



Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Vol. nº 191 n.º 2, jan. 2026/jun. 2026

RDM 191, n.º 2

Artigos e Atualidades:

1. O Conceito de Poder de Controle segundo a Análise de Três Juristas que o Direito Societário Brasileiro Jamais Poderá Esquecer: Fábio Konder Comparato, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Erasmio Valladão Azevedo e Novaes França)
2. Um olhar sobre a Itália: novidades legislativas e debates doutrinários sobre a apresentação de uma lista de candidatos para a eleição do conselho de administração de sociedades anônimas pelos administradores "cessantes" (Andrea Pontecorvi)
3. A reserva de lucros a realizar quando os lucros a realizar excedem o valor do dividendo de distribuição obrigatória (Giulia Cavallieri Gomides; Pedro Teixeira Mendes Parizotto)
4. Aspectos jurídicos do 'media for equity': análise dos aspectos societários na integralização do capital social de empresas por meio da cessão do direito de uso da imagem (Luis Pedro Matos França; Leonardo de Moraes Salviato)
5. Instituições, Incerteza e Insolvência: Uma Análise Econômica da Eficiência da Recuperação Judicial no Brasil (Augusto Jorge Siqueira Elias)
6. A racionalidade econômica como critério de interpretação contratual: conteúdo, âmbito de incidência e aplicação do art. 113, § 1º, V, do Código Civil (Giovanni Martins Morroni)
7. O Caso Mary Boone: opacidade, regulação e reconfiguração do sigilo contratual no mercado de arte (Sofia Cristina Sanchez Buchala)
8. A inconstitucionalidade do regime jurídico tributário de IBS e de CBS relativo aos fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs) dedicados à liquidação antecipada de recebíveis (Ricardo Alessandro Castagna; Pedro Terra)
9. Depósito centralizado de valores mobiliários no Brasil: histórico, regulação e novos entrantes (Jorge Luciano de Jesus Aragão; Lucas Caminha; Rodrigo de Abreu Pinto)
10. O Direito de Preferência na Reversão da Subsidiária Integral (Adriano Helena Sasseron; Luiz Eduardo Jodas Siqueira)

ISBN 978-65-6006-302-0



IDGLOBAL
Instituto de Direito Global



rdm
revista de direito mercantil

EXPERT
EDITORA DIGITAL

Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
industrial, econômico e financeiro
v. 191 nº2

Publicação do Instituto Brasileiro de Direito Comercial
Comparado e Biblioteca Tullio Ascarelli do Departamento de
Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de
São Paulo

Ano LXV (Nova Série)

Janeiro 2026/Junho 2026

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
Industrial, econômico e financeiro
Nova Série – Ano LXV – v. 191 n°2 – Jan. 2026/jun. 2026

FUNDADORES:

1 a FASE: WALDEMAR FERREIRA

FASE ATUAL: Profs. Philomeno J. da Costa e Fábio Konder Comparato

CONSELHO EDITORIAL:

Alexandre Soveral Martins

Carlos Klein Zanini

Jorge Manuel Coutinho de Abreu

Judith Martins-Costa

Paulo de Tarso Domingues

Rui Pereira Dias

Ana de Oliveira Frazão

Gustavo José Mendes Tepedino

José Augusto Engrácia Antunes

Luís Miguel Pestana de Vasconcelos

Ricardo Oliveira Garcia

Sérgio Campinho

COMITÉ DE REDAÇÃO:

Antonio Martín

Calixto Salomão Filho

Eduardo Secchi Munhoz

Francisco Satiro De Souza Junior

José Alexandre Tavares Guerreiro

Juliana Krueger Pela

Mauro Rodrigues Penteado

Marcos Paulo De Almeida Salles

Newton de Lucca

Paulo Fernando Campos Salles De Toledo

Priscila Maria Pereira Corrêa Da Fonseca

Balmes Vega Garcia

Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa

Erasmus Valladão Azevedo E Novaes
França

Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

José Marcelo Martins Proença

Luiz Gastão Paes de Barros Leães

Manoel De Queiroz Pereira Calças

Marcelo Vieira Von Adamek

Paula Andréa Forgioni

Paulo Frontini

Rachel Sztajn

Renata Mota Maciel
Rodrigo Octávio Broglia Mendes
Sheila Christina Neder Cerezetti
Vinícius Marques De Carvalho

Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer
Ruy Camilo Pereira Junior
Thiago Saddi Tannous
Vitor Henrique Pinto Ido

COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO:

Beatriz de Sousa
Luma Luz
Heitor Augusto Pavan Tolentino Pereira

Rafaela Vidal Codogno
Matheus Chebli De Abreu

ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE:

Ana Carolina Amado Britto
Ana Luísa Sepulcri Basilio
Bárbara Deki Meirelles
Camila Borja de Oliveira
Leticia Thiemy Venturini
Luiza Viana Pessoa Lopes

Mariana Caroline Silva Aguiar
Maria Vilasboas Fagundes
Stella dos Santos Lemos Fernandes
Sofia Buchala
Yasmin Haddad D'Alpino

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

Publicação semestral da Editora Expert LTDA
Rua Carlos Pinto Coelho, CEP 30664790 Minas Gerais, BH – Brasil
Diretores: Luciana de Castro Bastos, Daniel Carvalho

Direção Executiva: Luciana de Castro Bastos

Direção Editorial: Daniel Carvalho

Diagramação e Capa: Editora Expert

Revisão: Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. <https://br.creativecommons.org/>
"A prerrogativa da licença Creative Commons 4.0, referências, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"

AUTORES: Adriano Helena Sasserone, Andrea Pontecorvi, Augusto Jorge Siqueira Elias, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, Giovanni Martins Morroni, Giulia Cavallieri Gomides, Jorge Luciano de Jesus Aragão, Leonardo de Moraes Salviato, Lucas Caminha, Luis Pedro Matos França, Luiz Eduardo Jodas Siqueira, Pedro Teixeira Mendes Parizotto, Pedro Terra, Ricardo Alessandro Castagna, Rodrigo de Abreu Pinto, Sofia Cristina Sanchez Buchala.

ISBN: 978-65-6006-302-0

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte, Junho de 2026

A Revista de Direito Mercantil agradece ao Instituto de Direito Global pelo fomento à publicação deste volume.

Pedidos dessa obra:

experteditora.com.br

contato@editoraexpert.com.br



MINI-CURRÍCULOS DOS AUTORES:

Adriano Helena Sasseron: Doutorando e Mestre em Direito Comercial pela USP. Master em Finanças Corporativas e Controladoria pela EESP - FGV. Advogado em São Paulo.

Andrea Pontecorvi: Pesquisador (Ricercatore a tempo determinato) no Departamento de Ciências Econômicas, Empresariais e Estatísticas da Universidade de Palermo, Palermo, Itália. Doutor em Direito Comercial pela Scuola Dottorale Internazionale “Tullio Ascarelli”, Università Roma Tre, Roma, Itália.

Augusto Jorge Siqueira Elias: Mestre em Direito, Justiça e Desenvolvimento pelo IDP. Assessor Especial do 3º Tabela de Notas de São Paulo. Advogado licenciado.

Erasmus Valladão Azevedo e Novaes França: Graduado pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (1973), e mestre em Direito Comercial pela mesma instituição (1992), onde também concluiu doutorado em Direito Comercial (1998) e a livre-docência em Direito Comercial (2012). Professor sênior. Ex-Chefe do Departamento de Direito Comercial (2016-2019). Tem experiência na área de Direito, com ênfase em Direito Comercial, atuando principalmente no campo do Direito Societário.

Giovanni Martins Morroni: Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da USP (2025). Advogado da área de Pesquisa do escritório BMA Advogados.

Giulia Cavallieri Gomides: Advogada em Xavier Gagliardi Inglês Schaffer Advogados. Bacharel e Mestranda em Direito Civil pela Faculdade de Direito do Largo São Francisco (FDUSP), com dupla diplomação pela Université Jean Moulin Lumière Lyon III (França),

em que atualmente cursa o Master em Direito Econômico Franco-Brasileiro.

Jorge Luciano de Jesus Aragão: Advogado. Graduado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio). Pesquisador associado ao Instituto Brasileiro de Finanças Digitais (IFD).

Leonardo de Moraes Salviato: Advogado formado pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP), com foco em Direito Societário e Regulação do Mercado de Capitais. Atuou e coordenou grupos de pesquisa como o Centro de Estudos de Mercado Financeiro e de Capitais (CEM) e o Center for M&A Studies, dedicando-se a temas de regulação do mercado de capitais, governança corporativa e operações societárias. Atualmente é graduando em História pela FFLCH-USP.

Lucas Caminha: Diretor jurídico de instituição financeira, doutorando em Regulação pela Fundação Getúlio Vargas, mestre em Direito Empresarial pela UERJ, graduado em Direito pela UFRJ. Autor das obras “Novo Mercado de Crédito: Concorrência, Regulação e Novas Tecnologias” e “Captação de Recursos por Startups”.

Luis Pedro Matos França: Advogado formado pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP), com foco em Direito Societário e Fusões e Aquisições de Empresas. Participação no Grupo de Estudos de Direito Concorrencial da USP (GDC), dedicando-se a estudar relações entre concorrências, mercado e questões societárias.

Luiz Eduardo Jodas Siqueira: Bacharel em Direito pela SP (2019). Master en Droit (Contentieux, Arbitrage et Modes Amiables de Résolution des Différends) pela Université-Paris-Panthéon-Assas, França (2023). Mestre em Direito Comercial pela USP (2025). Advogado em São Paulo.

Pedro Teixeira Mendes Parizotto: Advogado em Tavares Guerreiro Advogados. Bacharel, Mestre e Doutorando em Direito Comercial pela Faculdade de Direito do Largo São Francisco (FDUSP).

Pedro Terra: Graduando na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP). Bolsista de Iniciação Científica do CNPq.

Ricardo Alessandro Castagna: Doutor em Direito Econômico, Financeiro e Tributário pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP). Mestre em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC/SP). Pesquisador pós-doutoral pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP) e pela Faculdade de Direito da Universidade de Navarra (UNAV), Espanha. Diretor Acadêmico e Professor de Direito Financeiro e Direito Tributário do CEU Law School. Professor de Direito Tributário e de Direito Financeiro e Coordenador do curso de Direito da Faculdade Belavista.

Rodrigo de Abreu Pinto: Presidente do Instituto Brasileiro de Finanças Digitais (IFD). Graduado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio) e Filosofia pela Universidade de São Paulo (USP). Diretor da Câmara de Comércio Brasil-Portugal (PE). Membro da Comissão de Direito Empresarial do Instituto dos Advogados de Pernambuco (IAP-PE). Membro da Comissão de Mercado Financeiro e de Capitais da Ordem dos Advogados de Pernambuco (OAB-PE). Conselheiro da Fundação Gilberto Freyre.

Sofia Cristina Sanchez Buchala: Estudante de Direito na USP (conclusão prevista para 2026), pesquisadora na área de Direito Internacional e Direito do Comércio Internacional e intercambista no Center for Transnational Legal Studies (CTLs), em parceria com Georgetown University e King's College London.

