INSPER
LL. M Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais

Alessandra Keiti Noda

Importância do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos no caso de hipótese de intervenção e liquidação extrajudicial de sociedades corretoras

São Paulo
2016

Alessandra Keiti Noda

Trabalho de Conclusão de Curso para aprovação na disciplina Monografia II, Insper, Instituto de Estudo e Pesquisa; Mercado de Capitais.

Orientadora: Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

São Paulo

2016

Noda, Alessandra Keiti
Importância do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos no caso de hipótese de intervenção e liquidação extrajudicial de sociedades corretoras
Alessandra Keiti Noda. – São Paulo, 2016.
n.f.

Trabalho de Conclusão de Curso – Insper, 2016
Orientador: Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

1. Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos. 2. Liquidação Extrajudicial. 3. Sociedade Corretora. 4. Pequenos investidores. I – Alessandra Keiti Noda. II – Importância do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos no caso de hipótese de intervenção e liquidação extrajudicial de sociedades corretoras

Alessandra Keiti Noda

Importância do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos no caso de hipótese de intervenção e liquidação extrajudicial de sociedade corretoras

Trabalho de conclusão de curso, aprovação na disciplina de Monografia II; Insper, Instituto de Estudo e Pesquisa; Mercado de Capitais.

Data de aprovação: ___/___/_____

Banca Examinadora

_____

Nome completo

Titulação

Instituição

_____

Nome completo

Titulação

Instituição

_____

Nome completo

Titulação

Instituição

Resumo

Este trabalho tem por objetivo demonstrar a importância do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos ("MRP"), administrado pela BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM ("BSM"), para o pequeno investidor na hipótese de intervenção e liquidação extrajudicial de instituições financeiras.

Como será demonstrado, este mecanismo permite que os investidores, clientes da instituição financeira que teve sua intervenção ou liquidação extrajudicial decretada pelo Banco Central do Brasil ("BACEN"), a reaverem seu capital resultado de operações realizadas nos mercados administrados pela BM&FBOVESPA no prazo máximo de 120 (cento e vinte) dias[1], conforme exigência trazida pela Instrução CVM nº 461/2007.

Palavras-chave: Investidor. Ressarcimento. Prejuízo.

[1] Instrução da Comissão de Valores Mobiliários ("Instrução CVM") nº 461/2007: "Art. 78. A entidade administradora de mercado de bolsa deve baixar regulamento específico disciplinando o funcionamento do mecanismo de ressarcimento de prejuízos, contendo no mínimo o seguinte: (…) III – procedimentos e prazos para análise dos pedidos de indenização, que não podem exceder 120 (cento e vinte) dias entre o pedido de indenização e a decisão de bolsa a respeito; (…)".

Abstract

This study aims to demonstrate the importance of the Compensation of Losses Mechanism ("MRP"), managed by BM&FBOVESPA Market Supervision - BSM ("BSM"), for small investors in winding-up or liquidation cases of financial institutions.

As it will be shown, the MRP allows investors, who are customers of the financial institution which had its winding-up or liquidation decreed by the Central Bank of Brazil ("BACEN"), to repossess their capital resulting from operations carried out in the markets managed by BM&FBOVESPA within 120 days, as per CVM Instruction nº 461/2007.

Keyword: Investor. Compensating. Loss.

SUMÁRIO

1. Introdução 8

2. Surgimento regulamentar do MRP 9

3. Proteção aos investidores.....15

4. Liquidação extrajudicial de sociedade corretora 16

5. Requisitos de admissibilidade segundo o Conselho de Supervisão da BSM- 18

5.1. Existência ou não de prejuízo.....24

5.2. Ação ou omissão de pessoa autorizada a operar 30

5.3. Origem de operação de Bolsa.....32

6. Entendimento da CVM 33

7. Conclusão.....40

1. INTRODUÇÃO

Em 07.01.2016, a corretora TOV CCTVM Ltda. ("TOV") teve sua liquidação extrajudicial decretada pelo BACEN[2], fato que gerou movimentações de seus clientes para outras corretoras, além de questionamentos acerca do saldo mantido em sua conta-corrente perante a corretora liquidada.

Conforme orientação do BACEN[3] e da CVM[4]-[5], os clientes da corretora TOV deveriam transferir a sua custódia para outra instituição autorizada por meio de Solicitação de Transferência de Valores Mobiliários enviada a TOV indicando a nova corretora.

Acerca de saldo em conta corrente, a CVM informa que este não poderá ser resgatado. Para reaver esse valor, os investidores deveriam aguardar a publicação do Edital de Chamada de Credores para habilitação. O BACEN e também a CVM lembram, por fim, que o investidor tem direito de pleitear, junto ao MRP, o ressarcimento de prejuízos decorrentes de atuação de seus administradores, empregados e prepostos em relação à intermediação de negócios realizados em Bolsa e aos serviços de compensação e custódia.

Considerando a gama de investidores clientes da TOV que foram atingidos por essa liquidação extrajudicial, pôs-se em pauta a discussão a interpretação do artigo 77 da Instrução CVM nº 461/2007, bem como os seus incisos, em especial o inciso V.

É o que esse trabalho se propôs a discutir e trazer os entendimentos da BSM e da CVM acerca das exigências constantes no referido artigo bem como proceder ao andamento de diversas reclamações endereçadas à BSM originadas da liquidação extrajudicial da corretora TOV.

---

[2] Ato do presidente nº 1.318 disponível em <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?numero=1318&tipo=Ato%20do%20Presidente&data=07/01/2016>. Acesso em 20.06.2016

[3] Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/lid/liquidacao_TOV_corretora.asp.>. Acesso em 20.06.2016.

[4] Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2016/20160107-2.html>. Acesso em 20.06.2016

[5] Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2016/20160304-2.html>. Acesso em 20.06.2016

2. SURGIMENTO REGULAMENTAR DO MRP

A origem do que seria o atual MRP vem da edição da Resolução do Conselho Monetário Nacional ("CMN") nº 39/1966[6], a qual exigia a existência e manutenção de um Fundo de Garantia com finalidade de garantir aos clientes de seus associados, até o seu limite a reposição de títulos e valores mobiliários negociados Bolsa e a devolução de diferenças de preços decorrente de[7]

(i) dano culposo ou infiel execução de ordens aceitas para cumprimento em Bolsa;
(ii) responsabilidade caracterizada pelos eventos mencionados no artigo 25 da Resolução em questão; e
(iii) uso inadequado de importâncias recebidas para compra ou decorrentes da venda de títulos de valores mobiliários.

As hipóteses previstas nesta Resolução do CMN eram limitadas quando comparadas com as hipóteses trazidas pelo artigo 77 da Instrução CVM nº 461/2007.

Em seguida a Resolução do CMN nº 922/1984 aumentou o rol de hipóteses passíveis de ressarcimento pelo Fundo de Garantia[8]:

> I Valores mobiliários entregues à corretora para venda em Bolsa de Valores, ou provenientes de compra em Bolsa de Valores;
> II Quantias entregues à corretora para compra de valores mobiliários em Bolsa de Valores, ou provenientes de venda em Bolsa de Valores, bem como diferenças de preços;
> III Saldos em conta corrente, oriundos das hipóteses previstas nos incisos I e II;
> IV Valores mobiliários entregues à corretora para custodia é limitada a 10.000 (dez mil) Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, por cliente.

