

**Recorrente:** BM&FBovespa S.A.

**Assunto:** Recurso contra decisão da SMI sobre racionalização de fornecimento de informativos BM&FBovespa S.A.

**Diretor relator:** Otavio Yazbek

### Relatório

#### Objeto

1. Trata-se de recurso interposto por BM&FBovespa S.A. ("Recorrente") contra decisão da Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários ("SMI") que condicionou a autorização para que seja interrompido o envio de informativos impressos para os investidores institucionais à adoção de procedimentos adicionais.

#### Solicitação da Recorrente

2. Em 16.12.2010, a Recorrente protocolou expediente (fls. 1-3) com o objetivo de solicitar a aprovação desta Autarquia para a interrupção do envio, por meio físico, (i) do Aviso de Negociação de Ativos – ANA, (ii) do Extrato de Custódia, (iii) do Extrato BM&F, e (iv) do Aviso de Movimentação do BTC ("Informativos Impressos") para os investidores por ela caracterizados como "institucionais". Tais investidores seriam, para os fins da proposta apresentada, os "fundos de investimento, fundações, seguradoras, investidores não residentes e carteira própria de bancos, corretoras e distribuidoras".
3. De forma resumida, o pedido da Recorrente está fundamentado da seguinte forma:
  - i. os Informativos Impressos são inúteis para os investidores institucionais, pois, enquanto estes realizam processamentos e conciliações diárias e intradiárias (seja em razão do volume de transações e movimentações de custódia, seja em razão das exigências regulamentares), a periodicidade dos Informativos Impressos é quinzenal ou mensal;
  - ii. o cumprimento das obrigações regulamentares é amplamente suportado por processos e serviços oferecidos pelos custodiantes que prestam serviço para aqueles investidores e pela própria depositária;
  - iii. o elevado número de Informativos Impressos torna inexequível qualquer controle por parte dos investidores institucionais, tanto que eles próprios têm encaminhado à Recorrente solicitações para inibir completamente a impressão destes documentos. Inexistem processos baseados nos documentos impressos e, ademais, o seu recebimento acarreta "*altos custos para o tratamento, armazenamento e/ou destruição da informação em papel*"; e
  - iv. a Recorrente "*mantém disponível para todos os tipos de investidores em seu website, por meio do produto Canal Eletrônico do Investidor – CEI, todas as informações sobre as operações realizadas, movimentações em custódia, informações sobre contratos BTC entre outros produtos e serviços*".

#### Análise da área técnica

4. Em 8.2.2011, por meio do Ofício/CVM/SMI/Nº011/11 (fls. 6-7), a SMI informou à Recorrente sobre o deferimento do pedido da Recorrente, condicionando-o, porém, às seguintes providências adicionais:
  - i. formalização de pedido de cada um dos "investidores institucionais" para não receber os Informativos Impressos;
  - ii. disponibilização, de forma permanente, das informações constantes em todos os Informativos Impressos; e
  - iii. envio de extratos anuais para os investidores que, durante todo o ano calendário, não tenham (a) acessado os informativos disponíveis no Canal Eletrônico do Investidor – CEI, ou que não tenham (b) solicitado o envio de informativos impressos.
5. Em 8.2.2011, esta decisão da SMI foi levada ao conhecimento do Colegiado.

#### Recurso

6. Em 23.2.2011, a Recorrente protocolou novo expediente (fls. 10-22), requerendo a reforma da decisão da SMI e, subsidiariamente, que o seu pedido inicial fosse encaminhado para o Colegiado para ser reexaminado.
7. Na ocasião, a Recorrente assegurou que (i) atualmente já são disponibilizadas todas as informações constantes dos Informativos Impressos por meio do Canal Eletrônico do Investidor – CEI, e que (ii) alterará o plano inicialmente apresentado a esta Autarquia para manter o "*Extrato de Custódia impresso referente ao mês de dezembro do ano calendário para os investidores que não receberam informativos impressos e que não acessarem o CEI durante o ano*".
8. Assim, no entendimento da Recorrente, somente seria objeto do reexame (ou do recurso, conforme o caso) o condicionante relativo à necessidade de cada um dos investidores institucionais formalizarem o pedido para não receber os Informativos Impressos.
9. Especificamente sobre este condicionante, sustenta a Recorrente que a decisão da SMI de 8.2.2011 teria reconhecido que tais documentos são dispensáveis ao exercício das atividades exercidas pelos investidores institucionais. Ainda segundo a Recorrente, a atitude da SMI não poderia ser diferente, já que normativos expedidos pela própria CVM exigiriam a realização de conciliação das informações em periodicidade muito inferior a do envio dos mencionados informativos<sup>[1]</sup> e <sup>[2]</sup>.
10. A Recorrente destaca que exigir a manifestação expressa do investidor institucional para que os Informativos Impressos não sejam mais entregues cria "*um entrave desnecessário, que reduz significativamente a eficácia do Plano de Racionalização*", inclusive porque "*a adesão em massa esbarrará em questões meramente burocráticas e de inércia*". Sugere, assim, como "alternativa mais razoável" inverter a lógica da

proposta da SMI e condicionar o envio dos informativos à formalização do desejo de recebê-los por parte dos interessados.