SUMÁRIO

O conceito de poder de controle segundo a análise de três juristas que o direito societário brasileiro jamais poderá esquecer: Fábio Konder Comparato, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira15

Erasmu Valladão Azevedo e Novaes França

Um olhar sobre a Itália: novidades legislativas e debates doutrinários sobre a apresentação de uma lista de candidatos para a eleição do conselho de administração de sociedades anônimas pelos administradores "cessantes"29

Andrea Pontecorvi (Universidade de Palermo)

A reserva de lucros a realizar quando os lucros a realizar excedem o valor do dividendo de distribuição obrigatória73

Giulia Cavallieri Gomides (Universidade de São Paulo), Pedro Teixeira Mendes Parizotto (Universidade de São Paulo)

Aspectos Jurídicos do Media for Equity: análise dos aspectos societários na integralização do capital social de empresas por meio da cessão do direito de uso da imagem91

Luis Pedro Matos França (Universidade de São Paulo), Leonardo de Moraes Salviato (Universidade de São Paulo)

Instituições, incerteza e insolvência: uma análise econômica da eficiência da recuperação judicial no Brasil.....117

Augusto Jorge Siqueira Elias (Instituto Brasileiro de Desenvolvimento, Ensino e Pesquisa)

A racionalidade econômica como critério de interpretação
contratual: conteúdo, âmbito de incidência e aplicação do art. 113,
§1º, V, do Código Civil.....159

Giovanni Martins Morroni (Universidade de São Paulo)

O caso Mary Boone: Opacidade, regulação e reconfiguração do
sigilo contratual no mercado de arte193

Sofia Cristina Sanchez Buchala (Universidade de São Paulo)

A inconstitucionalidade do regime jurídico tributário de IBS e de CBS
relativo aos fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCS)
dedicados à liquidação antecipada de recebíveis.....217

Ricardo Alessandro Castagna (CEU), Pedro Terra (Universidade de São Paulo)

Depósito centralizado de valores mobiliários no Brasil: histórico,
regulação e novos entrantes257

*Rodrigo de Abreu Pinto (Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro), Jorge
Luciano de Jesus Aragão (Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro), Lucas
Caminha (Fundação Getúlio Vargas)*

O Direito de Preferência na Reversão da Subsidiária Integral.....301

*Adriano Helena Sasseron (Universidade de São Paulo, São Paulo), Luiz Eduardo
Jodas Siqueira (Université Paris Panthéon Assas, França)*

DEPÓSITO CENTRALIZADO DE VALORES MOBILIÁRIOS NO BRASIL: HISTÓRICO, REGULAÇÃO E NOVOS ENTRANTES

CENTRAL SECURITIES DEPOSITORY IN BRAZIL: EVOLUTION, REGULATORY FRAMEWORK AND NEW MARKET PLAYERS

Rodrigo de Abreu Pinto (Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro)³⁷⁰

Jorge Luciano de Jesus Aragão (Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro)³⁷¹

Lucas Caminha (Fundação Getúlio Vargas)³⁷²

Resumo: Este estudo analisa a evolução histórica, o arcabouço regulatório e as recentes mudanças concorrenciais do serviço de depósito centralizado de valores mobiliários no Brasil. O objetivo é analisar a recente onda de novos entrantes e os efeitos decorrentes (incluindo questões relacionadas a eficiência operacional, a segurança jurídica e a infraestrutura de pós-negociação). A metodologia combina análise jurídico-institucional e comparativa: estudo legislativo e normativa (Lei nº 12.810/2013; Resolução CVM nº 31/2021), exame de processos de autorização de novos entrantes (Laqus, CSDBR, BEE4) e comparação com modelos internacionalmente relevantes (DTC nos

370 Presidente do Instituto Brasileiro de Finanças Digitais (IFD). Graduado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio) e Filosofia pela Universidade de São Paulo (USP). Diretor da Câmara de Comércio Brasil-Portugal (PE). Membro da Comissão de Direito Empresarial do Instituto dos Advogados de Pernambuco (IAP-PE). Membro da Comissão de Mercado Financeiro e de Capitais da Ordem dos Advogados de Pernambuco (OAB-PE). Conselheiro da Fundação Gilberto Freyre.

371 Advogado. Graduado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio). Pesquisador associado ao Instituto Brasileiro de Finanças Digitais (IFD).

372 Diretor jurídico de instituição financeira, doutorando em Regulação pela Fundação Getúlio Vargas, mestre em Direito Empresarial pela UERJ, graduado em Direito pela UFRJ. Autor das obras “Novo Mercado de Crédito: Concorrência, Regulação e Novas Tecnologias” e “Captação de Recursos por Startups”.

EUA; CSDR na UE). Os resultados mostram que a entrada de novos prestadores marca uma inflexão estrutural: potencial aumento da concorrência, redução de custos operacionais e estímulo à inovação tecnológica (interoperabilidade, conciliação e tecnologias DLT), mas também eleva as exigências de governança, supervisão e padronização operacional. Conclui-se que a pluralidade de depositárias é viável e vantajosa, desde que acompanhada de salvaguardas robustas — requisitos prudenciais, mecanismos de conciliação eficazes e padrões de interoperabilidade. A implementação cuidadosa desses mecanismos tende a fortalecer a infraestrutura do mercado, ampliar o acesso dos investidores e, em última instância, contribuir para a redução do custo de capital e para o desenvolvimento econômico.

Palavras-chave: Depósito centralizado; pós-negociação; mercado de capitais; liquidação; interoperabilidade; regulação; valores mobiliários.

Abstract: This study examines the historical evolution, regulatory framework, and recent competitive developments of the central securities depository (CSD) services in Brazil. The aim is to analyze the recent wave of new entrants and its resulting effects—including matters related to operational efficiency, legal certainty, and post-trade infrastructure. The methodology combines legal-institutional and comparative analysis: legislative and regulatory review (Law No. 12,810/2013; CVM Resolution No. 31/2021), examination of authorization proceedings involving new entrants (Laqus, CSDBR, BEE4), and comparison with internationally relevant models (DTC in the United States; CSDR in the European Union). The results indicate that the entry of new service providers represents a structural inflection point: a potential increase in competition, reduction in operational costs, and a stimulus for technological innovation (interoperability, reconciliation processes, and DLT-based solutions). It also raises the requirements for governance, supervision, and operational standardization. The study concludes that a plural landscape of CSD operators is both feasible and advantageous, provided that it is

accompanied by robust safeguards—prudential requirements, effective reconciliation mechanisms, and interoperability standards. The careful implementation of these mechanisms is likely to strengthen market infrastructure, broaden investor access, and ultimately contribute to lowering the cost of capital and fostering economic development.

Keywords: Central securities depository; post-trade; capital markets; settlement; interoperability; regulation; securities.

Sumário: 1. Introdução. 2. Mercados Primário e Secundário. 3. A Infraestrutura de negociação e de pós-negociação do mercado secundário. 3.1. A fase de negociação do mercado secundário. 3.2. A fase de pós-negociação do mercado secundário. 3.3. O depósito centralizado. 4. Depósito centralizado: como funciona ao redor do mundo e suas peculiaridades no Brasil. 4.1. Estados Unidos da América. 4.2. União Europeia. 4.3. Brasil. 5. Histórico de formação da depositária B3. 5.1. Normas da B3 aplicáveis à depositária central. 6. Autorizações do coelgiado da CVM. 6.1. LAQUS. 6.2. CSDBR. 6.3. BEE4. 7. Conclusão.

1. INTRODUÇÃO

Os últimos anos foram caracterizados pelo esforço da Comissão de Valores Mobiliário (CVM), regulador do mercado de capitais brasileiro, em promover uma ampla modernização do arcabouço regulatório.

Para ficar em 3 (três) exemplos recentes: (i) a Resolução CVM nº 160/2022, que simplificou e modernizou as regras para ofertas públicas de valores mobiliários; (ii) a Resolução CVM nº 175/2022, que unificou e aprimorou as normas regras para fundos de investimento; e (iii) a Resolução CVM nº 210/2024, que regulamentou a portabilidade de valores mobiliários.

O resultado disso está aí para todo mundo ver. Segundo dados recém-divulgados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA)³⁷³, o volume anual emitido no mercado de capitais brasileiro cresceu de R\$ 430,3 bilhões (2019) para R\$ 786,4 bilhões (2024), o que representa um crescimento de 83% (oitenta e três por cento) em apenas 5 (cinco) anos.

E melhor ainda: o regulador não acha que é o bastante, ao menos com base na Agenda Regulatória CVM 2026, em que elencou inúmeras atualizações regulatórias à vista³⁷⁴. Uma delas é a reforma da Resolução CVM nº 31/2021, onde estão dispostas as regras sobre a prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários.

A execução desse serviço cabe ao depositário central, agente fundamental do chamado “mercado secundário de valores mobiliários”, com atribuições diretamente vinculadas à etapa de pós-negociação. Para melhor compreensão, iniciaremos uma visão geral do mercado secundário e, depois, das atividades de pós-negociação, para então mergulhar no estudo detalhado do depósito centralizado.

2. MERCADOS PRIMÁRIO E SECUNDÁRIO

O mercado de valores mobiliários é dividido em 2 (dois) âmbitos, os chamados (i) mercado primário; e (ii) mercado secundário. A principal diferença entre eles consiste nos agentes que participam das operações em cada um deles³⁷⁵.

373 ANBIMA. **A contribuição do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico.** [S. l.]: ANBIMA, 2025. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/8E/B4/5C/C7/F26C7910C05C4A79B82BA2A8/A%20contribui%C3%A7%C3%A3o%20do%20mercado%20de%20capitais%20para%20o%20desenvolvimento%20econ%C3%B4mico.pdf>

374 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Nova regra de crowdfunding de investimento:** ajustes em anexos da Resolução 175 e Projeto 135 Light integram Agenda Regulatória 2026 da CVM. 10 dez. 2025. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2025/nova-regra-de-crowdfunding-de-investimento-ajustes-em-anexos-da-resolucao-175-e-projeto-135-light-integram-agenda-regulatoria-2026-da-cvm>.

375 “No mercado primário, ocorrem as emissões públicas de novos valores mobiliários, mediante a mobilização da poupança popular. (...) [o]s recursos são canalizados diretamente

No “mercado primário”, situam-se (i) a companhia emissora, de um lado; e (ii) o investidor, do outro. Este é o local em que as companhias realizam as chamadas “ofertas públicas” – como os famosos *IPOs* (*Initial Public Offering*) – em que distribuem os valores mobiliários para o público geral, a fim de captar recursos para financiar suas atividades.

Uma vez distribuídos no mercado primário, os mesmos valores mobiliários passam a ser negociados diretamente entre os investidores. É no chamado “mercado secundário” em que os investidores compram valores mobiliários uns dos outros, enquanto os recursos originados são destinados aos seus bolsos, e não aos cofres das companhias.

O mercado secundário, portanto, conecta os investidores para que possam negociar entre si, quando assim desejarem, os valores mobiliários outrora distribuídos pelas companhias no mercado primário. A sua principal função é conferir “liquidez” aos valores mobiliários, entendida como a facilidade de comprá-los ou vendê-los³⁷⁶.

A diferença entre os agentes envolvidos nas operações em cada mercado – (i) companhia emissora e investidor, no mercado primário;

*para as entidades emissoras, que poderão, então, utilizá-los em seus projetos de investimentos. (...) [j]á no mercado secundário, não há o ingresso de recursos para as companhias emissoras, inexistindo a emissão de novos títulos. Na realidade, as operações deste mercado são realizadas entre os poupadores, sem qualquer vinculação com a companhia que emitiu os valores mobiliários. A função essencial do mercado secundário é a de conferir liquidez aos valores mobiliários (...) [s]em a existência de um mercado secundário ativo, ficariam muito prejudicadas as operações de captação de novos recursos no mercado primário, uma vez que os poupadores teriam dificuldade para alienar os valores mobiliários por eles adquiridos”. EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais** – Regime Jurídico. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 38.*

376 Se não fosse assim, os investidores mal disporiam de oportunidades para alienar os valores mobiliários – e, por conseguinte, tenderiam a nem mesmo adquiri-los. A este respeito, vale notar as palavras de José Luiz Bulhões Pedreira, um dos autores do anteprojeto da Lei das S.A.: “Mercado secundário, ou seja, auxiliar de um mercado primário, sua função é estimular os investidores no mercado primário, ao lhes dar a perspectiva de liquidez das aplicações realizadas”. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Criação do Mercado Primário de Ações**: Uma Reforma Institucional e Cultural, *Jornal do Brasil*, 31.08.1975.

e (ii) investidores entre si, no mercado secundário – implica em diferentes níveis de complexidade.

No caso do mercado primário, os valores mobiliários são emitidos pela companhia e, ato contínuo, negociados com os investidores. São valores mobiliários que não estavam previamente disponíveis para compra e venda em determinada plataforma de negociação (como uma bolsa de valores, por exemplo), mas acabaram de sair do ventre da companhia emissora.

Tais companhias que emitem valores mobiliários são, via de regra, altamente reguladas e objeto de registro próprio (o chamado “registro emissor”, previsto na Resolução CVM nº 80/2022). Além disso, a própria oferta pública é objeto de registro, com a obrigatoria disponibilização de inúmeras informações sobre os valores mobiliários ofertados (o “registro da oferta”, constante da Resolução CVM nº 160/22).

Tudo isso reduz consideravelmente os riscos das negociações que ocorrem no mercado primário – o que não significa, por óbvio, que os investidores terão lucro com os títulos adquiridos, mas que os riscos à liquidação das operações são minimizados. Por conta disso, não há necessidade dos complexos instrumentos de liquidação que encontraremos no mercado secundário, como a contraparte central e o depositário central.

Assim ocorre porque, no mercado secundário, não há uma companhia emitindo os valores mobiliários no momento da oferta. Os respectivos títulos já existem e estão listados em ambientes de negociação, como as bolsas, para onde os investidores vão quando desejam comprar ou vendê-los.

A consequência disso é que os riscos das negociações no mercado secundário são maiores (como risco de entrega do ativo sem o correspondente pagamento, ou o pagamento sem a correspondente entrega do ativo) e, como outro lado da mesma moeda, as estruturas para a liquidação das operações são mais robustas³⁷⁷.

377 Tamanha complexidade é identificada especialmente nos mercados que funcionam como sistema centralizado e multilateral de negociação, definida pela

3. A INFRAESTRUTURA DE NEGOCIAÇÃO E DE PÓS-NEGOCIAÇÃO DO MERCADO SECUNDÁRIO

Os negócios com valores mobiliários no mercado secundário envolvem 2 (duas) fases distintas, cada qual com infraestruturas próprias: (i) a fase de negociação, em que os investidores acordam as condições essenciais da operação, como o preço, a quantidade e os valores mobiliários que serão negociados; e (ii) a fase de pós-negociação, em que a operação é processada nos sistemas de compensação e liquidação, com a consequente entrega dos ativos ao comprador e o pagamento ao vendedor.