Além disso, determinou as condições nas quais o cliente de corretora

---

[6] Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1966/pdf/res_0039_v1_o.pdf>. Acesso em 15.06.2016.

[7] "Art. 45. As Bolsas de Valores manterão um Fundo de Garantia com a finalidade exclusiva de assegurar aos clientes de seus associados, até o limite do referido Fundo, a reposição de títulos e valores mobiliários negociados em Bolsa e a devolução de diferenças de preços decorrentes de dano culposo ou de infiel execução de ordens aceitas para cumprimento em Bolsa, de responsabilidade caracterizada no art. 25, ou ainda de uso inadequado de importâncias recebidas para compra ou decorrentes da venda de títulos e valores mobiliários.".

[8] Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/41095/Res_0922_v2_L.pdf>. Acesso em 15.06.2016.

poderia pleitear seu ressarcimento perante o Fundo de Garantia. A solicitação poderia ocorrer nos casos em que tivesse ocorrido lesão a seu patrimônio, praticada pela corretora, seus administradores, empregados ou prepostos, especialmente quando:

> I Houver infiel execução de ordem;
> II Houver uso inadequado de numerário ou valores mobiliários;
> III Forem ilegítimos ou impedidos de circular os valores mobiliários entregues pela corretora;
> IV Forem inautênticos os endossos nos valores mobiliários entregues pela corretora;
> V **Houver encerramentos das atividades da corretora.**

A partir da leitura desses dois artigos da Resolução CMN nº 922/1984, verifica-se que houve maior preocupação com hipóteses de lesão ao patrimônio do investidor, além de prever também a hipótese de encerramento das atividades da corretora.

Analisando-se casos concretos de encerramento de atividades na vigência da referida Resolução temos o que segue:

> O Colegiado, corroborando o entendimento das áreas técnicas e com base no disposto no art. 78, parágrafo único da Resolução nº 922, determinou que o processo seja encaminhado à Bolsa de Valores de Santos, para apreciação, uma vez que a Coelho Corretora é associada daquela Bolsa, sendo descabida sua alegação de que está impossibilitada de atender à solicitação pelo fato de a Corretora em questão encontrar-se em liquidação extrajudicial, uma vez que tal possibilidade está prevista no art. 68, V da citada Resolução. (Reclamação de Silvio Roberto Tuphiq Smera Britto ao Fundo de Garantia da Bovespa. Doc. CGP/EXE/Nº 095/86. Ata da reunião do Colegiado nº 40 de 18.08.1986)[9].

Posteriormente, a Resolução CMN nº 922/1984 foi editada pela Resolução CMN nº 1.656/1989[10], a qual unificou o rol de condições e hipóteses num único título:

> Art. 40 As Bolsas de Valores devem manter Fundo de Garantia, com finalidade exclusiva de assegurar aos clientes de sociedade corretora, até o limite do Fundo, ressarcimento de prejuízos decorrentes:

[9]Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/decisoes_antigas/anexos/decisoes-1986.pdf.> Acesso em 15.06.2016.

[10]Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/41829/Res_1656_v7_P.pdf> . Acesso em: 15.06.2016.

> I – da atuação de administradores , empregados ou prepostos de sociedade corretora membro ou permissionária da Bolsa de Valores que tiver recebido a ordem do investidor, em relação à intermediação de negociações realizadas em Bolsa e aos serviços de custodia, especialmente nas seguintes hipóteses:
> a) inexecução ou infiel execução de ordens;
> b) uso inadequado de numerário ou de valores mobiliários, inclusive em relação a operações de financiamento ou de empréstimos de ações para a compra ou venda em Bolsa (conta margem);
> c) entrega ao comitente de valores mobiliários ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à transferência de valores mobiliários;
> d) inautenticidade de endosso em valores mobiliários ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à transferência de valores mobiliários;
> e) encerramento das atividades;
> II – de falha operacional na liquidação de operações e na administração da custódia de valores mobiliários;
> III – de atuação de administradores, empregados e prepostos da sociedade corretora que represente a contraparte da operação.
> Parágrafo único. A reposição de valores mobiliários entregues à corretora para custódia é limitada a 150.000 (cento e cinquenta mil) Bônus do Tesouro Nacional, por cliente.

Mesmo após a alteração das hipóteses de ressarcimento pelo Fundo de Garantia, a hipótese em caso de encerramento das atividades permaneceu, assim, manteve-se o Fundo como um mecanismo de proteção do investidor em caso de danos que excedam o risco dos negócios em bolsa[11].

Essa Resolução CMN nº 1.656/1989 foi revogada pela Resolução CMN nº 2.690/2000, a qual manteve a previsão do Fundo de Garantia mantendo a mesma disciplina[12]. No mesmo ano, a Resolução CMN nº 2.690/2000 foi alterada pela

---

[11] Voto da Conselheira Relatora Aline de Menezes Santos no processo de MRP nº 75/2014, julgado em 24.06.2015. fl. 87.

[12] "Art. 40. As bolsas de valores devem manter Fundo de Garantia, com finalidade exclusive de assegurar aos clientes de sociedades membros, até o limite do Fundo, ressarcimento de prejuízos decorrentes:
I – da atuação de administradores, empregados ou prepostos de sociedade membro ou permissionária da bolsa de valores que tiver recebido a ordem do investidor, em relação à intermediação de negociações realizadas em bolsa e aos serviços de custodia, especialmente nas seguintes hipóteses:
a) inexecução ou infiel execução de ordens;
b) uso inadequado de numerário, de títulos ou valores mobiliários, inclusive em relação a operações de financiamento ou de empréstimos de ações para a compra ou venda em bolsa (conta margem);
c) entrega ao comitente de títulos ou valores mobiliários ilegítimos ou de circulação proibida;
d) inautenticidade de endosso em título ou em valor mobiliário ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à transferência dos mesmo;
e) encerramento das atividades.
II – da atuação de administradores, empregados e prepostos da sociedade membro que represente a contraparte da operação.".

Resolução CMN nº 2.774/2000, alterando o artigo 40, conforme redação trazida abaixo:

> Art. 40. As bolsas de valores devem manter Fundo de Garantia com finalidade exclusiva de assegurar aos investidores do mercado de valores mobiliários, até o limite do Fundo, ressarcimento de prejuízos decorrentes da atuação de administradores, empregados ou prepostos de sociedade membro ou permissionária, em relação à intermediação de negociações realizadas em bolsa e aos serviços de custodia, especialmente nas seguintes hipóteses:
> I inexecução ou infiel execução de ordens;
> II uso inadequado de numerários, de títulos ou de valores mobiliários, inclusive em relação a operações de financiamento ou de empréstimos de ações para a compra ou venda em bolsa (conta margem);
> III entrega ao investidor de títulos ou valores mobiliários ilegítimos ou de circulação proibida;
> IV inautenticidade de endosso em títulos ou em valores mobiliários ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à transferência dos mesmos;
> **V decretação de liquidação extrajudicial pelo Banco Central do Brasil;**
> **VI encerramento de atividades**.

Nessa alteração acrescentou-se a decretação de liquidação extrajudicial pelo BACEN como hipótese de ressarcimento.

A partir da Lei nº 10.303/2001[13], a CVM passou a disciplinar as bolsas de valores, com isso, foi editada a Instrução CVM nº 461/2007, a qual prevê a existência de um mecanismo de ressarcimento de prejuízos.