Manifestação da área técnica

11. Em 11.3.2011, por meio do MEMO/CVM/SMI/Nº001/11 (fls. 23-26), a SMI manteve a sua decisão anterior, entendendo que:

- i. o artigo 13 da Instrução CVM n.º 89, de 8.11.1988 [3], o artigo 5º da Instrução CVM n.º 115, de 11.4.1990 [4], o artigo 2º da Instrução CVM n.º 310, de 9.7.1999 [5] são expressos em exigir que o investidor seja informado sempre que haja mudança na sua posição de custódia;
- ii. os argumentos apresentados pela Recorrente seriam incoerentes, pois, caso os Informativos Impressos sejam efetivamente causa de grande transtorno e ônus aos investidores institucionais e caso o cancelamento do envio das vias físicas destes documentos seja também uma demanda de tais investidores, não haveria razão para que estes se furtassem a realizar um procedimento simples que lhes pouparia toda a perturbação já mencionada;
- iii. não haveria colidência entre as normas que determinam a conciliação diária das posições e as que determinam a disponibilização de informações aos investidores, inclusive porque *"as informações provenientes da Bolsa sempre foram tidas como importantes para o sistema de controles internos dos investidores, visto serem oriundas de fonte independente (externa à relação investidor/custodiante)"*; e
- iv. *"embora o Direito brasileiro admita o silêncio como forma de manifestação de vontade, interpretando-o algumas vezes como anuência, (...) a SMI considera inadequada a proposta da Bolsa, mormente quando a parte silente (...) pode vir a ser prejudicada com a mudança dos procedimentos sobre a qual silenciou"*.

12. Posto que a área técnica manteve sua decisão, foi o mencionado expediente encaminhado para apreciação do Colegiado (fls. 27-28) e, em 22.3.2011, sorteado para o relator (fl. 28).

É o relatório.