3.1. A FASE DE NEGOCIAÇÃO DO MERCADO SECUNDÁRIO

O momento da “negociação” no mercado secundário é caracterizado pela atuação simultânea de 2 (dois) agentes que aproximam, conectam e facilitam a negociação entre as partes: (i) o ambiente de negociação, como as bolsas e os mercados de balcão, onde as negociações são realizadas por meio do direcionamento das ofertas de compra e venda; e (ii) os intermediários, como os corretores e distribuidores, responsáveis pelo acesso dos investidores aos ambientes de negociação.

Os ambientes de negociação são polos de liquidez para onde afluem os interessados em realizar negócios com os valores mobiliários ali listados³⁷⁸. Para tanto, os ambientes dispõem de instrumentos

Resolução CVM nº 135/2022 como “*aquela em que todas as ofertas relativas a um mesmo valor mobiliário são direcionadas a um mesmo canal de negociação, ficando expostas à aceitação e concorrência por todos os participantes autorizados a negociar no sistema*” (art. 2º, XIII).

378 “[Às] Bolsas são atribuídas duas funções básicas: a primeira é a de fornecer um local ou sistema adequado à realização de operações com títulos, dotado de todos os meios necessários à pronta realização e visibilidade dos negócios, e que assegure, ademais, continuidade de preços e liquidez aos referidos títulos; a segunda é a de preservar elevados padrões éticos de negociação, estabelecendo normas de comportamento para seus membros e fiscalizando a sua observância. (...)”. EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e

voltados à (i) realização das operações³⁷⁹; e (ii) supervisão e fiscalização dos negócios ali ocorridos³⁸⁰.

A ponte entre os investidores e os ambientes de negociação é feita pelos intermediários, como o seu próprio nome ilustra³⁸¹. É por meio dos sistemas dos intermediários, como os *home brokers*, que os investidores encaminham as ordens para a execução nos ambientes de negociação. E são os intermediários que exercem as funções típicas de um *gatekeeper*, como o *suitability* e a orientação dos investidores para que tomem decisões informadas³⁸².

Sendo assim, à medida que os intermediários enviam as respectivas ordens e os negócios são fechados e registrados no

HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais** – Regime Jurídico. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 292

379 Para a realização das operações, os ambientes de negociações fornecem sistemas adequados para (i.i) definição das condições essenciais de cada negócio; (i.ii) visibilidade das negociações ocorridas; (i.iii) liquidez e continuidade dos preços; entre outros recursos.

380 Para a supervisão e fiscalização, os ambientes de negociação exercem a chamada autorregulação, o que inclui (i) a faceta normativa, alusiva à edição de regras de funcionamentos das negociações na plataforma; e (ii) a faceta fiscalizatória, referente à vigilância das operações para que as ocorram dentro da normalidade, inclusive com o emprego de punições aos que violam as regras da plataforma.

381 Originalmente, os intermediários atuavam como agentes de negociação, com tarefa de executar as ordens de compra e de venda em nome dos clientes. O exercício dessa atividade estava diretamente associado com os ambientes físicos de negociação, como os famosos pregões das bolsas, nos quais os intermediários detinham o monopólio de acesso e, com o telefone “tijolão” no ouvido, recebiam as ordens dos seus clientes e negociavam com os demais corretores ali presentes. A ascensão da informática, ao final do século XX, transformaria isso em definitivo. A “computadorização” das negociações e a criação dos sistemas digitais de cruzamento de ordens substituiria, enfim, os operadores de pregão – o que revolucionou, por completo, o funcionamento das bolsas e a atuação dos intermediários. Os intermediários, no entanto, ainda exercem um papel central na fase de negociação dos valores mobiliários, como visto acima.

382 “*Em síntese, os intermediários são a ponte para que investidores realizem operações de compra e venda de valores mobiliários em mercados organizados, tendo, de um lado, a infraestrutura tecnológica necessária para viabilizar o envio de ordens ao sistema de negociação (backend) e, de outro lado, a interface com o cliente de forma a permitir que este realize suas operações (frontend)*”. BERWANGER, Antonio Carlos. **Tokenização de valores mobiliários**: a digitalização em redes de blockchain como alternativa à emissão e à cadeia de pós-negociação tradicional em mercados organizados de valores mobiliários. Dissertação (mestrado) - Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas, 2025, p. 37.

ambiente de negociação, inicia-se a etapa de pós-negociação – a qual, por sua vez, só se conclui quando as obrigações pactuadas são finalmente adimplidas.

3.2. A FASE DE PÓS-NEGOCIAÇÃO DO MERCADO SECUNDÁRIO

Nesse sentido, os procedimentos da pós-negociação atuam para que o acordo firmado na fase de negociação seja devidamente cumprido – ou seja, para que o vendedor receba o pagamento e entregue os títulos, e o comprador pague e receba os títulos recém-adquiridos³⁸³. Ou, indo além, para que uma das partes não seja prejudicada mesmo caso a outra parte se tornar insolvente ou inadimplente antes da liquidação³⁸⁴.

A fase de pós-negociação inclui ao menos 3 (três) subfases distintas, cada qual com infraestruturas próprias: (i) a compensação; (ii) a liquidação³⁸⁵; e (iii) a transferência dos valores mobiliários.

A compensação é o momento em que as obrigações de cada uma das contrapartes são calculadas e apuradas. Momento em que,

383 Peter Norman assim detalha a importância da etapa de pós-negociação: “No matter how sophisticated or speedy the platform on which securities are traded, the market in question cannot serve its purpose without an apparatus that actually completes the transfer of securities from sellers to buyers and ensures payment flows in the other direction from buyers to sellers. All trading venues have a vital interest in a settlement infrastructure that is fast, efficient and as cost effective as possible”. NORMAN, Peter. **Plumbers and Visionaires: securities Settlement and Europe’s Financial Market**. Londres: John Wiley & Sons Ltd., 2007, p. 4.

384 “A efetiva liquidação, assim entendida a entrega e pagamento com o cumprimento das obrigações assumidas no contrato pactuado e concluído na fase de negociação, ocorre em data diversa e posterior à data da negociação. Este intervalo de tempo entre a data de negociação e a data de liquidação, denominado intervalo de liquidação, é um fator de risco. Dentro da fase de pós-negociação é preciso controlar os riscos do intervalo de liquidação, gerenciá-los e mitigá-los. O risco mais evidente é o risco de não cumprimento de obrigação, seja do pagamento, seja da entrega de ativo, na data pactuada ou o cumprimento com atraso. Estes são, respectivamente, os riscos de crédito e de liquidez, mas há outros riscos que merecem ser considerados”. PEREIRA FILHO, V. C. **Títulos e Valores Mobiliários Escriturais: Aspectos Decorrentes de sua Internacionalização**. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo – Faculdade de Direito, 2012, p. 37.

385 Há casos em que as operações são liquidadas bilateralmente pelas próprias contrapartes, sem a utilização de uma estrutura de clearing. A Resolução CVM nº 135/2022 prevê expressamente esta possibilidade (inciso II do art. 16).

mediante a apuração, fixa-se o que deve ser pago e entregue por ambas as partes na data da liquidação.

A apuração, em sua forma mais simples, é feita de forma exclusiva para determinado negócio entre 2 (duas) contrapartes. Quando é assim, a compensação envolve apenas o cálculo líquido das obrigações apenas entre as partes em dado negócio – isto é, quanto cada parte terá que entregar e/ou receber após a compensação das obrigações relacionadas ao negócio em questão.

No entanto, o mais comum no mercado de valores mobiliários é que a compensação envolva múltiplos negócios entre 2 (duas) contrapartes. Assim ocorre porque, em mercados de bolsa, a estrutura de compensação faz mais do que meramente compensar (como vimos no exemplo acima), já que também atua na condição de “contraparte central” – na qual, como o próprio nome diz, atua como contraparte de todas as operações ocorridas no mercado (sim, de todas as operações)³⁸⁶.

Assim, uma contraparte central usualmente possui múltiplos negócios simultâneos, relacionado a diferentes valores mobiliários, com um mesmo investidor. A compensação, portanto, envolve o cálculo líquido de todas as obrigações entre as partes, com a apuração do saldo final para determinar aquilo que cada parte deverá entregar ou receber ao final da compensação³⁸⁷.

386 Em cada uma das operações, ocorre a novação do negócio original e, passo contínuo, a contraparte se torna a compradora do vendedor e a vendedora do comprador. Ou seja, cada operação original entre comprador e vendedor se bifurca em 2 (duas) operações: entre o comprador original e a contraparte (na condição de vendedora); e a contraparte (na condição de compradora) e o vendedor original. Por isso, a contraparte é necessariamente uma instituição capitalizada, com porte e estrutura grandes o bastante para gerenciar riscos e garantias de todos os participantes do mercados. A esse respeito, ver WELLISCH, Julia Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Desafios**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 253-254: “Com vistas a assegurar a certeza de liquidação, mesmo em caso de insolvência de um participante, a legislação determina que as clearings constituam mecanismos e salvaguardas adequados e assegura a prioridade na execução dos ativos recebidos em garantia, mitigando, assim, o risco de desfazimento (unwind) das posições multilaterais apuradas”.

387 Efeito disso é que os investidores não ficam expostos ao risco de crédito de contrapartes desconhecidas. Em razão da atuação da contraparte central, a identidade da contraparte original se torna totalmente indiferente à dinâmica de negociação.

Veja-se, portanto, que a compensação potencialmente reduz o número e o valor de entregas e pagamentos necessários para liquidar as operações ocorridas no mercado³⁸⁸ – e, por conseguinte, reduz os riscos de crédito (falha no pagamento) e de liquidez (falha na entrega do título)³⁸⁹.

Feito isso, passa-se para o momento da liquidação, ocasião em que as obrigações apuradas na compensação são efetivamente cumpridas. Como as atividades de compensação e liquidação são articuladas de forma contínua e integrada, é comum que sejam prestadas por uma mesma infraestrutura, denominada câmara de compensação e liquidação, ou simplesmente *clearing*.

O risco de inadimplência é uniformizado para todo o mercado, já que todos os investidores passam a correr o risco de crédito da própria contraparte central, o que aumenta a confiança dos investidores e, por óbvio, o apetite para negociar. Ver, a esse respeito, LOBO, Henrique Fratta. **Os deveres dos intermediários no mercado secundário de valores mobiliários**. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021, pp. 57-58: “Após o negócio estar confirmado, passa-se ao cálculo e apuração das obrigações das contrapartes, ou seja, o quanto deve ser pago e entregue na data de liquidação a cada investidor. Para a negociação de valores mobiliários, principalmente aqueles negociados em ambiente de bolsa de valores, é realizada a compensação multilateral de saldos e ativos a serem entregues e recebidos pelo investidor. Isto ocorre por conta da existência do mecanismo de contraparte central e dos sistemas de custódia fungível e depósito centralizado de valores mobiliários, conforme será explicado adiante, por meio do qual todos os negócios terão como contraparte uma única entidade, ao invés do próprio investidor. Desta forma, a contraparte central assume posição contratual de parte em todos os negócios celebrados no ambiente de negociação, que ingressaram na fase de pós-negociação, após a sua confirmação. Assim, a contraparte central atua como vendedora de todos os compradores e compradora de todos os vendedores, mitigando os riscos de crédito nos negócios, já que todos têm a mesma contraparte e, portanto, estão expostos ao mesmo risco de crédito. (...)”.

388 Sob o ponto de vista prático, como a contraparte central é parte de todas as operações, está em posição privilegiada para promover a compensação das operações de cada investidor no mercado como um todo. Basta pensar: a apuração de saldos finais de cada investidores será em relação à própria contraparte central, e não ao investidor A ou B.

389 “The term “clearing” is used in different senses. In its narrower sense, the terms used to mean the calculation of the mutual post-trade obligations of market participants, usually on a net basis. In its wider sense (which will be used in this discussion) the term clearing involves the management of post-trading, pre-settlement credit exposures, to ensure that trades are settled in accordance with market rules, even if a buyer or seller becomes insolvent prior to settlement”. BENJAMIN, Joanna; MONTAGU, Gerald; YATES, Madeleine. **The Law of Global Custody**. 2. ed. Londres: Butterworths, 2003. p. 142.

Na liquidação, ocorre basicamente a entrega do valor mobiliário, de um lado; e o pagamento, de outro. É, afinal de contas, o cumprimento propriamente dito das obrigações assumidas na fase de negociação³⁹⁰.

À medida que uma parte paga (\$) e a outra parte entrega (valor mobiliário), a liquidação é, ao mesmo tempo, (i) financeira (pagamento em dinheiro); e (ii) física (entrega dos valores mobiliários)³⁹¹.