O artigo 77 da Instrução CVM nº 461/2007 inicia a Seção VIII do Capítulo VI, Mercado de Bolsa, capítulo que "contém as normas aplicáveis à organização e ao funcionamento dos mercados e operações de bolsas de valores mobiliários, futuros e mercadorias"[14].

---

[13] "Art. 1º Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades:
I – a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;
II – a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
III – a negociação e intermediação no mercado de derivativos;
IV – a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores;
V – a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros;
VI – a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;
VII – a auditoria das companhias abertas;
VIII – os serviços de consultor e analista de valores mobiliários."

[14] Edital de audiência pública nº 06/2007, fl. 08. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2007/sdm0607-edital.pdf> Acesso em 16.06.2016.

A partir da edição da Instrução CVM nº 461/2007, a CVM "passou a exigir que as bolsas mantenham um mecanismo de ressarcimento de prejuízos causados aos investidores pela atuação das pessoas autorizadas a operar em seus mercados"[15].

Para analisarmos as hipóteses de ressarcimento pelo MRP, precisamos analisar inicialmente o *caput* do artigo 77:

> "Art. 77 A entidade administradora de mercado de bolsa deve manter um mecanismo de ressarcimento de prejuízos, com a

---

"Finalmente, a minuta também exige que as bolsas mantenham um mecanismo de ressarcimento de prejuízos, com a finalidade exclusiva de assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da atuação de administradores, empregados ou prepostos de pessoa autorizada a operar, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa e aos serviços de custodia (art. 77).

As hipóteses em que o mecanismo de ressarcimento pode ser acionado estão previstas no art. 77 e a sua utilização é privativa para operações evolvendo valores mobiliários. Segundo a minuta, qualquer investidor pode fazer uso do mecanismo de ressarcimento, independentemente de seu grau de qualificação. O mecanismo de ressarcimento pode ser mantido pela própria Entidade Administradora, ou por entidade constituída exclusivamente ou contratada para este fim.

Atualmente, o art. 40 da Resolução 2.690 já obriga as bolsas a constituírem um mecanismo de ressarcimento de prejuízos, mas sob a forma específica de um fundo em dinheiro (o "Fundo de Garantia"), cujo patrimônio é formado preponderantemente por contribuições dos sócios da bolsa (art. 50 da Resolução 2.690/00). A disciplina proposta pela minuta para o mecanismo de ressarcimento a ser constituído pelas bolsas aparta-se da do Fundo de Garantia em diversos pontos.

Em primeiro lugar, não se exige que o veículo do mecanismo de ressarcimento seja um fundo em dinheiro, admitindo-se, por exemplo, a contratação de seguro. Em qualquer caso, a bolsa deve baixar regulamento específico disciplinando o funcionamento do mecanismo de ressarcimento de prejuízos, sendo que a minuta relaciona os pontos mínimos dessa disciplina.

O prazo para o investidor pleitear o ressarcimento de seu prejuízo passa a ser de 18 meses contados da data de ocorrência da ação ou omissão que tenha dado origem ao pedido (art. 80). Atualmente, pelo art. 41, § 1º, da Resolução 2.690/00, esse prazo é de seis meses, também contados da ocorrência da ação ou omissão que tenha dado causa ao prejuízo. Entretanto, o § 2º do art. 41 da Resolução prevê que, quando o comitente não tiver tido, comprovadamente, possibilidade de acesso a elementos que lhe permitam tomar ciência do prejuízo havido, esse prazo será contado da data do conhecimento do fato. Este dispositivo não está reproduzido na minuta, de forma que o prazo de 18 meses, nela estipulado correrá, independentemente da ciência do interessado, a partir da ocorrência do evento que motive o pedido de ressarcimento.

O valor máximo proporcionado pelos recursos do mecanismo de ressarcimento será de R$ 60.000,00 (sessenta mil reais) por investidor reclamante, em cada ocorrência de evento passível de gerar reclamação, sem prejuízo da fixação voluntária, pela bolsa, de quantias superiores (art. 80, parágrafo único). O limite de sessenta mil reais é também o adotado pela Resolução 3.400 do CMN para o Fundo Garantidor de Crédito de que trata a Resolução 3.251/04, também do CMN. Já a Resolução 2.690/00 não prevê qualquer limite máximo de ressarcimento, de forma que as perdas com eventos passíveis de gerar reclamação ao fundo são, atualmente, integralmente indenizadas.

As alterações descritas, destacadamente a fixação de um prazo máximo para o pedido de ressarcimento (18 meses) e a limitação do valor máximo devido (R$ 60 mil), mas também a flexibilização na forma de organização admitida para o mecanismo de indenização de prejuízos, pretenderam torna-lo mais sustentável e apto a atender às necessidades do crescente número de investidores atraídos pelo mercado de capitais. Isso porque a fixação de limites mais claros pode permitir a obtenção dos recursos destinados à sua manutenção de outras formas, além da que até hoje tem sido utilizadas, além de viabilizar o ressarcimento de um número maior de pequenos investidores com o mesmo montante total de recursos.".

[15] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas, Mercado de Capitais – regime jurídico. 3 ed. revista e ampliada. – Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

> finalidade exclusiva de assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão de pessoa autorizada a operar, ou de seus administradores, empregados ou prepostos, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa ou aos serviços de custódia, especialmente nas seguintes hipóteses:".

Da leitura do *caput* do artigo 77, verificamos que, para que haja o ressarcimento do investidor existem alguns requisitos que devem ser preenchidos.

Inicialmente o investidor deve ter incorrido em (i) um prejuízo, decorrente de (ii) ação ou omissão de pessoa autorizada a operar, ou de seus administradores, empregados ou prepostos com relação a (iii) negociações realizadas na bolsa ou aos serviços de custódia, especialmente nas seguintes hipóteses:

> I – inexecução ou infiel execução de ordens;
> II – uso inadequado de numerário e de valores mobiliários ou outros ativos, inclusive em relação a operações de financiamento ou de empréstimo de valores mobiliários;
> III – entrega ao investidor de valores mobiliários ou outros ativos ilegítimos ou de circulação restrita;
> IV – inautenticidade de endosso em valores mobiliários ou outros ativos, ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à sua transferência;
> V – intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial pelo Banco Central do Brasil; e
> VI – encerramento das atividades.

O professor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa [16] entende que as hipóteses de ressarcimento elencadas nos inciso do artigo 77 é taxativa e comenta que:

> (...) os casos taxativos de responsabilidade dos intervenientes nas operações bursáteis, por meio de um sistema de reclamações administrativas objetivando a indenização devida, ficam a cargo do Fundo de Garantia, remanescendo o direito comum para outras hipóteses não previstas no regime especial. Não existe, como parecer ser o pensamento de alguns desavisados, o afastamento de todo e qualquer risco de prejuízo para que adquire títulos através do sistema de pregão em Bolsa, constituindo uma corretora como intermediária na sua aquisição. O que existe, isso sim, é um sistema de grande minimização desse risco, estabelecido para um número de hipóteses perfeitamente delineadas (...). Se se entender que existe lacuna a ser preenchida nesse esquema de responsabilidade e consequente indenização, esse é um problema dos legislador e não do intérprete.

[16] VERÇOSA, Haroldo Malheiro Duclerc; *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. v. 80. out. – dez. São Paulo: Malheiros, 1990. p.52.