#### Voto

1. O presente recurso procura reverter decisão da área técnica a fim de que, para a implementação do processo de racionalização no envio de informações descrito nos autos, não mais se necessite obter a anuência de cada um dos investidores afetados. Este é, com efeito, o único ponto de discordância entre a Recorrente e a SMI, uma vez que, em todos os demais, houve convergência.
2. Neste ponto, voto pela revisão da decisão da SMI.
3. Lembro que os Informativos Impressos que a Recorrente pretende deixar de enviar para investidores institucionais cumprem, a rigor, duas funções distintas, conforme as características do investidor. Assim, para os investidores menos qualificados e, por consequência, mais vulneráveis, aqueles documentos permitem um acompanhamento das movimentações efetuadas pelos intermediários em seu nome, havendo cumprido um importante papel na superação de problemas que, em especial nas décadas de 1980 e 1990, colocavam em xeque a credibilidade do mercado. Por outro lado, para aqueles investidores caracterizados nos presentes autos como institucionais, aqueles documentos permitem, em tese, a periódica consolidação de informações, em atendimento aos deveres de diligência dos administradores, e a implementação de controles internos.
4. Não se está discutindo, aqui, o primeiro caso. A racionalização do envio de informações para os investidores menos especializados, nomeadamente pessoas físicas, e os riscos relacionados às soluções propostas já foram objeto de discussão mais de uma vez na autarquia. De um modo geral, a posição consolidada nesses casos – e remeto, em especial, ao Processo CVM n.º SP 2005/0311 – é de que a sistemática adotada pela Recorrente mostrou-se eficaz na redução de diversos problemas e que a adoção de novas soluções, de maneira generalizada, poderia trazer vulnerabilidades aos investidores.
5. O presente pleito diz respeito apenas aos investidores institucionais, que são aqueles que operam de maneira profissional, no mais das vezes com recursos de terceiros, e para os quais incidem deveres fiduciários diversos, de um modo geral consolidados nas regulamentações específicas para cada tipo de investidor.
6. Ora, parece-me que apenas se pode aceitar que tais investidores não mais recebam os Informativos Impressos se o envio de informações por tal meio tenha, efetivamente, deixado de cumprir as funções que eram para eles vislumbradas. E, uma vez assumida como premissa essa inutilidade, não vejo por que motivo se deveria exigir a salvaguarda defendida pela área técnica.
7. Como ponto de partida para a análise de tal premissa, porém, parece-me que se deve explorar uma questão preliminar, de ordem formal. Refiro-me aos dispositivos regulamentares referidos como obstáculos ao pleito, a saber: o artigo 13 da Instrução CVM n.º 89/1988, o artigo 5º da Instrução CVM n.º 115/1990 e o artigo 2º da Instrução CVM n.º 310/1999. Não me parece que nenhum deles seja verdadeiramente impeditivo da adoção de soluções alternativas no caso em tela.
8. De fato, todos aqueles dispositivos lidam com a obrigatoriedade de envio de extratos de conta de custódia, "periódicos ou extraordinários", aos clientes. No entanto, parece-me que os três normativos devem, aqui, ser interpretados dentro de um determinado contexto – mesmo porque o mais recente deles é a Instrução CVM n.º 310/1999. Ainda que o art. 2º de tal Instrução, citado pela área técnica, tenha sido objeto de ajuste redacional em 2006, pela Instrução CVM n.º 441, de 10.11.2006, parece-me que não se pode deixar de lado o fato de que, hoje, o acesso a informações pode ser efetuado por outros meios, inexistentes à época, não mais se demandando o envio de correspondência.
9. A leitura que se impõe, então, parte do pressuposto de que se devem levar em conta se esses outros mecanismos podem ser considerados equiparados, do ponto de vista de sua efetividade, àquele envio. E essa possibilidade apenas soa razoável quando se dá ainda outro passo: a despeito do caráter genérico das normas em tela, elas se justificam na defesa dos interesses daqueles investidores que são, na relação com seus intermediários, mais vulneráveis. Não me parece razoável forçar a mesma lógica para investidores profissionais, que, como a seguir exporei, nem mesmo deveriam apoiar-se em mecanismos desta ordem.
10. Quando se fala em investidores institucionais, ao menos no presente contexto, se está falando em administração ou gestão profissional de recursos de terceiros. Da natureza eminentemente fiduciária da relação que nesses casos se constitui, assim como da profissionalidade da atuação dos administradores ou gestores [6], decorre a necessidade de um regime jurídico próprio para tais atividades. Assim, mais do que um *standard* geral de diligência, como o do homem normal, o bom pai de família, os agentes que prestam serviços para investidores institucionais são sujeitos a deveres mais amplos – a um verdadeiro dever de diligência, formado por obrigações específicas e mais concretas.