A *clearing*, propriamente falando, realiza os procedimentos para a liquidação financeira. É ela quem efetua as movimentações financeiras diretamente nas contas mantidas pelos participantes na câmara de liquidação, com base nos saldos líquidos das operações, sem a necessidade de transferências individuais entre as contrapartes envolvidas.

O espelho da liquidação financeira, por sua vez, é a transferência dos valores mobiliários, equivalente à liquidação física das operações. A responsável por isso não é exatamente a *clearing*, mas o chamado depositário central.

Ambos, é verdade, atuam sincronizadamente para que o pagamento ao vendedor e o recebimento do título pelo comprador ocorram ao mesmo tempo, o chamado *delivery versus payment* (DVP). Mas as funções do depositário central são um capítulo a parte, a ser explorado abaixo.

390 “A trade clears if the buyer and seller both report that they traded with each other, and their reported terms of trade are identical. If the records do not match exactly, the clearing agent reports the discrepancies to the traders, who then try to resolve them. In the futures markets, such trades are called out-trades. In the securities markets, they are called DKs (for Don’t Know). Clearing is a trivial exercise when automated order-matching systems arrange all trades. Since these systems know everything about the trades they arrange, they always report matched trades”. HARRIS, Larry. **Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003. p. 35.

391 Nem todas as liquidações, contudo, envolvem simultaneamente componentes financeiros e físicos. Há outras possibilidades, como os casos em que a liquidação ocorre apenas de forma física, como nas operações de troca de valores mobiliários. Tais situações, entretanto, não serão objeto de análise neste texto.

3.3. O DEPÓSITO CENTRALIZADO

A participação do depositário central na liquidação é consequência direta de que os valores mobiliários estão nele depositados. Isso, por sua vez, se deve à exigência de que, para que sejam negociados no mercado secundário, os valores mobiliários se achem centralizados no depositário, responsável pela sua guarda³⁹².

O surgimento das depositárias ocorreu antes mesmo dos títulos escriturais (ou seja, aqueles que existem apenas em registros eletrônicos, sem representação física em papel)³⁹³, ocasião em que circulavam fisicamente, seja como (i) títulos ao portador, sem identificação do titular; ou (ii) títulos nominativos, emitidos em nome de pessoa identificada.

Assim, quando ainda eram representados em documentos de papel, a liquidação das operações dependia (i) no caso dos títulos ao portador, da transferência física dos papéis entre os investidores; e (ii) no caso dos títulos nominativos, do registro da transferência de titularidade nos livros da companhia emissora³⁹⁴.

392 “A existência da Central Depositária facilita a transferência de titularidade dos ativos e o gerenciamento de eventos decorrentes dela (os quais são abordados brevemente mais adiante). Vê-se, pois, que assim como a Contraparte Central facilita a compensação e a liquidação dos direitos e obrigações, a Central Depositária facilita a movimentação de ativos entre os investidores”. VERSIANI, Fernanda Valle. A tecnologia blockchain no mercado de valores mobiliários: É possível usá-la para aprimorar os processos de negociação e pós-negociação nos mercados organizados? In: PARENTONI, Leonardo; MILAGRES, Marcelo de Oliveira; VON DE GRAAF, Jeroen (Coord.) MOREIRA, Arthur Salles de Paula; CHAGAS, Ciro Costa; SANTANA, Mariana Damiani (Org.). **Direito, Tecnologia e Inovação - v.III**: aplicações jurídicas de blockchain. Belo Horizonte: Editora Expert, 2021, p. 156.

393 Na definição de Arnaldo Wald, valor mobiliário escritural é “um valor patrimonial incorpóreo que outorga ao seu titular os direitos e obrigações inerentes à qualidade de acionista e cuja transferência processa-se escrituralmente, mediante assentamentos próprios nas instituições encarregadas de sua administração e depósito”. WALD, Arnold. O regime jurídico das ações escriturais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, nº 67, jul./set., 1987, p. 19.

394 “A origem das centrais depositárias de valores mobiliários está ligada, como já dissemos anteriormente, à necessidade de se proceder à entrega dos valores mobiliários de forma segura, ágil, evitando os riscos derivados do uso de documentos em papel, sejam títulos ao portador ou nominativos com seus certificados e termos de transferência. Neste contexto, foram surgindo nos mercados domésticos as CSDs, que tinham por função centralizar a

O cenário se agravou à medida que o volume de operações no mercado de capitais crescia, o que gerava dificuldades e constantes atrasos na entrega física dos valores mobiliários. Daí a expressão *paper crunch*, criada para designar o descompasso entre as entregas físicas e o processamento das operações fechadas³⁹⁵. O que era, aliás, um problema até mesmo para mercados menores, como o brasileiro³⁹⁶.

*guarda de valores mobiliários ao portador ou representados por certificados para que a liquidação das operações pudesse ocorrer sem o trânsito de papéis. Também como já dito, devido aos avanços tecnológicos, surgiu a desmaterialização de forma que o valor mobiliário passou a existir inteiramente sem suporte físico de papel. Seja por imobilização, seja por desmaterialização, os valores mobiliários circulavam, nos registros ou sistemas da CSD ou de SSS com a CSD atrelada, de forma escritural". PEREIRA FILHO, V. C. **Títulos e Valores Mobiliários Escriturais: Aspectos Decorrentes de sua Internacionalização**. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo – Faculdade de Direito, 2012, p. 47.*

395“O crescimento dos mercados domésticos e internacional levou a um progressivo e constante aumento do número de negócios jurídicos que tinham por objeto valores mobiliários. Desta forma, para que os negócios pactuados pudessem ser concluídos, era necessário proceder à entrega de valores mobiliários ao portador, ensejando o trânsito físico destes, ou à efetivação de registro para transferência de titularidade no caso de valores mobiliários nominativos, já que os certificados, quando existentes, não se prestavam para ser objeto de tradição com efeito de transferir a propriedade sobre as ações que representam. O aumento no volume de operações de compra e venda de valores mobiliários e de constituição de garantias sobre os mesmos fez com que as etapas necessárias para a efetivação dos negócios jurídicos pactuados deixassem de ocorrer de forma eficiente e no tempo adequado, passando a haver atrasos na entrega física de valores mobiliários. Assim, na segunda metade do século vinte verificou-se que a entrega de valores mobiliários para liquidar operações de compra e venda, assim como o grande aumento de emissões de valores mobiliários levaram a um colapso do sistema de liquidação de operações com valores mobiliários denominado, em jargão de mercado, *Paper crunch*, pois a estrutura de liquidação com entrega física de valores mobiliários não conseguia acompanhar e processar os negócios realizados”. PEREIRA FILHO, V. C. **Títulos e Valores Mobiliários Escriturais: Aspectos Decorrentes de sua Internacionalização**. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo – Faculdade de Direito, 2012, pp. 17-18.

396 Vide o comentário de Mauro Penteadó a respeito: “Na verdade, são bem conhecidas as dificuldades causadas ao funcionamento do mercado de capitais, especialmente nos períodos de expansão, pelo facto de as ações serem incorporadas em documentos, que, em cada alienação, sofrem sucessivas transmissões físicas: do alienante para o seu corretor, deste para o corretor incumbido da aquisição, e deste para o adquirente; no caso de ações nominativas, acrescem ainda entrega a sociedade emitente (a fim de ser lavrado o registro de transmissão) e a devolução por esta. Mesmo em bolsas pequenas, como as nossas, em que são movimentadas diariamente algumas escassas centenas de milhares de títulos, as necessidades de circulação material destes dificulta a fluidez das operações provoca atrasos na liquidação delas, já tendo exigido a suspensão das sessões para permitir escoar os papéis que se foram acumulando” PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Disciplina legal das ações escriturais em Portugal*. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 29, n. 79, jan./mar. 1990, p. 115.

A solução para isso foi a criação de depósitos centralizados, onde os valores mobiliários ficariam imobilizados³⁹⁷. A partir de então, as transferências não mais exigiriam a entrega física dos papéis, já que bastava o registro das alterações de titularidade no sistema da própria depositária³⁹⁸.

Por aí se percebe que a atuação dos depositários centrais é pré-condição para o desenvolvimento de mercados mais líquidos³⁹⁹.

397 “A CSD mais antiga que se tem registro foi a Wiener Giro-und Cassenverein fundada em 1872 na Áustria. Após esta veio a Kassenverein alemã também do fim do século XIX. No século XX, tivemos em 1942 a Caisse Centrale de Dépôts et de Virement des Titres da França. Nos EUA, há registros de estudos da Bolsa de Nova Iorque (NYSE) para criar uma central de imobilização ainda antes da I Guerra Mundial, mas os EUA só criaram uma CSD após a sua crise de Paper Crunch no fim dos anos 60 e transição para os anos 70, quando ocorreu a criação da Depository Trust Company (DTC) em 1973, que ganhou fôlego e corpo após 1975 com alteração do Securities Act, encorajando o uso de centrais depositárias e criando um sistema unificado para o mercado”. PEREIRA FILHO, V. C. **Títulos e Valores Mobiliários Escriturais**: Aspectos Decorrentes de sua Internacionalização. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo – Faculdade de Direito, 2012, p. 47 (nota de rodapé).

398 Para que fique claro, pode-se pensar na seguinte ilustração: o título propriamente dito fica guardado nos cofres do depositário central, enquanto a circulação e transferência de sua titularidade ocorre por meio de meras alterações nos registros escriturais desse depositário, sem que o título fique de um lado para o outro, ou que os intermediários precisem averbar cada transferência nos livros da companhia emissora. Ver PEREIRA FILHO, V. C. **Títulos e Valores Mobiliários Escriturais**: Aspectos Decorrentes de sua Internacionalização. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo – Faculdade de Direito, 2012, p. 22 (nota de rodapé): “Com a imobilização e criação das contas de ativos, as futuras transferências seriam feitas através de débitos e créditos nas contas de ativos para registros escriturais junto ao SSS, ou seja, os valores mobiliários ao portador não deixariam mais os cofres da instituição depositária, mas continuariam a ser negociados, sendo seu titular o último a receber um crédito ou, dito de outra forma, aquele que recebesse o crédito mais recente dos valores mobiliários escriturais criados em decorrência da imobilização de títulos ao portador. O raciocínio para os valores mobiliários nominativos é o mesmo, no registro ou livro pertinente figura a Instituição Depositária ou quem esta indicar, sem necessidade de averbar a cada transferência, pois a identificação do titular se dá com os registros escriturais do SSS”.

399 O que foi ratificado pela própria CVM no Edital da Audência Pública SDM nº 06/2013: “[A] atuação dos depositários centrais pode ser vista também como pré-condição para o desenvolvimento de mercados mais líquidos. A partir dessa mesma explicação se pode verificar como o depósito centralizado de ativos é um suporte essencial para o adequado processo de liquidação de operações por contrapartes centrais e um mitigador para os riscos eventuais dos processos de inovação (e, nesse sentido, um importante instrumento para a garantia da estabilidade financeira)”. CVM. **Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2013**, de 26 ago. 2013: proposta de regras sobre depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários, p. 4 Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0613-edital.pdf. Acesso em: 15 jul. 2025.

Entendido isso, fica mais fácil compreender a importância e o papel dos depositários centrais para a liquidação das operações. Como a titularidade e transferência dos títulos são controladas pelo sistema do depositário central, esse sistema atua de modo sincronizado com o sistema da *clearing* para executar a liquidação – física e financeira – das operações.

Por parte da *clearing*, uma vez feita a compensação e constatado que o comprador tem condições de honrar com os custos financeiros da operação, a câmara de liquidação emite um sinal positivo para o depositário central. Já por parte do depositário, também há uma série de verificações a serem realizadas antes que possa autorizar a liquidação.

O exercício de tais verificações são atribuições de ordem pública, típicas de um *gatekeeper*, essenciais para assegurar segurança jurídica à liquidação física das operações – e que, trazendo para o contexto brasileiro, conferem aos depositários uma verdadeira função cartorial⁴⁰⁰.

Uma primeira verificação diz respeito à titularidade do valor mobiliário em questão – ou seja, se o vendedor é mesmo o proprietário daquele título. A prova disso é o registro na conta escritural, em nome de cada investidor, mantida no sistema do depositário⁴⁰¹.

Outra verificação mira eventuais restrições à livre disposição do valor mobiliário em questão. É o depositário central que constitui os ônus e gravames sobre os valores mobiliários depositados, seja em decorrência de ordem judicial, constituição de garantias, restrições

400 “As instituições depositárias são intermediários do mercado de capitais, cuja função precípua é a de manter em depósito valores mobiliários e proceder aos respectivos controles de titularidade. Complementarmente, as instituições depositárias são responsáveis pelo recebimento de dividendos e bonificações, de valores decorrentes de resgate, amortização e reembolso, pelo exercício de direitos de subscrição e outros equivalentes em nome e em favor do titular dos valores mobiliários custodiados”. ROBERT, Bruce. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coords.). **Comentários à Lei de Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 544.