Vale destacar que pessoa autorizada a operar é pessoa natural ou jurídica devidamente autorizada, pela entidade administradora, a atuar nos ambientes ou sistemas de negociação ou de registro de operações do mercado organizados[17].

Analisaremos os requisitos indicados no caput do artigo 77 juntamente com o inciso V, objeto de análise do presente trabalho.

3. PROTEÇÃO AOS INVESTIDORES

Dentre os valores da CVM elencados em seu *site*[18] está a "atuação pautada na proteção do investidor, na exigência de ampla divulgação de informação, no monitoramento dos riscos de mercado e na estabilidade financeira, inclusive com o apoio da autorregulação".

Esse valor encontra-se positivado no artigo 4º da Lei nº 6.385/1976:

> O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:
> I – estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;
> II – promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;
> III – assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão;
> IV – proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercados contra:
> a) as emissões irregulares de valores mobiliários;
> b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou administradores de carteira de valores mobiliários;
> c) uso de informação irrelevante não divulgada no mercado de valores mobiliários;
> V – evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinada a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;
> VI – assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
> VIII – assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.

Inclusive, alguns Conselheiros do Conselho de Supervisão reafirmaram

[17] Artigo 11 da Instrução CVM nº 461/2007.
[18] Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/valores.html.> Acesso em 19.06.2016.

tal finalidade em seus votos nos processos de MRP que tiveram como objeto a liquidação extrajudicial de sociedade corretora.

O Conselheiro Henrique Rezende Vergara destaca que

> É exatamente na celeridade da solução proporcionada pelo MRP que repousa a manutenção da credibilidade do sistema bursátil para o pequeno investidor, razão pela qual não faria sentido excluir o ressarcimento pelo MRP nos casos de liquidação extrajudicial – contra a letra expressa da norma – fazendo com que o Reclamante aguarde a conclusão do respectivo processo (fl. 69 do processo de MRP nº 137/2014[19], julgado em 19.05.2015).

No mesmo sentido, o Conselheiro Marcus de Freitas Henriques lembra que "(...) o objetivo do MRP é criar um mecanismo de proteção aos investidores, de modo a incentivá-los a realizar novos investimentos, visando à expansão do mercado de capitais" (fl. 78 do processo de MRP nº 67/2015[20], julgado em 12.06.2015).

4. LIQUIDAÇÃO EXTRAJUDICIAL DE SOCIEDADE CORRETORA

A decretação de liquidação extrajudicial pelo BACEN pode ocorrer por a previsão dos incisos do artigo 15 da Lei nº 6.024/1974. Analisaremos, como exemplo, a decretação da liquidação extrajudicial da Corretora Corval Corretora de Valores Mobiliários S.A. ("Corval"), decretada em 11.09.2014 pelo Ato do Presidente nº 1.278/2014[21]. A decretação ocorreu por força do inciso I e II, § 2, 16 e 52 da Lei nº 6.024/1974[22].

---

[19] Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_13714.pdf> Acesso em 19.06.2016.

[20] Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_6715.pdf>. Acesso em 19.06.2016.

[21] Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=114057273>. Acesso em 19.06.2016.

[22] Lei nº 6.024/1974: "Art. 15. Decretar-se-á a liquidação extrajudicial da instituição financeira:

I – ex officio:

a) em razão de ocorrências que comprometam sua situação econômica ou financeira especialmente quando deixar de satisfazer, com pontualidade, seus compromissos ou quando se caracterizar qualquer dos motivos que autorizem a declaração de falência;

b) quando a administração violar gravemente as normas legais e estatutárias que disciplinam a atividade da instituição bem como as determinações do Conselho Monetário Nacional ou do Banco Central do Brasil, no uso de suas atribuições legais;

(...)

§ 2. O ato do Banco Central do Brasil, que decretar a liquidação extrajudicial, indicará a data em que se tenha caracterizado o estado que a determinou, fixando o termo legal da liquidação que não

Dentre as razões pelas quais o BACEN decretada a liquidação extrajudicial de uma corretora, podemos sintetizar em dois motivos principais: (a) quando se caracterizar estado de insolvência sem garantias de pagamento do passivo, inclusive ao se constatar qualquer uma das razões que justifiquem a decretação da falência ou (b) quando houver grave violação às normas legais emanadas dos órgãos públicos, no caso das sociedades corretoras, do BACEN, CVM e Bolsa de Valores[23].

A decretação da liquidação extrajudicial da corretora Corval justificou-se pelo fato de haver grave violação às normas legais e estatutárias que disciplinam a atividade da instituição.

A partir da decretação extrajudicial produzir-se-ão os seguintes efeitos previstos no artigo 18 da Lei nº 6.024/1974:

> (a) suspensão das ações e execuções iniciadas sobre direitos e interesses relativos ao acervo da entidade liquidanda, não podendo ser intentadas quaisquer outras, enquanto durar a liquidação;
> (b) vencimento antecipado das obrigações da liquidanda;
> (c) não atendimento das cláusulas penais dos contratos unilaterais vencidos em virtude da decretação da liquidação extrajudicial;
> (d) não fluência de juros, mesmo que estipulados, contra a massa, enquanto não integralmente pago o passivo;
> (e) interrupção da prescrição relativa a obrigações de responsabilidade da instituição;
> (f) não reclamação de correção monetária de quaisquer dívidas passivas, nem de penas pecuniárias por infração de leis penais ou administrativas.

Ao aplicarmos os efeitos para o processo administrativo do MRP verificaremos que, por força das alíneas “a” e “b”, o valor, saldo da conta-corrente dos clientes da Corval, que estava na abertura do dia 11.09.2014, data da decretação da liquidação extrajudicial pelo BACEN, já pertence à massa liquidanda. Assim, a

---

poderá ser superior a 60 (sessenta) dias contados do primeiro protesto por falta de pagamento ou, na falta deste do ato que haja decretado a intervenção ou a liquidação.
(...)
Art. 16. A liquidação extrajudicial será executada por liquidante nomeado pelo Banco Central do Brasil, com amplos poderes de administração e liquidação, especialmente os de verificação e classificação dos créditos, podendo nomear e demitir funcionários, fixando-lhes os vencimentos, outorgar a cassar mandatos, propor ações e representar a massa em Juízo ou fora dele.
(...)
Art. 52. Aplicam-se as disposições da presente Lei as sociedades ou empresas que integram o sistema de distribuição de títulos ou valores monetários no mercado de capitais, assim como sociedades ou empresas corretoras de câmbio.”

[23]VILELA FILHO, Gustavo Alberto. *As Sociedades Corretoras e o Mercado de Valores Mobiliários.* Rio de Janeiro. Lumen Juris, 2003, p. 181.

partir dessa data, os clientes da Corval não tinham mais acesso a esse valor.

Este saldo retido pela massa liquidanda, indisponível para os clientes da Corval equipara-se ao que ocorre com os correntistas de instituições financeiras em processo de liquidação extrajudicial, conforme já prevê o artigo 52 da Lei nº 6.024/1974.

A seguir, analisaremos os requisitos constantes no *caput* do artigo 77 nos casos de hipótese de ressarcimento descrito no inciso V.

5. REQUISITOS DE ADMISSIBILIDADE SEGUNDO O CONSELHO DE SUPERVISÃO DA BSM[24]-[25]

Como já mencionado acima, o *caput* do artigo 77 exige que, o investidor deve ter incorrido em (i) um prejuízo, decorrente de (ii) ação ou omissão de pessoa autorizada a operar, ou de seus administradores, empregados ou prepostos com relação a (iii) negociações realizadas na bolsa ou aos serviços de custódia.

