instrução CVM nº 461/07), mas também no contexto internacional, é a tradicional obrigatoriedade do uso de intermediários na realização de operações^[2]. Além disso, seja em razão das estruturas organizacionais adotadas pelas bolsas e pelos seus sistemas de custódia e liquidação, seja em razão da regulamentação, o intermediário tem uma série de obrigações em relação aos clientes e às operações destes, atuando também como verdadeiro fiscal em determinados pontos (controle de lavagem de dinheiro e mesmo aspectos ligados à administração de riscos).
11. Em razão de tais aspectos, a única forma coerente de se permitir a adoção de modelos de acesso direto ao mercado, pelos clientes, é o reconhecimento de que, ainda que estes comecem a operar diretamente, os intermediários permanecem responsáveis por aquelas outras obrigações, decorrentes da regulamentação ou da estrutura da bolsa em que atuam. O intermediário "autoriza" o acesso ao cliente, estabelece limites, consolida informações e acompanha a atuação de seus clientes, ainda que não mais opere diretamente por estes. Naturalmente, essa mudança no conteúdo dos serviços concretamente prestados deve se refletir nos contratos entre intermediário e cliente, nos quais se passam a estabelecer regras e procedimentos distintos daqueles que vigoram na relação tradicional. É interessante chamar a atenção para o fato de que esse movimento, ao mesmo tempo em que decorre de mudanças na nossa estrutura de mercado, explica algumas tendências recentes da indústria de intermediação^[3].
12. De qualquer maneira, o que importa destacar, dessa descrição, é o processo pelo qual as atividades do intermediário podem ser cindidas para fins de atribuição de obrigações e de responsabilidades perante o regulador: em um primeiro momento, o intermediário tem a ele atribuídas determinadas obrigações em razão de suas atividades propriamente operacionais; com a evolução do mercado, porém, essas atividades operacionais podem passar às mãos de terceiros, remanescendo algumas das responsabilidades para os intermediários.

13. Explorei este ponto porque me parece que é com uma situação muito similar que estamos lidando no presente caso – o consultante, em razão da sua natureza, dispõe do instrumental necessário para a realização de operações nos sistemas da CETIP. Caso se venha a exigir que, nas operações realizadas com valores mobiliários distribuídos por meio do regime da Instrução CVM n. 476/09, se faça uso de um intermediário, serão necessárias movimentações de ativos e outros ajustes que, de outra maneira, não se justificariam. E o intermediário, aqui, atua de maneira mais direta como "fiscal" do cumprimento de determinadas obrigações pelo Consultante, sendo responsável pela observância daquelas obrigações.

14. Sendo essa situação praticamente idêntica à que descrevi acima, creio que a solução também deve ser a mesma. Não vejo óbice para reconhecer a legitimidade da atuação direta do Consultante nos sistemas da CETIP, na realização das operações postuladas, uma vez que se trata de decorrência natural de sua situação, como instituição financeira com acesso aos sistemas daquela entidade. Para o acompanhamento da legitimidade da atuação do Consultante, porém, por não ser ele, hoje, instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, deve-se estabelecer responsabilidade para o intermediário, ou seja, para o BB Investimentos. Este não opera diretamente, mas deverá atuar, assim, nos termos da regulamentação, respondendo diretamente pelo seu cliente.

15. O vínculo entre o Consultante e o BB Investimentos deve ser formalmente constituído entre as duas instituições e, a meu ver, deve-se comprovar tal situação para a entidade administradora de mercado organizado, como condição para a atuação nos termos pretendidos, ou seja, em caráter de excepcionalidade em relação ao que dispõe o Comunicado CETIP nº 26/10.

16. Assim, uma vez apresentados os esclarecimentos acima, já referentes à implementação do modelo operacional proposto pelo Consultante, acompanho o voto do Diretor Relator.

É o meu voto.

Otávio Yazbek

Diretor

[1] Naturalmente, pode haver casos em que tais mudanças sejam tão significativas que não se possa nem mesmo falar em tal ajustamento das atividades e dos serviços prestados. Em tais casos seria necessário reestruturar todo o arcabouço regulatório.

[2] Cf., neste sentido, as considerações de Fernando Zunzunegui em seu *Derecho del Mercado Financiero*, Marcial Pons, Madrid, 1997, PP. 293 e ss.

[3] Esse tipo de movimento afeta a estrutura de mercado e também se reflete no papel dos intermediários, nas suas obrigações e responsabilidades, motivo pelo qual muito da regulamentação futura das atividades de intermediação em mercado de capitais deve partir do reconhecimento de tais pontos. Ainda são raras, no entanto, as análises sobre o tema. Para uma análise do tema, cf. Margareth Noda, *Acesso Eletrônico e Tendências para a Intermediação no Mercado de Valores Mobiliários*, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2010.