401 Como lembra Fabio Konder Comparato: “o título incorporador dos direitos acionários é a chamada conta de depósito, aberta nos livros da instituição financeira dita depositária, conta essa que, como é obvio, não constitui um documento circulante”. COMPARATO, Fábio Konder. **Direito Empresarial: Estudos e Pareceres**. São Paulo, Saraiva, 1990, p. 355

regulatórias ou societárias, e demais casos que inviabilizem a realização da negociação.

O depositário também confere a devida publicidade aos eventuais ônus e gravames existentes, a fim de mitigar riscos de dupla alocação dos títulos, vinculação como garantia, entre usos indevidos. Assim como perfaz o tratamento de eventos societários sobre os valores mobiliários depositados, como pagamento de dividendos, bonificações, desdobramentos, agrupamentos e subscrições⁴⁰².

Para o exercício de tais atribuições, o depositário central conta com o suporte de 2 (dois) agentes: (i) o escriturador, que é a ponte entre o depositário e as companhias emissoras; e (ii) o custodiante, a ponte entre o depositário e os investidores (titulares dos valores mobiliários).

Para o exercício das atribuições acima, o depositário não atua sozinho. Além da *clearing* (com quem atua na liquidação das operações, visto acima), mais 2 (dois) agentes auxiliam o depositário central: (i) o escriturador, que atua como elo entre as companhias emissoras e o

402 Basicamente, à medida que recebe orientações das respectivas companhias emissoras, o depositário central reflete as providências nas contas dos titulares dos respectivos valores mobiliários. BERWANGER, Antonio Carlos. **Tokenização de valores mobiliários:** a digitalização em redes de blockchain como alternativa à emissão e à cadeia de pós-negociação tradicional em mercados organizados de valores mobiliários. Dissertação (mestrado) - Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas, 2025, p. 46: “[A] função do depositário central se relaciona com providências ocorridas fora do ambiente da bolsa de valores. Ela decorre, principalmente, do tratamento de eventos relacionados aos emissores do ativo; no caso em análise, as companhias abertas emissoras das ações. Assim, após receber as orientações da companhia, ou do escriturador por ela contratado, o depositário central se ocupa de refletir as providências necessárias no que se refere às ações depositadas, sendo que eventuais recursos financeiros decorrentes dos proventos são repassados pelo depositário central para os custodiantes, para que sejam disponibilizadas nas contas gráficas de seus clientes”.

depositário⁴⁰³; e (ii) o custodiante, o elo entre os investidores (titulares dos valores mobiliários depositados) e o depositário⁴⁰⁴.

Os capítulos seguintes serão dedicados a uma análise mais aprofundada da atuação das depositárias, com ênfase no contexto brasileiro.

403 É o agente responsável pela manutenção e atualização do registro escritural dos valores mobiliários emitidos pelas companhias – ou seja, é quem presta o serviço de guarda dos livros escriturais das companhias. A contratação de agentes externos para a prestação de tal serviço é regra desde a passagem dos títulos ao portador ou nominativas para os escriturais, como fixa o art. 27 da Lei nº 6.404. A função do escriturador é, de modo resumido, abrir, manter e controlar os registros escriturais dos títulos emitidos pela companhia, com o registro de titularidade e de direitos sobre tais títulos. Nesse sentido, o escriturador funciona como o elo entre a companhia emissora e o depositário central: (i) de um lado, o depositário central (i.i) controla as negociações que ocorrem no mercado secundário e (i.ii) transmite tais informações aos sistemas do escriturador, a chamada “conciliação”; e (ii) de outro lado, o escriturador (ii.i) acompanha os fatos e eventos societários da emissora e (ii. ii) transmite ao depositário central os efeitos incidentes sobre os valores mobiliários nele depositados, a fim de que sejam refletidos nas contas dos seus titulares.

404 A figura do custodiante surgiu ainda nos idos dos títulos ao portador, quando acontecia o seguinte: determinado investidor era titular de muitos valores mobiliários, o que automaticamente acarretava o risco de perdê-los, sem falar nas dificuldades em exercer os direitos inerentes aos diferentes títulos (como recebimento de dividendos, bonificações, desdobramentos, entre outros). Daí porque os custodiantes se especializaram em receber os valores mobiliários dos investidores, com a finalidade de guardá-los em segurança e administrar os direitos vinculados a eles. Mesmo quando os valores mobiliários passaram a ficar imobilizados no depositário central (e, em seguida, registrado no sistema do escriturador), não fazia sentido abrir mão dos serviços dos custodiantes. Sobretudo porque eram eles, os custodiantes, que tinham o know-how de prestação de serviço ao cliente final, e não o depositário central ou o escriturador. Assim, ainda hoje, são os custodiantes que prestam serviços de (i) tratamento das ordens de compra e venda enviadas pelos investidores, a fim de transmiti-las aos intermediários; (ii) tratamento dos eventos incidentes sobre os valores mobiliários custodiados, conforme transmitidas pelo depositário; e (iii) conciliação das posições do investidor nos sistemas do depositário central (e do escriturador). Em outras palavras, enquanto o intermediário auxilia os investidores na negociação, o custodiante é o intermediário na manutenção dos títulos. Os custodiantes estão para os depositários centrais, assim como os intermediários estão para os ambientes de negociação. A semelhança entre os serviços do intermediário e do custodiante explica porque, quase sempre, são prestados ao investidor pela mesma instituição financeira.

4. DEPÓSITO CENTRALIZADO: COMO FUNCIONA AO REDOR DO MUNDO E SUAS PECULIARIDADES NO BRASIL

Antes de entrar no mérito de como as depositárias centrais atuam no Brasil, avaliaremos o surgimento do depósito centralizado em jurisdições chaves, como Estados Unidos e Europa.

4.1. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA

A infraestrutura do mercado de capitais norte-americano, no tocante à custódia e liquidação de valores mobiliários, é caracterizada por uma centralização singular.

No epicentro desse arranjo está a *Depository Trust Company* (DTC), instituição criada em 1973, que é (i) regulada pela *Securities and Exchange Commission* (SEC), a “CVM norte-americana”; (ii) subsidiária da *Depository Trust and Clearing Corporation* (DTCC); e (iii) integrante do *Federal Reserve System* dos Estados Unidos.

A trajetória da DTC ilustra não apenas uma resposta institucional a desafios logísticos e históricos, mas também a consolidação de um modelo de eficiência operacional que redefiniu o funcionamento do mercado de capitais daquele país. Até então, negociação de títulos e valores mobiliários nos Estados Unidos era eminentemente analógica, nada muito diferente do que vimos sobre o Brasil de outros tempos. Bancos e corretoras emitiam certificados físicos de titularidade, cuja circulação dependia de uma complexa cadeia logística: entregadores, papel e caneta, cofres, cartas registradas, serviços postais e afins.

Esse arranjo analógico era naturalmente oneroso em termos de tempo e dinheiro, vulnerável a impactos climáticos, congestionamentos urbanos, extravios, furto e roubo. A materialidade dos certificados impunha limites claros à escalabilidade e segurança

das operações, o que deixava o sistema altamente propenso a atrasos e erros operacionais⁴⁰⁵.

A década de 1960 foi marcada por um crescimento exponencial no volume de negociações de valores mobiliários, fenômeno que levou a (já frágil) infraestrutura ao absoluto caos operacional.

É o famigerado “*paper crunch*” que acima comentamos: os departamentos de *backoffice* das instituições financeiras norte-americanas se viam incapazes de processar o volume de documentos, o que resultava em atrasos recorrentes, aumento de falhas operacionais e, em última instância, restrições ao horário de funcionamento das bolsas de valores (que passaram a operar menos horas por dia e, por vezes, a fechar em determinados dias da semana, para dar vazão ao acúmulo de processos pendentes).

É nesse contexto de crise operacional que os participantes do mercado organizaram a DTC, concebida como um ponto focal para o depósito centralizado de valores mobiliários e de registros de titularidade. A depositária central viabilizou a negociação e liquidação de valores mobiliários com mais eficiência e menos custos, sobretudo por conta da dispensa da logística física de certificados.

A DTC, à medida que centralizou o registro de titularidade e a custódia dos títulos, permitiu que as transferências de propriedade então ocorressem de maneira escritural (*book-entry*), internalizando a liquidação e reduzindo drasticamente os riscos e custos associados à logística física⁴⁰⁶.

Só que a atuação da DTC não se limita ao registro escritural de titularidade e à imobilização dos valores mobiliários. A mesma instituição oferece serviços de registro de garantias (*pledge registry*), compensação (*clearing*) e liquidação (*settlement*). Uma mesma instituição exercendo simultaneamente diferentes funções no sistema

405 NATIONAL ASSOCIATION OF BOND LAWYERS. Demystifying DTC: the depository trust company and the municipal bond market. **National Association of Bond Lawyers**, março de 2017. Disponível em <<https://www.nabl.org/wp-content/uploads/2023/02/20170331-NABL-Demystifying-DTC.pdf>>. Acesso em 15.07.2025.

406 *Idem*.

de negociação – uma amplitude/verticalização tal que consolidou a DTC como uma infraestrutura crítica para o funcionamento do sistema financeiro dos Estados Unidos⁴⁰⁷. No *annual report* da instituição, conseguimos vislumbrar o volume massivo de ativos depositados (e transações viabilizadas) na entidade⁴⁰⁸.

A relação da DTC com o mercado se dá por meio de um modelo de “participação indireta” – quem se conecta à DTC não são os investidores e emissores diretamente, mas os bancos e corretoras utilizados pelos investidores e emissores como plataformas de negociação. Essas instituições são sócias não-votantes da DTC, enquanto o controle societário fica com a DTCC (arranjo análogo ao modelo de governança associativo da B3 pré-desmutualização).

Passadas algumas décadas desde a constituição da DTC pelo mercado, a esmagadora maioria dos bancos e corretoras norte-americana se tornaram participantes da DTC.

A criação/consolidação da DTC representou um marco na evolução da infraestrutura do mercado de capitais dos Estados Unidos. Ao superar as limitações do sistema analógico e instituir um modelo centralizado de custódia e liquidação, a DTC não apenas solucionou um problema logístico de grandes proporções, mas também estabeleceu as bases para o desenvolvimento de um mercado de capitais moderno, eficiente e seguro.

De uma maneira geral, a DTC é um caso de mostruário de como coordenação institucional entre agentes públicos e privados foi determinante para superar uma grande ineficiência de um mercado de capitais (no caso, o *paper crunch*). No caso dos EUA, isso foi atingido com apenas uma depositária central. No caso da União Europeia, nosso próximo tema, o desenho é um pouco diferente.

407 DEPOSITORY TRUST & CLEARING CORPORATION (DTCC). **The Depository Trust Company (DTC)**. [S. l.]: DTCC, [s. d.]. Disponível em: <https://www.dtcc.com/about/businesses-and-subsiaries/dtc>. Acesso em: 15 jul. 2025.

408 DTC. Annual Report 2024, disponível em <<https://www.dtcc.com/annuals/2024/files/DTCC-Annual-Report-2024-Print.pdf>>. Acesso em 17.01.2026.

4.2. UNIÃO EUROPEIA

O desenho europeu do depósito centralizado é bem diferente do americano. Aqui, coexistem diversas depositárias centrais sob o guarda-chuva da Central Securities Depositories Regulation (CSDR), criada em 2014 para facilitar e harmonizar a liquidação *cross-border* de valores mobiliários entre países-membros da União Europeia⁴⁰⁹.

Antes disso, a atividade de depósito centralizado era regulada localmente, país a país, com todas as ineficiências e incompatibilidades *cross-border* que desse desenho resultava.

No contexto da União Europeia e da consequente integração entre países-membros, a CSDR foi construída para viabilizar a harmonização e redução dos prazos de liquidação de valores mobiliários na União Europeia, aumentar a segurança e eficiência da infraestrutura dos mercados de capitais europeus, instituir requisitos prudenciais, de governança e de conduta para depositárias centrais, sistemas de passaporte para depositárias centrais com a licença de um país-membro prestar serviços nos mercados de capitais de outros países-membros, entre outros.

No dia a dia, as depositárias centrais são supervisionadas pelas autoridades nacionais de cada estado-membro, que precisam cooperar entre si e com a ESMA (*European Securities and Markets Authority*) para garantir a aplicação uniforme das regras.

As suas obrigações aplicáveis às depositárias centrais são relativamente extensas – governança sólida, controles internos robustos, manutenção de registros por pelo menos dez anos, responsabilidade sobre serviços terceirizados, transparência nos preços, capital suficiente para cobrir riscos operacionais e

409 EUROPEAN PARLIAMENT; COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION. Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories and amending Directives 98/26/EC and 2014/65/EU and Regulation (EU) No 236/2012. **Official Journal of the European Union, Brussels**, 28 ago. 2014. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2014/909/oj/eng>. Acesso em: 10 jul. 2025.

jurídicos, comitês de usuários para cada sistema de liquidação etc. Principalmente agora, com a entrada em vigor do DORA (Regulamento UE 2022/2554), as depositárias centrais devem identificar e mitigar riscos operacionais com rigor crescente⁴¹⁰.