Inicialmente analisaremos os requisitos de admissibilidade mencionados no *caput*, nos casos de liquidação extrajudicial de sociedade corretora, visto que há divergências no âmbito da BSM.

A Superintendência Jurídica da BSM entende que a indisponibilidade de recursos é um dano patrimonial, conforme Pareceres Jurídicos publicados no *site*[26] da instituição. A própria decretação da liquidação extrajudicial leva a insatisfação do direito de crédito em relação ao seu saldo decorrente de operações em ambiente de bolsa mantido na corretora de seus próprios recursos.

Entende que a indisponibilidade de recursos do investidor devido à liquidação extrajudicial limita o seu direito de propriedade, mesmo que momentânea,

[24] Vale destacar que todas as decisões aqui analisadas estão disponibilizadas no site da BSM: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/FormConsultaProcessosConcluidos.asp> Acesso em 19.06.2016.

[25] A relação dos membros do Conselho de Supervisão da BSM pode ser consultada no seguinte endereço:< http://www.bsm-autorregulacao.com.br/ConselhoSup.asp>. Acesso em 16.06.2016.

[26] Disponível em <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/FormConsultaProcessosConcluidos.asp>. Acesso em 20.06.2016.

visto que há expectativa de pagamento pela corretora [27]. Portanto, essa indisponibilidade de recursos do dia 10.09.2014 para o dia 11.09.2014 configura prejuízo para fins de ressarcimento pelo MRP. Assim, o requisito "prejuízo" estaria preenchido no *caput* do artigo 77.

O Diretor de Autorregulação também mantém o mesmo entendimento da área técnica entendendo que o investidor "sofreu efetivamente um prejuízo pelo fato de crédito de sua titularidade ter se tornado indisponível em razão da decretação da liquidação extrajudicial da Reclamada [Corval]"[28].

No que se refere ao segundo requisito de admissibilidade, a Superintendência Jurídica da BSM entende que a ação e a omissão de pessoa autorizada a operar, está presente nos casos de liquidação extrajudicial pelo BACEN.

Isto porque existe risco na relação entre o Participante e seus clientes e a decretação da liquidação extrajudicial é risco inerente da atividade do Participante.

Dessa forma, a decretação da liquidação extrajudicial é resultado de ato do BACEN que decorre da própria atividade do Participante. Esse ato do BACEN independe da vontade da corretora, no entanto, consegue atingir e modificar a relação jurídica com seus investidores clientes. E, conforme redação do próprio *caput*, além do Participante, "administradores, empregados ou prepostos", ou seja, conforme o próprio Ato do Presidente nº 1.287 que decretou a liquidação extrajudicial da corretora Corval, houve ação ou omissão de seus administradores, pois houve grave violação às normas legais e estatutárias que disciplinam a atividade da instituição.

O Diretor de Autorregulação acompanha esse entendimento, sustentando que "o ato do Banco Central do Brasil de decretação da liquidação extrajudicial é fato jurídico inerente à atividade da Reclamada e decorrente de risco da relação Participante-investidor – e, por essa razão, passível de gerar prejuízos ressarcíveis

[27] "Nesse sentido, entende-se, nesse parecer que não é necessária a configuração do inadimplemento absoluto para fins de ressarcimento pelo MRP. A expectativa de pagamento pela Reclamada ao final da liquidação extrajudicial não afasta o prejuízo do investidor causado pela impossibilidade de dispor de seus recursos de maneira imediata, uma vez que referida indisponibilidade lhe tolhe o pleno direito de propriedade sobre o crédito de que é titular.

[28] Decisão do Diretor de Autorregulação no processo de MRP nº 14/2015, fl. 64, julgado em 03.05.2015. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_1415.pdf >. Acesso em 15.06.2016

pelo MRP." (fl. 59 do processo de MRP nº 64/2014[29], julgado em 06.01.2015).

Por fim, no que se refere ao último requisito de admissibilidade, a Superintendência Jurídica da BSM apurou que "o valor ressarcível pelo MRP não pode coincidir com o valor de saldo detido pelo investidor no momento da liquidação extrajudicial da corretora. Há a necessidade de comprovação de que o valor pleiteado a título de ressarcimento decorreu de operações em bolsa." (fl. 65 do processo de MRP nº 75/2014[30], julgado em 24.06.2015).

Para apurar esse valor ressarcível, a Superintendência de Auditoria de Negócios da BSM elaborou uma metodologia de cálculo, o qual se verifica a origem dos valores em conta-corrente do investidor por meio da análise das movimentações anteriores a data da liquidação extrajudicial na conta-corrente dos investidores.

De acordo com o Parecer Jurídico (fl. 65 do processo de MRP nº 75/2014, julgado em 24.06.2016), a importância de se definir referida metodologia seria para:

(i) comprovar, em qualquer caso de reclamação contra corretora liquidada extrajudicialmente, de que o valor pleiteado decorreu de operação realizada em mercados de bolsa administrados pela BM&FBOVESPA;

(ii) análise de todos os casos, de maneira a conferir tratamento igualitário a todos os investidores.

Conforme Metodologia descrita em documento disponibilizado pela BSM em seu *site*[31]:

> "1) O Saldo é fruto de lançamentos realizados a débito e a crédito da conta-corrente do cliente desde a abertura da conta. Adota-se a regra de que as primeiras entradas de recursos correspondem às primeiras saídas (Primeiro a Entrar Primeiro a Sair – PEPS). Assim, o Saldo terá como origem, ou será composto, pelas entradas de recursos mais recentes, cuja soma o iguale ou supere. Vale dizer que, sob tal metodologia, considera-se que todas as saídas de recursos ocorridas até a data da liquidação extrajudicial foram

[29] Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_6414.pdf> Acesso em 20.06.2016

[30] Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_7514.pdf> Acesso em 20.06.2016

[31] Disponível em <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/Metodologia-utilizada-pela-BSM.pdf>. Acesso em 18.06.2016.

> satisfeitas pelas entradas de recursos anteriores aos créditos considerados como origem, ou componentes, do Saldo. Merece registro, ainda, que, com a adoção deste critério, inexiste qualquer restrição quanto ao prazo de retroação considerado para a identificação da origem dos recursos que compõem o Saldo.
> (...)
> 2) Em seguida, os créditos assim identificados são classificados como Recurso de Bolsa('RB') ou Recurso Não de Bolsa ('RNB'). O valor decorrente de eventos e operações tais como a venda de ações, o recebimento de dividendos, a devolução de margem e o ajuste positivo de contrato futuro é considerado como RB. O valor atinente aos demais créditos, tais como as transferências bancárias e os resgates de fundos de investimento, é considerado como RNB, tendo em vista a restrição antes mencionada.
> (...)
> 3) Caso a soma dos créditos considerados na forma do item 1 seja superior ao Saldo, é necessário desprezar a parcela excedente. (...) Esta parcela excedente, pelo critério de PEPS, se origina de crédito efetuado na data mais antiga (...). De modo a se ter a apuração mais favorável ao cliente, primeiramente é desprezada a parcela relativa a crédito do tipo RNB, até o valor do excesso. O crédito do tipo RB somente será reduzido, após ser desprezada a totalidade do crédito do tipo RNB, ainda reste excesso. (...)
> 4) Os créditos classificados como RB são então somados e correspondem ao valor máximo passível de ressarcimento pelo MRP, sem prejuízo do limite de ressarcimento de R$ 120 mil proporcionado pelo MRP, em vigor desde 01/07/2015.
> 5) Como último passo, é verificado se, a partir da data da liquidação extrajudicial, parte do Saldo foi eventualmente utilizada pelo liquidante para a satisfação de operações do cliente (a efetivação de uma compra de ações, por exemplo, ou o encerramento de posições). Caso seja negativo o valor liquido dos lançamentos a débito e a crédito da conta-corrente, realizados a partir da data da liquidação extrajudicial, isso corresponde a uma antecipação, pelo liquidante, do crédito do cliente (para este fim, é indiferente se a origem do crédito ou a finalidade do débito se refere a operação do tipo RB ou RNB). O valor correspondente a essa antecipação deve, portanto, ser deduzida do Saldo, de modo a se evitar enriquecimento ilícito. Também neste caso, em favor do cliente, será reduzida, primeiramente, a parcela de recursos do tipo RNB (...)"