11. Vale, a título de exemplo, remeter às obrigações contidas nos artigos 65-A da Instrução CVM n.º 409/2004 para demonstrar a extensão daquele padrão de diligência. O art. 88 da mesma Instrução é ainda mais incisivo ao tratar da obrigação de acompanhamento, pelo administrador e pelo gestor, dos limites de concentração estabelecidos naquela Instrução.
12. Vê-se daí que o administrador ou o gestor, em investidores institucionais, tem um dever de monitoramento que, se limitado ao acompanhamento de posições de custódia por meio dos Informativos Impressos, muito provavelmente restaria desatendido. Daí porque fica, para mim, reforçada a falta de utilidade de tais documentos para aqueles investidores.
13. Tal situação fica ainda mais evidente se levarmos em conta o que ocorre com os investidores não-residentes, caso em que os relatórios são usualmente mandados para o representante no país, que não raro é o próprio custodiante, nunca chegando às mãos do administrador propriamente dito – que deles, aliás, não sente falta.
14. Mais do que isso, porém, e retomando a questão, já antecipada, da capacidade da nova forma de envio de informação suprir o que se busca com o envio por meio físico: para esse tipo de investidor, o acesso eletrônico parece superar com amplas vantagens o regime de envio de relatórios impressos. Até porque a forma deste último, dado o tipo de necessidade daqueles investidores, tende a mostrar-se limitadora da conciliação e do cruzamento de dados e informações.
15. Outro argumento trazido pela SMI contra a proposta da Recorrente diz respeito ao papel que Informativos Impressos teriam, por serem gerados por um agente independente, na estruturação dos controles internos dos usuários. Ainda segundo a SMI, este seria o motivo pelo qual não haveria incongruência entre o envio dos Informativos Impressos e a obrigação de conciliação diária de posições para os investidores institucionais. Tal colidência não existe mesmo – nada impede que aqueles investidores façam uso dos relatórios físicos enviados pela Bolsa, como um reforço, um passo a mais em seus mecanismos de controle. O foco, aqui, parece-me ser outro: quando se cumula aquelas obrigações de conciliação diária com a possibilidade de acesso direto e ininterrupto às mesmas informações, por meio eletrônico, torna-se pouco razoável a presunção de que os relatórios cumpram alguma função que justifique a sua manutenção.
16. Por fim, vale tecer algumas considerações quanto à insistência da Recorrente em adotar um programa de racionalização do envio de informações que abarque todos os investidores institucionais, de uma única vez, sem a obtenção de autorizações individuais. Há, aqui, ao lado de uma questão estratégica referente à implantação do projeto, também um ponto de ordem mais jurídica. Começo por este último.
17. A SMI considerou inadequada a proposta apresentada porque, ainda que no sistema jurídico brasileiro se reconheça o silêncio como manifestação de vontade, "a parte silente" poderia acabar prejudicada, o que daria causa a questionamentos diversos. Esta seria, em suma, a principal fragilidade do modelo trazido à apreciação da CVM.
18. Acredito que esse argumento é plenamente aplicável quando se está falando de investidores individuais, para os quais aquele tipo de informação pode cumprir um importante papel na conciliação de dados. No presente caso, porém, reconhece-se *a priori* que (i) os relatórios enviados não atendem às necessidades dos seus destinatários, seja pelo regime para eles vigente, seja pelas demandas reais com que eles se deparam; e que (ii) o regime sequer foi criado, em sua origem, tendo em vista as necessidades de tais usuários. Este quadro me faz considerar que o risco apontado pela área técnica é suficientemente remoto para ser deixado para a administração da própria Recorrente – e não apenas ele é remoto, como também não tem o condão, que existiria caso a iniciativa se destinasse a investidores individuais, de pôr em xeque a credibilidade do mercado como um todo. Estabelecer uma regra geral, ainda que com alguns cuidados de que falei ao final do voto, parece-me mais do que satisfatório quando se trata de investidores com essas características.
19. Ademais, caso se opte por um modelo que exija a autorização caso a caso, aquilo que foi criado como um projeto de racionalização de determinadas práticas passaria a demandar significativos esforços para a sua adoção e acompanhamento. E o problema não reside apenas na necessidade de se obterem as autorizações de todos os participantes do mercado, em processo sem dúvida menos eficiente. Em uma sistemática como essa, pode-se presumir que a cada novo fundo de investimento criado se deveria obter uma nova autorização. Parece-me que a implementação geral, uma vez reconhecida aquela premissa inicial sobre a utilidade dos Informativos Impressos e o seu uso pelos agentes, seria muito mais adequada no presente caso.
20. Voto, assim, pelo provimento do recurso apresentado, autorizando-se a Recorrente a adotar o projeto proposto, que já contempla adequações propostas pela SMI. Creio que, em razão das preocupações trazidas pela área técnica e do fato de que, por mais que o pleito se justifique, ele altera determinados padrões de conduta, a autorização deve ser condicionada ao estabelecimento de um prazo adequado para que os investidores institucionais que preferirem continuar a receber os relatórios declarem tal intenção. Da mesma maneira, deve-se manter a possibilidade de retomada do envio interrompido, por iniciativa daqueles investidores.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 12 de julho de 2011.

Otávio Yazbek

Diretor relator

[1] A Recorrente faz referência às obrigações de (i) os fundos de investimentos abertos divulgarem, diariamente, o valor de suas cotas e seus respectivos patrimônios líquidos (cfr. art. 68, I da Instrução CVM n.º 409, de 18.8.2004) e a cada dois dias, o informe diário (cfr. art. 71, I, da Instrução CVM n.º 409/2004), (ii) as corretoras manterem registros de suas negociações atualizados diariamente (cfr. art. 9º da Instrução CVM n.º 117, de 3.5.1990).

[2] A Recorrente menciona também o caso dos fundos de previdência complementar, que devem recalcular, a todo instante, seu patrimônio líquido a fim de obedecer aos limites de espécies de investimento determinados, hoje, pela Resolução CMN n.º 3.792, de 24.9.2009.

[3] Art. 13. As instituições prestadoras dos serviços de ações escriturais e de custódia fornecerão ao acionista o extrato da sua conta de depósito ou de custódia: I - sempre que solicitado; II - ao término de cada mês, quando houver movimentação; e III - uma vez por ano, no mínimo, se não houver movimentação ou solicitação

[4] Art. 5º. A Bolsa de Valores deve informar ao depositante as modificações ocorridas em relação às ações custodiadas, tais como compra e venda, exercício de direitos de depósitos de margem em garantia de operações nos mercados a termo, a futuro e de opções, efetivados mediante ordem escrita do depositante ou de seu procurador legalmente constituído.

[5] Art. 2º. Os extratos da conta de custódia, periódicos ou extraordinários, devem ser enviados para o endereço do investidor titular da conta, ressalvado o disposto no § 2º do art. 9º da Instrução que dispõe sobre empréstimo de valores mobiliários por entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

[6] E não vale ingressar, neste voto, na distinção entre as duas figuras.