Por mais relevante que tenha sido o CSDR original, a regulação europeia não ficou estática. Em 2024, após um relatório detalhado da Comissão Europeia e consultas ao mercado⁴¹¹, foi implementado o “CSDR Refit”, com a finalidade de (i) tornar as regras mais proporcionais e eficaz; (ii) reduzir os custos de conformidade; (iii) facilitar o passaporte *cross-border*; (iv) facilitar o acesso das depositárias centrais a serviços bancários (especialmente maior acesso a liquidez); e (v) uniformizar a supervisão pelas autoridades dos diferentes países⁴¹².

De mais recente, um dos compromissos mais relevantes assumidos foi o de reduzir, até outubro de 2027, o prazo de liquidação de valores mobiliários de D+2 para D+1. Na prática, isso significa apenas 1 (um) dia útil de intervalo entre a ordem de compra ou venda e a efetiva transferência da titularidade⁴¹³. Uma mudança que

410 EUROPEAN COMMISSION. **Central securities depositories (CSDs)**. [S. l.]: European Commission, [s. d.]. Disponível em: https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/post-trade-services/central-securities-depositories-csds_en. Acesso em: 10 jul. 2025.

411 EUROPEAN COMMISSION. **Report from the Commission to the European Parliament and the Council under Article 75 of Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories and amending Directives 98/26/EC and 2014/65/EU and Regulation (EU) No 236/2012**. Brussels: European Commission, 1 jul. 2021. Disponível em: https://ec.europa.eu/finance/docs/policy/210701-csdr-report_en.pdf. Acesso em: 10 jul. 2025.

412 EUROPEAN PARLIAMENT; COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION. Regulation (EU) 2023/2845 of the European Parliament and of the Council of 13 December 2023 amending Regulation (EU) No 909/2014 as regards settlement discipline, cross-border provision of services, supervisory cooperation, provision of banking-type ancillary services and requirements for third-country central securities depositories and amending Regulation (EU) No 236/2012. **Official Journal of the European Union**, Brussels, 27 dez. 2023. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ%3AL_202302845. Acesso em: 10 jul. 2025.

413 DIRECTORATE-GENERAL FOR FINANCIAL STABILITY, FINANCIAL SERVICES AND CAPITAL MARKETS UNION; ESMA; ECB. *Shortening the standard securities settlement cycle in the European Union: next steps* (15.10.2024). Disponível em: <<https://>

impacta toda a etapa pós-negociação e exige adaptações operacionais, tecnológicas e de liquidez por parte dos participantes do mercado.

O ciclo D+2 sempre foi o padrão global, mas mercados do mundo todo estão se movimentando para encurtar esse prazo. No próprio Brasil, por exemplo, a B3 já anunciou que está trabalhando para migrar a liquidação de ativos de renda variável para D+1, acompanhando o movimento europeu e americano⁴¹⁴.

Em conclusão, o modelo europeu de depositárias centrais mostra como é possível organizar e harmonizar a diversidade de atores e concorrentes sem abrir mão da resiliência do sistema integrado.

A CSDR e suas atualizações recentes são exemplos de como a regulação pode ser usada para integrar mercados, aumentar a eficiência e responder de forma pragmática aos desafios práticos. O avanço para o D+1 é mais um passo nessa trajetória de adaptação constante.

4.3 BRASIL

A infraestrutura do mercado de capitais brasileiro está passando por uma revolução. Até recentemente, tínhamos uma virtual monopolista, a B3, sendo ela a única entidade apta a prestar o serviço de depósito centralizado, inclusive de modo verticalizado com a sua atividade de bolsa de valores e registradora de ativos.

Mudando esse paradigma, estão vindo concorrentes para atacar cada um dos elos da cadeia da infraestrutura de mercado de capitais, até então verticalizada pela B3, sem competição relevante. De maneira peculiar, estávamos mais próximos do modelo norte-americano (uma única depositária central) e estamos migrando para o modelo

finance.ec.europa.eu/news/shortening-standard-securities-settlement-cycle-european-union-next-steps-2024-10-15_en>. Acesso em 15 de julho de 2025.

414 B3. **Desafios e recomendações para o D+1**. B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, agosto de 2024. Disponível em <https://clientes.b3.com.br/c/document_library/get_file?groupId=20119&uuid=97c68ffb-6edb-9ac0-06da-484ae322f24b&groupId=20119>. Acesso em 13 de julho de 2025.

européu (diversas depositárias centrais competindo entre si). Mas qual trajetória legal/regulatória nos trouxe até aqui?

Em 2013, a Lei nº 12.810/2013 estabeleceu o marco legal de infraestruturas do mercado financeiro. A atividade de depósito centralizado foi incluída no escopo, abrangendo a guarda centralizada de ativos financeiros e de valores mobiliários (fungíveis e infungíveis), o controle de sua titularidade efetiva, tratamento de eventos e constituição de titularidade fiduciária dos ativos em favor da depositária central (arts. 23 a 25). Entraremos nesse mérito mais adiante.

A lei também tornou obrigatória uma autorização prévia do BC e/ou da CVM, no âmbito das suas respectivas competências, para que uma depositária central possa prestar esse serviço (art. 22). Em outras palavras, os 2 (dois) reguladores primários do mercado financeiro e de capitais exercem o controle de entrada dos *players* de infraestrutura (arts. 22).

Por fim, a Lei nº 12.810/2013 converteu as depositárias centrais nas únicas entidades competentes para se registrar ônus e gravames sobre ativos depositados. Passo essencial para trazer segurança jurídica ao mercado de capitais – especialmente credores – sobre a validade perante terceiros das garantias constituídas no âmbito de valores mobiliários de dívida (art. 26).

Ainda em 2013, a CVM já se movimentou com a publicação da Audiência Pública SDM nº 06/2013, com a proposta de normas para regulamentar as atividades de depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários. Após comentários do mercado, o resultado desse esforço conjunto foi a Instrução CVM nº 541/2013, a primeira norma a regulamentar as depositárias centrais, do processo de autorização às regras da prestação do serviço.

Em 2017, o regime de ônus e gravames foi aprimorado pela Medida Provisória nº 775/2013 (posteriormente convertida na Lei nº 13.476/2013), que reforçou a competência do BC e da CVM para

regulamentar o sistema de ônus e gravames sobre ativos financeiros e valores mobiliários em geral⁴¹⁵.

No mesmo ano, também tivemos a Resolução CMN nº 4.593/2017 – na prática, regulamentando o regime de ônus e gravames sobre ativos objeto de registro ou depósito central, e ratificando a sua validade/oponibilidade perante terceiros quando constituídos no próprio ambiente da depositária central, mesmo sem averbação em cartório.

Em 2021, foi publicada a Resolução CVM nº 31/2021, substituindo a Instrução CVM nº 541/2013 como marco regulatório das depositárias centrais no âmbito de valores mobiliários.

Entrando no mérito das especificidades do depósito centralizado conforme a norma da CVM, ela compreende: (i) guarda dos valores mobiliários pela depositária central; (ii) controle de titularidade dos valores mobiliários em estrutura de contas de depósito em nome dos investidores; (iii) imposição de restrições a atos de disposição dos valores mobiliários, pelo investidor final ou por qualquer terceiro, fora do ambiente da depositária central; e (iv) o tratamento das instruções de movimentação e dos eventos incidentes sobre os valores mobiliários depositados, com os correspondentes registros nas contas de depósito (art. 2º).

Uma peculiaridade que vem desde o art. 24 da Lei nº 12.810/2013, devidamente refletida no art. 27 da Resolução CVM nº 31/2021, é a transferência da titularidade fiduciária do valor mobiliário à depositária central – uma condição precedente à constituição do depósito centralizado em si. Estamos falando apenas da titularidade fiduciária, então, na prática, o ativo não integra o patrimônio da depositária central (não é sujeito a penhora por seus credores), e se mantém registrado em conta de depósito sob o nome do investidor.

Ao contrário do que notamos em outras jurisdições, a depositária central deve conhecer o investidor final, através de informações prestadas pelos participantes, e manter a conta de depósito em nome desse investidor. Na mesma linha, a movimentação dos

415 BRASIL. Exposição de Motivos da Medida Provisória nº 775, de 2017. Brasília, DF, 2017.

valores mobiliários ocorre a partir de comandos ou autorizações dos investidores, comunicados à depositária central através dos seus participantes (art. 35)⁴¹⁶.

Já os participantes da depositária central são os (i) os custodiantes; (ii) os escrituradores; e (iii) os sistemas de negociação, sistemas de compensação e liquidação de operações e outras depositárias centrais com que a depositária central tenha vínculo contratual.

Feito esse panorama geral, o próximo passo para compreendermos o setor de depósito centralizado brasileiro passa por compreender a trajetória (i) da incumbente que concentrou a prestação desses serviços até hoje; e (ii) das entrantes que visam tomar participação de mercado a partir de uma bem-vinda concorrência. É o que enfrentamos no Capítulo 5.

5. HISTÓRICO DE FORMAÇÃO DA DEPOSITÁRIA B3

Como dito anteriormente, a criação da figura da Depositária Central ocorreu pela Lei nº 12.810/13, momento em que esta figura passou a integrar o ordenamento jurídico nacional.

Após a entrada em vigor da Instrução CVM nº 541/2013, na esteira da nova lei, o Brasil passou a contar com 2 (duas) depositárias centrais, ambas autorizadas a funcionar pela CVM na mesma data: (i) a BM&FBOVESPA S.A. Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&F”); e a (ii) CETIP S.A., Mercados Organizados (“CETIP”).

A infraestrutura do mercado financeiro brasileiro à época já era concentrada, principalmente para serviços de pós-negociação. Em 2014, o Brasil contava com a BM&F como principal bolsa de valores para negociação à vista, e com a CETIP como mercado de balcão principal para títulos e valores mobiliários representativos de dívida.

416 COSTA, Rafael Viana de Figueiredo. **O novo mercado de capitais crypto**: estratégias regulatórias para a transformação digital na oferta, negociação, liquidação e custódia de valores mobiliários. 2023. Dissertação (Mestrado em Direito da Regulação) – Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, 2023. p. 127-128.

De acordo com dados da CVM, naquele ano, o mercado à vista de ações teve 199 milhões de transações, com valor total de negociação em R\$ 6,4 bilhões, com um ticket médio de R\$ 8 mil por operação⁴¹⁷, em um mercado com 638 (seiscentos e trinta e oito) companhias abertas, com aprox. 460 (quatrocentos e sessenta) aptas a emitir ações negociadas no mercado⁴¹⁸.

Já o mercado secundário à vista de debêntures, por sua vez, contou com um volume de negociação anual de R\$ 200 bilhões distribuídos em 52 mil operações⁴¹⁹. No final de 2014, o número de investidores pessoas físicas habilitados na BM&F era aprox. 564 mil⁴²⁰.

Para comparação, apesar de não ter havido mudança relevante na quantidade de companhias abertas neste período, houve um grande aumento na quantidade de investidores habilitados a negociar em ambientes regulados e, principalmente, no volume de negociação⁴²¹.

Pouco menos de 2 (dois) anos após a autorização de ambas as depositárias, BM&F e CETIP anunciaram ao mercado que pretendiam unir suas operações⁴²². O principal motivo para a operação societária era a sinergia e complementariedade entre ambas as entidades – enquanto a BM&F era a única bolsa de valores do País, a CETIP era o principal mercado de balcão para títulos e valores mobiliários de

417 Valores da época não corrigidos pela inflação correspondente para o período. Relatório Anual CVM 2014, p. 46. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/anual/relatorio-anual-cvm-2014/view>>.

418 *Idem*. p. 66.

419 *Idem*. p. 52-53.

420 Balanço de operações para o ano de 2014 publicado pela BM&F. Disponível em: <<https://www.b3.com.br/data/files/AD/B6/0B/18/13111510FE0C840592D828A8/BMFBOVESPA-Balanco-de-Operacoes-2014.pdf>>.

421 Até o fim do segundo trimestre de 2025, o mercado secundário à vista de ações contava com um volume médio diário de negociação de R\$ 19,2 bilhões, e, o de debêntures, de R\$ 2,6 bilhões. *Idem*. p.23-24. Por sua vez, o número de investidores pessoas físicas habilitados na B3 saltou para 5,4 milhões, de acordo com dados do mesmo trimestre. Vide Uma Análise da Evolução dos Investidores Pessoas Físicas na B3, P. 3. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/E6/75/BC/90/36ECA71068C61CA7AC094EA8/Estudo_PF-final%20_mai.20_.pdf>.

422 Fato Relevante Conjunto de 08 de abril de 2016. Disponível em: <<https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmDownloadDocumento.aspx?Tela=ext&numProtocolo=510146&descTipo=IPE&CodigoInstituicao=1>>

renda fixa. Assim, a unificação dos sistemas, acessos e *know-how*⁴²³ implicaria em redução de custos e ganho de escala à companhia resultante da unificação.