O Colegiado CVM, em 06.08.2013, por unanimidade de votos, acompanharam o entendimento da Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários ("SMI") no sentido de que a metodologia, apresentada pela BSM, é adequada para identificação da composição do saldo do cliente na data da liquidação extrajudicial[32].

[32]Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2013/20130806_R1/20130806_D03.html> Acesso em 18.06.2016.
Julgamento do processo administrativo nº RJ 2013/0806.

Analisado a Metodologia desenvolvida pela Superintendência de Auditoria e Negócios, o Parecer Jurídico destacou que a decretação da liquidação extrajudicial da corretora Corval, implicou na resolução do "Contrato de Acesso aos Sistemas de Negociação dos Mercados Administrados pela Bolsa de Valores de São Paulo – BVSP"[33] celebrado entre a BM&FBOVESPA e a corretora Corval, deixando a corretora de ser pessoa autorizada a operar nos mercados administrados pela BM&FBOVESPA.

Dessa forma, "após a liquidação extrajudicial, os atos realizados pelo Liquidante não são considerados atos de pessoa autorizada a operar nos mercados administrados pela BM&FBOVESPA, e, portanto, não são cobertos pelo MRP". (fls. 66-67 do processo de MRP nº 75/2014, julgado em 24.06.2015).

Vale ressaltar que, na época em que os processos de MRP em face da corretora Corval foram apreciados, estava em vigor o Regulamento do MRP[34] que, dependendo do valor reclamado, a Reclamação poderia ser apreciada pelo Diretor de Autorregulação ou por Turma composta por três conselheiros do Conselho de Supervisão da BSM.

Valores reclamados até R$ 20.000,00 (vinte mil reais) eram instruídos pelo rito sumário e julgados pelo Diretor de Autorregulação, enquanto que as Reclamações com valores reclamados superiores ou iguais a R$ 20.000,00 (vinte mil reais) eram instruídos pelo rito ordinário e julgados por Turma composta por Conselheiros do Conselho de Supervisão da BSM[35].

Vale ressaltar que nessa mesma reunião, o Colegiado da CVM, por maioria de votos (Diretor Otávio Yazbek e Diretora Luciana Dias) não aprovou a alteração do Regulamento do MRP, pois, de acordo com a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI, as referidas alterações seriam inoportunas em face da situação fática decorrente da liquidação extrajudicial da Diferencial CTVM Ltda. por entender que tal alteração, para além daquilo que diz respeito a aspectos processuais, também teria caráter substantivo, seria retroativa e poderia afetar, indevida e negativamente, direitos de investidores que já aguardam satisfação.

[33] "7.1. – O CONTRATO será resolvido, independentemente de notificação prévia, nas seguintes hipóteses:
7.1.1.1 – caso qualquer uma das PARTES: (i) tenha decretada sua liquidação judicial ou extrajudicial;
(...)".

[34] Regulamento do MRP que entrou em vigor em 23 de maio de 2012 e vigorou até a vigência do atual Regulamento do MRP, 11.09.2015: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/BSMRegulamentoMRP-23052012.pdf>

[35] Regulamento do MRP de 23.05.2012: "Artigo 9º – O Processo de MRP será instruído segundo um dos seguintes ritos processuais:

Conforme já demonstrado acima, o Diretor de Autorregulação acompanha o entendimento da área técnica, mas nos julgamentos da Turma do Conselho de Supervisão da BSM encontramos alguns entendimentos no que se refere ao preenchimento ou não dos requisitos de admissibilidade presente no *caput* do artigo 77 da Instrução CVM nº 461/2007, entendimentos que traremos nos itens seguintes.

Para a análise do entendimento da BSM, no que se refere ao ressarcimento ou não nos casos de decretação de liquidação extrajudicial pelo BACEN é importante que analisemos as decisões dos conselheiros que compõe o Conselho de Supervisão da BSM.

Conforme palavras do nobre Luiz Felipe Amaral Calabró[36]:

> (...) os julgamentos dos processos administrativos do MRP constituem uma importante forma de sinalização ao intermediário envolvido e, indiretamente, aos demais intermediários que acompanham as decisões tomadas nesse âmbito, sobre os padrões de conduta ou os controle de que devem ser adotados para evitar a reiteração de problemas que possam causar prejuízo aos investidores. Isso porque é no julgamento dos casos concretos que se confere maior concretude às cláusulas gerais que permeiam as normas de conduta destinadas aos intermediários e aos próprios investidores, estabelecendo-se os limites dos deveres de diligência de cada parte que apontará eventual culpa do intermediário ou do próprio investidor em relação aos prejuízos incorridos.
> Por essas razões, parece-nos conveniente que as reclamações ao MRP sejam processadas e julgadas pela estrutura da autorregulação, ou que, no mínimo, seja dada ampla divulgação à estrutura de autorregulação sobre o teor das reclamações e respectivos julgamentos, na medida em que essas informações são relevantes para as atividades de fiscalização dos intermediários, podendo, inclusive, conter evidências de infração que possam merecer medidas administrativas que transcendam o mero ressarcimento ao investidor dos prejuízos incorridos.

Nos julgamentos dos processos de MRP com hipótese de liquidação extrajudicial pelas Turmas do Conselho de Supervisão da BSM, há alguns entendimentos no que se refere ao conceito de prejuízo, existência ação ou omissão

---

I – Rito Ordinário: aplicável a Processos de MRP em que o valor total de ressarcimento pleiteado seja superior a R$ 20.000,00;
II – Rito Sumário: aplicável a Processos de MRP em que o valor total de ressarcimento pleiteado seja de, até, R$ 20.000,00, inclusive;(...)".

[36] CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. Regulação e autorregulação do Mercado de Bolsa: Teoria Palco-plateia. São Paulo: Almedina, 2011. p. 163.

do Participante, seus administradores, funcionários ou prepostos e originários de operações em bolsa, para a adequação à exigência do caput do artigo 77.

Atualmente, as Conselheiras Aline de Menezes Santos, Maria Cecilia Rossi e os Conselheiros Henrique de Rezende Vergara, José David Martins Júnior, Luis Gustavo da Matta Machado, Luiz de Figueiredo Forbes, Marcus de Freitas Henriques e Wladimir Castelo Branco Castro votam de acordo com a Superintendência Jurídica da BSM e os Conselheiros Carlos Eduardo da Silva Monteiro, Claudio Ness Mauch e Pedro Luiz Guerra votam contrários ao entendimento da Superintendência Jurídica da BSM.

No entanto, inicialmente, nos casos de liquidação extrajudicial da corretora Diferencial CTVM S.A. [37] a Conselheira Maria Cecilia Rossi e os Conselheiros Luis Gustavo da Matta Machado, Luiz de Figueiredo Forbes e Wladimir Castelo Branco Castro entendiam que não estavam presentes os requisitos mínimos de admissibilidade e votavam pela improcedência dos pedidos, no entanto, após decisão da CVM[38] reformando referido entendimento, passaram a acompanhar o Parecer da área técnica da BSM.

No tópico abaixo, analisaremos os entendimentos de cada um dos Conselheiros membros do Conselho de Supervisão da BSM com base nos julgados dos processos publicados no *site* da própria instituição, julgados que apreciam o ressarcimento ou não de clientes das sociedades corretoras que tiveram sua liquidação extrajudicial decretada pelo BACEN.

5.1. Existência ou não de prejuízo

A Conselheira Aline de Menezes Santos, Relatora no processo de MRP nº 75/2014 julgado em 24.06.2015 entende que o investidor, cliente de corretora que teve sua liquidação decretada pelo BACEN, teve um prejuízo, ou seja,

> "dano ou prejuízo corresponde àquilo que efetivamente se perdeu, ainda que a perda de possa ser reparada no futuro. (...). Enquanto a

[37] A corretora Diferencial CTVM S.A. teve sua falência decretada em 15.10.2014. Juíza Eliziana da Silveira Perez. Processo nº 001/1.14.0247889-6 na Vara de Direito Empresaria, Recuperação de Empresas e Falências Comarca de Porto Alegre. Publicada no Edital nº 5.438, disponibilização: terça-feira, 04/11/2014.

[38] Adiante analisaremos a decisão da CVM no que se refere à liquidação extrajudicial.

> reparação não ocorrer, o dano ou prejuízo existe, concreta e atualmente, não se tratando de mera indisponibilidade financeira, até pela contradição lógica: se o dano ou prejuízo concretamente reparável no futuro não fosse prejuízo indenizável para fins legais, a sua reparação não poderia ser sequer pedida" (fl. 96 do processo de MRP nº 75/2014, julgado em 24.06.2015).

Além disso, dever-se-ia observar a finalidade do MRP que seria justamente, de acordo com a Conselheira Aline de Menezes Santos

> a de imprimir maior celeridade aos processos de ressarcimento ao investidor prejudicado, originados de falhas atribuíveis às corretoras mediadoras da operação. Não é compatível com tal sistema atribuir ao lesado, no contexto de uma liquidação extrajudicial, o ônus de esperar a publicação do quadro geral de credores, em sua versão final, sob pena de sacrificar o investidor duplamente além de desnaturar a função do MRP (...) (fl. 94 do processo de MRP nº 75/2014, julgado em 24.06.2015).

O Conselheiro Henrique de Rezende Vergara entende que

> (...) há um prejuízo caracterizado pelo fato de os recursos do Reclamante serem arrecadados no processo de liquidação extrajudicial, submetendo-se ao concurso de credores em um processo que, em termos realistas, levará um grande lapso de tempo até atingir sua etapa conclusiva . Some-se a isso a incerteza quanto ao pagamento do crédito – inclusive no que se refere à correção monetária e aos juros -, que dependerá da suficiência dos bens e direitos da Reclamada para fazer frente ao seu passivo. (fls. 105 do processo de MRP nº 67/2014[39], julgado em 23.04.2015).

Sustenta ainda que "o propósito da norma, ao incluir a decretação de regime de liquidação extrajudicial nas hipóteses de ressarcimento pelo MRP, foi o de evitar que o pequeno investidor tenha que se submeter às amarguras do correspondente processo.". O MRP permitiria solução célere de sua situação, independentemente do resultado final do processo de liquidação da instituição financeira (fl. 106 do processo de MRP nº 67/2014, julgado em 23.04.2015) e, após o ressarcimento dos investidores clientes da corretora, o MRP sub-rogar-se-ia, assumindo a posição de investidor no processo de liquidação extrajudicial, liberando-o do ônus decorrente da tramitação de tal processo.

O Conselheiro José David Martins Júnior acompanha o entendimento da área técnica da BSM a partir da interpretação lógico-sistemática e da teleológica no

[39] Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_6714.pdf>. Acesso em 20.06.2016

que se refere o enquadramento das reclamações apresentadas com fundamento na liquidação extrajudicial aos requisitos constantes no artigo 77 (fl. 89 do processo de MRP nº 64/2015[40], julgado em 19.06.2015).

O Conselheiro Luiz de Figueiredo Forbes, que inicialmente entendia que prejuízo não aconteceram, nem nunca acontecem, somente em razão da decretação da liquidação extrajudicial, a não ser as perdas, sempre de difícil estimativa e mensuração, que possam ser indicadas depois de encerrados o regime especial como resultantes de perdas de oportunidades negociais (fl. 169 do processo de MRP nº 33/2013[41], julgado em 12.12.2013). Prejuízo seria sempre uma perda real, com imediata impossibilidade de aferição contábil, de medição aritmética. Entendia que o inciso V do artigo 77 seria um

> verdadeiro esbulho, (...) uma vez que um inciso que não desdobre os conceitos centrais do respectivo caput, que não flua logicamente da expressão, ou que se afaste inteiramente dos propósitos, do sentido e do alcance da cabeça de seu particular artigo, não é um bom inciso (fl. 112 do processo de MRP nº 33/2013, julgado em 12.12.2013).

Entretanto, em seus recentes julgados, o Conselheiro Luiz de Figueiredo Forbes alterou o seu voto "para [dar] maior celeridade processual e para não desfavorecer o investidor, atrasando desnecessariamente o seu ressarcimento – que lhe seria conferido, de toda forma, em grau recursal, quando indiscutível o enquadramento do pedido, ainda que não por completo, naquela hipótese do inciso V, do artigo 77 da ICVM 461.". (fl. 72 do processo de MRP nº 87/2015[42], julgado em 04.08.2015) e, em segundo lugar, para atender ao preceito: *stare decisis et non quieta movere*[43].

Em julgados anteriores, o Conselheiro Luis Gustavo da Matta Machado, entendia que "do ponto de vista econômico, o prejuízo decorrente da indisponibilidade de recursos, ou seja, do fato de o valor aplicado ser retido por tempo além do esperado, corresponde a custo de oportunidade de utilização desses

---

[40] Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_6415.pdf>. Acesso em 20.06.2016

[41] Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_3313.pdf>. Acesso em 20.06.2016

[42] Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_8715.pdf> Acesso em 20.06.2016

[43] Ficar como foi decidido e não mover o que está em repouso.

recursos em aplicação alternativa mais rentável.”. Quanto ao valor reclamado, “somente ao final do processo de liquidação extrajudicial se poderá afirmar a ocorrência de prejuízo. Assim, como inexiste prejuízo apurado quanto ao valor aplicado, nada há ainda a ressarcir[44]” (fl. 158 do processo de MRP nº 46/2012, julgado em 13.12.2013). Mas, a partir das decisões do Colegiado da CVM, o Conselheiro entendeu por evitar desnecessária prolação do acesso dos reclamantes aos seus recursos e acompanhar o entendimento da CVM (fl. 82 do processo de MRP nº 140/2015[45], julgado em 08.09.2015).