Em 22 de março de 2017, CVM⁴²⁴ e CADE⁴²⁵ aprovaram a combinação de negócios, dando surgimento à B3, que passou a deter as licenças, sistemas e atribuições das entidades anteriores. Foi assim que, pela primeira vez desde a (breve) criação da figura jurídica da depositária central, o Brasil passou a ter uma única depositária. Conforme explorado no Capítulo 6 a seguir, esse cenário não durou muito.

5.1 NORMAS DA B3 APLICÁVEIS À DEPOSITÁRIA CENTRAL

A Resolução CVM nº 31/2021 determina a elaboração de regulamentos e manuais operacionais pelas depositárias centrais como maneira de regular questões jurídicas, operacionais e tecnológicas para acesso e uso de suas plataformas e mensagerias⁴²⁶. No caso da B3, a elaboração dos regulamentos e manuais foi um compromisso assumido pela BM&F e pela CETIP para a entidade resultante⁴²⁷. Compilamos abaixo em oito principais temas:

423 Vide as considerações feitas na versão pública do Formulário de Procedimento Ordinário anexo à notificação apresentada pela BM&F e pela CETIP ao Conselho Administrativo de Defesa Econômica que resultou no Ato de Concentração Ordinário nº 08700.004860/2016-11. P. 23.

424 Processo Administrativo CVM nº SEI 19957.001686/2017-31.

425 Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11, aprovado com restrições.

426 A título ilustrativo, vide arts. 28, inciso II, 29, 30, parágrafo único e 31 da Resolução CVM nº 31.

427 “2.2. As Compromissárias incluirão, mediante aprovação da CVM (...) as regras e os procedimentos relativos ao acesso (...) aos serviços de depósito centralizado em relação a valores mobiliários de renda variável atualmente prestados pela BVMF (“Serviços de CSD”), que viabilizem a prestação de tais serviços a outras IMFs (“Regras de Acesso IMF”).”

	Regulamento do Balcão B3⁴²⁸	Regulamento da Central Depositária RV B3⁴²⁹	MPO da Central Depositária de RV⁴³⁰	Manual de Normas dos Sub-sistemas⁴³¹
Depósito e transferência de titularidade fiduciária	Art. 48, parágrafo único, inciso I, art. 72 e art. 78	Art. 2º, inciso I	Operacionalização descrita no Item 4.2	Art. 47
Conciliação / integridade patrimonial	Art. 81	Arts. 23 e 24	Item 4.4	Seção III – arts. 51 a 55
Registro de movimentações	Arts. 55 e 56	Arts. 18 a 22	Item 4.2 – movimentação entre contas	Art. 50
Constituição de ônus, gravames e garantias	Capítulo IV	Arts. 25 a 28	Capítulo 5	Art. 67 a 102
Limites de custódia	N/A	Arts. 29 a 31	Item 5.5	N/A
Relações com Participantes	Art. 57 a 61	Capítulo II	Descrição de procedimentos de cadastro no Capítulo III	N/A
Registros contábeis / segregação	Arts. 62 e 64	Art. 15 e art. 40, inciso V	Itens 3.1., 4.1., 5.1.9, e 5.6.3.	N/A
Eventos Corporativos	Art. 70	Art. 32	Capítulo 6	Art. 56 a 61

428 Versão de 16 de junho de 2025.

429 Versão de 02 de maio de 2024.

430 Versão de 02 de janeiro de 2025.

431 Versão de 16 de junho de 2025.

6. AUTORIZAÇÕES DO COLEGIADO DA CVM

Após a unificação dos serviços de depósito centralizado na B3, e como fruto do processo de evolução e sofisticação apresentado pelo mercado de capitais brasileiros na última década, novas entidades estão adentrando o mercado de serviços de pós-negociação. Abaixo, apresentamos uma breve descrição e contexto das autorizações concedidas pela CVM para prestação de serviços de depósito centralizado⁴³².

6.1 LAQUS

O processo de autorização da Laqus Depositária de Valores Mobiliários S.A. (“Laqus”) para atuação como depositária central⁴³³ foi o primeiro no qual o regulador examinou a viabilidade de um novo entrante em um nicho que possui relevante barreira de entrada, à vista da *expertise*, custos e estrutura exigidos.

Protocolado em 26 de abril de 2019 pela então Mark 2 Market Depositária de Valores Mobiliários S.A. (então razão social da atual Laqus), o pedido tinha por escopo o depósito centralizado unicamente de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), e foi regido integralmente pela Instrução CVM nº 541/2013, em vigor à época.

De acordo com o plano de negócios apresentado pela Laqus, sua atuação como depositária central agregaria valor com um sistema de consulta centralizada para investidores de informações sobre CRAs, viabilizado por meio da integração dos participantes do mercado (emissores, originadores, investidores e distribuidores) à plataforma.

432 Apesar de não ter sido deferido até a data de publicação deste artigo, há ainda o pedido de autorização para funcionamento como depositária central apresentado pela CERC S.A., objeto do Processo Administrativo CVM SEI nº 19957.015727/2022-34, cuja análise foi iniciada pelo Colegiado na Reunião de 02 de setembro de 2025.

433 Processo Administrativo CVM SEI nº 19957.004945/2019-48, Relatoria SMI, apreciado pelo Colegiado em 08 de dezembro de 2020, e, posteriormente, em 08 de junho de 2021.

A Instrução CVM nº 541/13 impunha ao requerente da autorização a comprovação dos seguintes requisitos: (i) viabilidade financeira da operação; (ii) robustez operacional; e (iii) atendimento a determinados princípios regulatórios (*Principles for Market Infrastructures* do Bank for International Settlements).

Atendidos os requisitos de viabilidade financeira (endereçoado por meio do detalhado plano de negócios) e atendimento a princípios regulatórios (explicitado por meio de uma autoavaliação), o que chama a atenção no processo é (i) a condicionante da concessão da licença à implementação efetiva de sistemas considerados robustos o suficiente pela área técnica (o que fez com que a eficácia da licença ficasse suspensa por 6 (seis) meses); e (ii) a participação do incumbente na viabilização do novo entrante.

Ao se admitir um novo depositário central no mercado, a interoperabilidade se torna relevante, especialmente para garantir (i) a tempestividade e rastreabilidade nas transferências de valores mobiliários; e (ii) a conciliação correta de posições⁴³⁴.

O modelo de interoperabilidade entre B3 e Laqus inicialmente proposto não foi aprovado porque, segundo a CVM, não assegurava a transferência tempestiva dos valores mobiliários entre seus sistemas. Esta reprovação inicial fez com que ambas as entidades se comprometessem a atingir um mecanismo de interoperabilidade eficiente entre si. Conceitualmente, é interessante notar como tal requisito impõe ao incumbente o dever de viabilizar a entrada de novos concorrentes no mercado em que atua.

Adicionalmente, para implementar o mecanismo de autorregulação (arts. 40 e 41 da Instrução CVM nº 541/2013), a Laqus celebrou um acordo com a BSM Supervisão de Mercados (BSM), associação civil originalmente criada para fiscalizar e

434 “[...] os depositários centrais envolvidos devem definir regras e procedimentos destinados a assegurar que a transferência dos valores mobiliários entre os depositários seja realizada em tempo hábil, tendo em vista o interesse dos investidores, a efetividade dos processos de conciliação previstos na Instrução [CVM nº 541/13] e a rastreabilidade das movimentações realizadas”. SMI. Parágrafo 27 do Memorando nº 44/2020-CVM/SMI, de 02 de dezembro de 2020.

supervisionar os mercados organizados operados pela B3, para que a BSM implementasse e operasse esta estrutura na nova depositária. Comparativamente aos demais processos, a autorização da Laqus se destaca pela participação ativa do incumbente em sua viabilização⁴³⁵.

6.2 CSDBR

Na ordem cronológica, a CSD Central de Serviços de Registro e Depósito aos Mercados Financeiro e de Capitais S.A. (“CSDBR”) ingressou com um pedido de autorização para depósito centralizado após a Laqus, o qual⁴³⁶ foi o primeiro a ser conduzido já sob a Resolução CVM nº 31/2021. Quando protocolou seu pedido de autorização para depósito centralizado em 17 de dezembro de 2020, a CSDBR já era uma entidade administradora de mercado de balcão organizado e, portanto, já possuía uma estrutura de Infraestrutura de Mercado Financeiro (IMF) estabelecida - o que, naturalmente, implicaria em menos custos de ajuste e/ou implementação para a operação de depositária central.

Em seu pedido, a CSDBR delimitou os serviços para os seguintes valores mobiliários escriturais: (i) cotas de fundos fechados; (ii) certificados de recebíveis imobiliários (CRI); (iii) debêntures; (iv) letras financeiras com distribuição pública; e (v) Ações.

Como administradora de um mercado de balcão organizado, o serviço de depósito centralizado conformaria uma solução integrada para toda a jornada de pós-negociação para o investidor e/ou participante, a fim de conferir agilidade e mitigação de riscos operacionais.

435 Posteriormente, a Laqus apresentou pedido para cumular a função de escrituradora de valores mobiliários com a de depositária central, o que foi deferido pelo Colegiado, com algumas ressalvas e condições. Vide Processo Administrativo CVM nº 19957.012349/2022-37, recurso contra decisão da SMI (que indeferiu o pedido inicialmente) julgado pelo Colegiado em 02 de julho de 2024, de relatoria do Presidente João Pedro Nascimento, cujo voto foi seguido pela unanimidade do Colegiado.

436 Processo Administrativo CVM SEI nº 19957.008829/2020-31, de relatoria da SMI, e julgado pelo Colegiado em 20 de dezembro de 2024.

Do ponto de vista prático, os valores mobiliários apontados pela CSDBR englobavam os principais ativos negociados pelos investidores em termos de volume e liquidez (excluindo CRAs). Assim, emissores e distribuidores passariam a ter opções de depositária centrais disponíveis para valores mobiliários que desejassem emitir ou negociar a mercado.

O principal diferencial da autorização concedida à CSDBR reside na interoperabilidade. A SMI dispensou a CSDBR de assegurar a interoperabilidade de seus sistemas com as demais depositárias - o que foi seguido pelo Colegiado de maneira unânime)⁴³⁷ – sob a premissa de que, apesar de desejável em um ambiente com mais de um depositário central, a interoperabilidade não deve ser condição *sine qua non* para entrantes.

6.3 BEE4

Mais recentemente, em 08 de agosto de 2024, a BEE4 S.A. – Balcão Organizado de Empresas Emergentes (“BEE4”), companhia licenciada no ambiente de *sandbox* regulatório da CVM, protocolou pedido de autorização para atuar como depositária central⁴³⁸. Atualmente, a BEE4 opera um sistema de negociação de valores mobiliários em um regime regulatório controlado e com determinadas dispensas, com prazo determinado para sua adaptação à integralidade das normas aplicáveis a sua atuação, e uso de *blockchain*⁴³⁹.

437 Parágrafo 166 do Ofício Interno nº 14/2024/CVM/SMI/GMA-2, de 10 de novembro de 2024.

438 Processo Administrativo CVM SEI nº 19957.011117/2024-23, de relatoria da SMI, e julgado pelo Colegiado em 28 de janeiro de 2025.

439 “A BEE4 faz uso da tecnologia “blockchain” para a realização do depósito e retirada dos valores mobiliários e para a alocação dos valores mobiliários aos respectivos titulares. Os serviços de depositária central estão baseados em uma “rede permissionada DLT” que é utilizada para a criação do “smart contract” representativo de um valor mobiliário, “mint” ou tokenização ou adição de tokens para determinado valor mobiliário, distribuição de tokens para os investidores em suas “wallets” ou contas, e o “burn” ou destokenização ou exclusão do token de determinado investidor.” Parágrafo 37 do Ofício Interno nº 2/2025/CVM/SMI/GMA-2, de 14 de janeiro de 2025.

À vista do papel essencial que as depositárias centrais possuem na infraestrutura do mercado, a BEE4, protocolou o pedido a fim de complementar e apurar as sinergias que a depositária teria com seu ambiente de negociação. Inicialmente, o pedido abrange o depósito de: (i) notas comerciais; (ii) debêntures; e (iii) ações. O Colegiado concedeu a autorização com eficácia condicionada à implementação satisfatória de sistemas, requisito atendido pela BEE4, que teve autorização definitiva como depositária central em 28 de agosto de 2025⁴⁴⁰.

Vale notar que o modelo de negócios da BEE4, que envolve o uso de tecnologias de DLT nas estruturas de mercado financeiro tradicional, pode servir de *benchmark* para a observação do uso de tecnologias de *blockchain* na implementação de sistemas, salvaguardas e mecanismos exigidos pela CVM.

7. CONCLUSÃO

A atividade de depósito centralizado vive uma fase de transição no Brasil. A entrada de novos concorrentes tem potencial para gerar ganhos relevantes de eficiência, inovação e redução de custos.

Para isso, no entanto, deve vir acompanhada das salvaguardas necessárias à preservação da segurança e da liquidez do sistema. Tamanha segurança é crucial, afinal, dada a função estratégica do depósito centralizado na liquidação das operações. É o que evidencia o impacto do surgimento das depositárias centrais na evolução dos mercados de capitais mundo à fora – literalmente, um “antes” e um “depois” do surgimento desses *players*.

Em resumo, sem depositárias confiáveis, a complexa engrenagem do mercado secundário fica comprometida. A experiência internacional – em especial, a europeia – demonstra que

440 Vide o informativo da Reunião nº 31 do Colegiado, de 26 de agosto de 2025.

a coexistência de múltiplas depositárias é viável, desde que sustentada por interoperabilidade, governança e supervisão⁴⁴¹.

Nesse sentido, a análise acima aponta para alguns requisitos mínimos que viabilizam a atuação simultânea de diferentes depositárias centrais, como (i) mecanismos de interoperabilidade, incluindo padrões mínimos para compatibilidade tecnológica; (ii) normas de acesso não discriminatório entre bolsas, clearings e depositárias; (iii) regras sobre conflitos de interesse, sobretudo considerando a integração vertical entre depositárias e bolsas; (iv) acordos para a coordenação supervisória entre as próprias depositárias; (v) requisitos para o licenciamento das depositárias, com avaliações sobre a capacidade tecnológica, financeira e operacional dos players; (vi) regras uniformes para as diferentes depositárias, como o prazos de liquidação (D+2/D+0) e as normas de reconciliação; entre outras.

Com base nisso, resta ao Brasil identificar o ponto de convergência entre inovação, segurança e concorrência, ajustando o modelo internacional às suas próprias características e ao avanço das novas tecnologias, como as DLTs.

Se tiver sucesso nisso, o resultado será a ampliação do acesso de investidores ao mercado de capitais e, por conseguinte, a redução do custo de capital das companhias emissoras – o que contribui, em última instância, para o desenvolvimento econômico do País.

441 Neste sentido: *“Instead of realizing efficiencies through the creation of a single CSD, existing CSDs may link to increase the scope of securities they are able to settle. [...] A link is typically more cost efficient than the market participant becoming a member in multiple CSDs. [...] Another way of linking CSDs is through the adoption of the same technology. Using a shared technology platform (hardware and software) would reduce the required capital to service all securities markets with modern CSD systems, reduce the operating costs, and therefore accommodate lower fees.”* Fundo Monetário Internacional (FMI). **How to Organize Central Securities Depositories in Developing Markets – Key Considerations**. 2019, p 9. Disponível em: <<https://www.imf.org/-/media/files/publications/howtonotes/howtonote1901.pdf>>. Acesso em 17 de janeiro de 2026.

BIBLIOGRAFIA

ANBIMA. **A contribuição do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico.** [S. l.]: ANBIMA, 2025. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/8E/B4/5C/C7/F26C7910C05C4A79B82BA2A8/A%20contribui%C3%A7%C3%A3o%20do%20mercado%20de%20capitais%20para%20o%20desenvolvimento%20econ%C3%B4mico.pdf>

B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. **Balanco de operações para o ano de 2014 publicado pela BM&F.** Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/AD/B6/0B/18/13111510FE0C840592D828A8/BMFBOVESPA-Balanco-de-Operacoes-2014.pdf>. Acesso em: 13 jul. 2025.

B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. **Desafios e recomendações para o D+1.** Ago. 2024. Disponível em: https://clientes.b3.com.br/c/document_library/get_file?groupId=20119&uuid=97c68ffb-6edb-9ac0-06da-484ae322f24b. Acesso em: 13 jul. 2025.

B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. **Manual de Normas dos Subsistemas.** Disponível em: <https://www.b3.com.br>. Acesso em: 13 jul. 2025.

B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. **MPO da Central Depositária de Renda Variável.** Disponível em: <https://www.b3.com.br>. Acesso em: 13 jul. 2025.

B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. **Regulamento da Central Depositária de Renda Variável da B3.** Disponível em: <https://www.b3.com.br>. Acesso em: 13 jul. 2025.

B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. **Regulamento do Balcão B3.** Disponível em: <https://www.b3.com.br>. Acesso em: 13 jul. 2025.

BENJAMIN, Joanna; MONTAGU, Gerald; YATES, Madeleine. **The law of global custody.** 2. ed. London: Butterworths, 2003.

BERWANGER, Antonio Carlos. **Tokenização de valores mobiliários: a digitalização em redes de blockchain como alternativa à emissão e à cadeia de pós-negociação tradicional em mercados organizados de valores mobiliários**. 2025. Dissertação (Mestrado) – Escola de Direito do Rio de Janeiro, Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, 2025.

BRASIL. Exposição de Motivos da Medida Provisória nº 775, de 2017. Brasília, DF, 2017.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Diário Oficial da União**. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilado.htm. Acesso em: 12 nov. 2025.

CADE – Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Acordo em Controle de Concentrações**. Disponível em: https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_documento_consulta_externa.php?DZ2uWeaYicbuRZEFhBt-n3BfPLlu9u7akQAh8mpB9yPum9D5BWJODce18oMd9-ynpdZzjBoGT0je96sYa1sn-cL7WVIprn4BpcwOfWHkGIFkCAdy5IP1Gsf0gsHI1C9H. Acesso em: 12 nov. 2025.

CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. **Captação de recursos por start-ups**. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2023.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2013**, de 26 ago. 2013: proposta de regras sobre depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0613-edital.pdf. Acesso em: 15 jul. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Informativo da Reunião nº 31 do Colegiado**, 26 ago. 2025. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/informativos_colegiado/anexos/2025/Informativo31_RC26082025.pdf. Acesso em: 15 jul. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Instrução CVM nº 541, de 20 dez. 2013: dispõe sobre a prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários. **Diário Oficial da União**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst541.pdf>. Acesso em: 15 jul. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Memorando nº 44/2020-CVM/SMI**, 2 dez. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Nova regra de crowdfunding de investimento, ajustes em anexos da Resolução 175 e Projeto 135 Light integram Agenda Regulatória 2026 da CVM**. 10 dez. 2025. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2025/nova-regra-de-crowdfunding-de-investimento-ajustes-em-anexos-da-resolucao-175-e-projeto-135-light-integram-agenda-regulatoria-2026-da-cvm>.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Ofício Interno nº 14/2024-CVM/SMI/GMA-2**, 10 nov. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Ofício Interno nº 2/2025-CVM/SMI/GMA-2**, 14 jan. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo nº 19957.001686/2017-31.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo nº 19957.012349/2022-37.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo SEI nº 19957.004945/2019-48.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo SEI nº 19957.008829/2020-31.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo SEI nº 19957.011117/2024-23.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo SEI nº 19957.015727/2022-34.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Resolução CVM nº 135, de 10 jun. 2022: regulamenta o funcionamento dos mercados organizados de valores mobiliários e das entidades administradoras de mercado organizado. **Diário Oficial da União**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol135consolid.pdf>. Acesso em: 15 jul. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Resolução CVM nº 31, de 19 mai. 2021: dispõe sobre a prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários. **Diário Oficial da União**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol031.html>. Acesso em: 15 jul. 2025.

COMPARATO, Fábio Konder. **Direito empresarial**: estudos e pareceres. São Paulo: Saraiva, 1990.

COPOLA, Marina Palma. **Regime da informação no mercado de valores mobiliários**: função da informação no mercado de valores mobiliários brasileiros. 2013. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

COSTA, Rafael Viana de Figueiredo. **O novo mercado de capitais crypto**: estratégias regulatórias para a transformação digital na oferta, negociação, liquidação e custódia de valores mobiliários. 2023.

Dissertação (Mestrado em Direito da Regulação) – Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2023. p. 127-128.

DEMARCO, André Eduardo. **As bolsas de valores face ao desafio da desmutualização no contexto de internacionalização dos mercados regulamentados**. 2008. Dissertação (Mestrado em Direito) – IBMEC, São Paulo, 2008.

DEPOSITORY TRUST & CLEARING CORPORATION (DTCC). **Annual report 2024**. [S. l.]: DTCC, 2024. Disponível em: <https://www.dtcc.com/annuals/2024/files/DTCC-Annual-Report-2024-Print.pdf>. Acesso em 17 jul. 2026.

DIRECTORATE-GENERAL FOR FINANCIAL STABILITY; FINANCIAL SERVICES AND CAPITAL MARKETS UNION; EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY; EUROPEAN CENTRAL BANK. **Shortening the standard securities settlement cycle in the European Union: next steps**. Bruxelas, 15 out. 2024. Disponível em: https://finance.ec.europa.eu/news/shortening-standard-securities-settlement-cycle-european-union-next-steps-2024-10-15_en. Acesso em: 15 jul. 2025.

DTCC. **The Depository Trust Company (DTC)**. [S. l.]: DTCC, [s. d.]. Disponível em: <https://www.dtcc.com/about/businesses-and-subsidiaries/dtc>. Acesso em: 15 jul. 2025.

EIZIRIK, Nelson. **O papel do Estado na regulação do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais: regime jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

EUROPEAN COMMISSION. **Central securities depositories (CSDs)**. [S. l.]: European Commission, [s. d.]. Disponível em: <https://finance>.

ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/post-trade-services/central-securities-depositories-csds_en. Acesso em: 10 jul. 2025.

EUROPEAN COMMISSION. **Report from the Commission to the European Parliament and the Council under Article 75 of Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories and amending Directives 98/26/EC and 2014/65/EU and Regulation (EU) No 236/2012.** Brussels: European Commission, 1 jul. 2021. Disponível em: https://ec.europa.eu/finance/docs/policy/210701-csdr-report_en.pdf. Acesso em: 10 jul. 2025.

EUROPEAN PARLIAMENT; COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION. Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories and amending Directives 98/26/EC and 2014/65/EU and Regulation (EU) No 236/2012. **Official Journal of the European Union**, Brussels, 28 ago. 2014. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2014/909/oj/eng>. Acesso em: 10 jul. 2025.

EUROPEAN PARLIAMENT; COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION. Regulation (EU) 2023/2845 of the European Parliament and of the Council of 13 December 2023 amending Regulation (EU) No 909/2014 as regards settlement discipline, cross-border provision of services, supervisory cooperation, provision of banking-type ancillary services and requirements for third-country central securities depositories and amending Regulation (EU) No 236/2012. **Official Journal of the European Union**, Brussels, 27 dez. 2023. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ%3AL_202302845. Acesso em: 10 jul. 2025.

FATO RELEVANTE CONJUNTO DE 08 DE ABRIL DE 2016. Disponível em: <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmDownloadDocumento.aspx?Te1>. Acesso em: 15 jul. 2025.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **How To Organize Central Securities Depositories in Developing Markets** – Key Considerations. 2019. Disponível em: <https://www.imf.org/-/media/files/publications/howtonotes/howtonote1901.pdf>. Acesso em 17 jan. 2026.

HARRIS, Larry. **Trading and exchanges: market microstructure for practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). **Report of the SRO Consultative Committee**. May 2000. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD110.pdf>. Acesso em: 15 jul. 2025.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989.

LOBO, Henrique Fratta. **Os deveres dos intermediários no mercado secundário de valores mobiliários**. 2021. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021.

NATIONAL ASSOCIATION OF BOND LAWYERS. **Demystifying DTC: the Depository Trust Company and the municipal bond market**. Washington, 2017. Disponível em: <https://www.nabl.org/wp-content/uploads/2023/02/20170331-NABL-Demystifying-DTC.pdf>. Acesso em: 15 jul. 2025.

NORMAN, Peter. **Plumbers and visionaries: securities settlement and Europe's financial market**. London: John Wiley & Sons, 2007.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Criação do mercado primário de ações:** uma reforma institucional e cultural. *Jornal do Brasil*, 31 ago. 1975.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. Disciplina legal das ações escriturais em Portugal. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 29, n. 79, jan./mar. 1990.

PEREIRA FILHO, Vicente de Carvalho Tavares. **Títulos e valores mobiliários escriturais:** aspectos decorrentes de sua internacionalização. 2012. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

ROBERT, Bruce. *In*: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coords.). **Comentários à lei de mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

VERSIANI, Fernanda Valle. A tecnologia blockchain no mercado de valores mobiliários: é possível usá-la para aprimorar os processos de negociação e pós-negociação nos mercados organizados? *In*: PARENTONI, Leonardo; MILAGRES, Marcelo de Oliveira; VON DE GRAAF, Jeroen (coord.); MOREIRA, Arthur Salles de Paula; CHAGAS, Ciro Costa; SANTANA, Mariana Damiani (org.). **Direito, tecnologia e inovação – v. III:** aplicações jurídicas de blockchain. Belo Horizonte: Expert, 2021.

WALD, Arnaldo. O regime jurídico das ações escriturais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 67, jul./set. 1987.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais:** fundamentos e desafios. São Paulo: Quartier Latin, 2018.