O Conselheiro Marcus de Freitas Henriques acompanha o entendimento exposto no Parecer Jurídico da Superintendência Jurídica da BSM de que

> “está caracterizado o dano patrimonial, uma vez que, com a decretação da liquidação extrajudicial, o Reclamante ficou impossibilitado de ter acesso aos valores mantidos em sua conta corrente perante a Reclamada. Ou seja, o Reclamante teve lesado o direito de dispor de seu patrimônio.” (fl. 80 do processo de MRP nº 67/2015, julgado em 12.06.2015).

Para aqueles que consideram que o prejuízo do cliente da corretora seria temporário, o prejuízo já existe, sendo ele permanente ou não.

No que se refere à finalidade do MRP, o Conselheiro Marcus de Freitas Henriques também entende que “o objetivo do MRP é criar um mecanismo de proteção aos investidores, de modo a incentivá-los a realizar novos investimentos, visando à expansão do mercado de capitais” (fl. 78 do processo de MRP nº 67/2015, julgado em 12.06.2015). Além disso,

> não reconhecer a decretação de liquidação extrajudicial como hipótese de ressarcimento pelo MRP (i) afrontaria a finalidade para qual este mecanismo foi criado, pois obrigaria o investidor a esperar o fim da liquidação para eventualmente ter acesso aos recursos por ele investidos, o que geraria insegurança e desincentivaria a realização de novos investimentos; e (ii) acarretaria a total inaplicabilidade do inciso V do artigo 77 da Instrução CVM nº 461/2007, o qual prevê, **expressamente**, a possibilidade de ressarcimento pelo MRP em razão da decretação de liquidação extrajudicial (fl. 78 do processo de MRP nº 67/2015,

[44] A apuração do custo de oportunidade, igualmente, somente pode ocorrer ao final do processo de liquidação extrajudicial e entendo que deve ser feita com a utilização do índice especificado no regulamento do MRP para a atualização dos valores passíveis de ressarcimento, aplicado sobre o valor de principal até a data em que restituído, total ou parcialmente, ao Reclamante.

[45] Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_14015.pdf> Acesso em 20.06.2016

julgado em 12.06.2015) (grifo no original).

Em votos anteriores, nos casos da decretação da liquidação extrajudicial da Diferencial CTVM S.A. e da própria Corval, a Conselheira Maria Cecilia Rossi entendia que

> inexiste prejuízo ou sequer alteração do patrimônio do cliente no momento da decretação da liquidação. A decretação da liquidação extrajudicial produz a indisponibilidade, ao menos temporária, dos recursos de clientes. Entretanto, a indisponibilidade, em si, não equivale a prejuízo, que estaria relacionado, no máximo, à perda de oportunidade diária, de difícil mensuração. (fl. 86 do processo de MRP nº 71/2013[46], julgado em 12.03.2014).

No entanto, após reforma das decisões do Conselho de Supervisão da BSM pelo Colegiado da CVM, acionada em instância recursal por Reclamantes informados e por estrita economia processual, a Conselheira Maria Cecilia Rossi acompanha o entendimento da Superintendência Jurídica da BSM, evitando que seu voto penalize os reclamantes com custos desnecessários e demora na finalização do processo (fl. 75 do processo de MRP nº 146/2015[47], julgado em 14.08.2015).

Mais adiante trataremos das decisões do Colegiado da CVM em grau recursal dos processo de MRP com hipótese na decretação de liquidação extrajudicial pelo BACEN.

Entendimento semelhante tinha o Conselheiro Wladimir Castelo Branco Castro, visto que inicialmente também entendia que a indisponibilidade de recursos não se caracterizava como prejuízo, visto que

> "o eventual prejuízo somente poderá ser caracterizado ao final do processo de liquidação, de acordo com os recursos da massa liquidanda a serem destinados aos credores habilitados, obedecendo a ordem de preferencia prevista em lei. Assim, até o final do processo não há que se falar em prejuízo, e sim, em indisponibilidade de recursos." (fl. 98 do processo de MRP nº 44/2013[48], julgado em 12.12.2013).

No entanto, atualmente, após decisões do Colegiado da CVM no que se

---

[46] Disponível em <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_7113.pdf>. Acesso em 20.06.2016

[47] Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_14615.pdf>. Acesso em: 20.06.2016

[48] Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_4413.pdf>. Acesso em 20.06.2016

refere a hipótese de liquidação extrajudicial, o Conselheiro Wladimir Castelo Branco Castro, por economia processual, adota o entendimento da Superintendência Jurídica para evitar que voto contrário ao entendimento da CVM possa acarretar custos desnecessários e demora na finalização do processo, tendo em vista que a CVM, órgão recursal de processos de MRP de reclamantes cujos pedidos não foram acolhidos pelo Conselho de Supervisão da BSM, já manifestou sua opinião quanto à procedência de pleitos semelhantes ao que ora se aprecia, estando o entendimento sobre a matéria pacificada naquele Órgão[49].

Dentre os 11 (onze) Conselheiros que compõe o Conselho de Supervisão da BSM com direito a voto, 3 (três) deles não acompanham o entendimento da área técnica da BSM e consequentemente da CVM, Carlos Eduardo da Silva Monteiro, Claudio Ness Mauch e Pedro Luiz Guerra.

Para o Conselheiro Carlos Eduardo da Silva Monteiro, "há que se ter em conta que prejuízo - **necessariamente** – é redução patrimonial. E **isto não é um conceito apenas contábil, mas também jurídico**." (grifos no original) (fl. 78 do processo de MRP nº 104/2015[50], julgado em 29.06.2015). Além disso, o Conselheiro sustenta que o inciso V, que prevê o ressarcimento nos casos de liquidação extrajudicial de sociedade corretora, seria incompatível com o *caput* do artigo 77[51].

Também para o Conselheiro Claudio Ness Mauch "o valor do prejuízo somente será apurado pelo liquidante, a 'moeda da massa' e em sua proporção, pagos os credores habilitados. Até lá temos uma indisponibilidade, mas ainda não um prejuízo definitivo. Assim, entendo que não está presente este requisito" (fl. 110 do processo de MRP nº 166/2015[52], julgado 29.01.2016).

Por fim, o Conselheiro Pedro Luiz Guerra entende que, "o MRP, como está definido na Instrução CVM nº 461, foi criado somente para ressarcimento em relação à intermediação de negociações realizadas em bolsa ou aos serviços de custódia, portanto não atinge serviços de conta-corrente." (fl. 72 do processo de MRP

[49] Fl. 78 do processo de MRP nº 72/2015, julgado em 03.07.2015.
[50] Disponível em <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_10415.pdf>. Acesso em 20.06.2016
[51] Fls. 80 do processo de MRP nº 104/2015.
[52] Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_16615.pdf>. Acesso em 20.06.2016

nº 11/2015[53], julgado em 11.05.2015).

5.2. Ação ou omissão de pessoa autorizada a operar

De acordo com a Conselheira Aline de Menezes Santos, o segundo requisito de admissibilidade constante no *caput* do artigo 77 estaria preenchido visto que, o Ato do Presidente que decretou a liquidação extrajudicial da corretora Corval levou em consideração a existência de graves violações às normas legais e estatutárias que disciplinam a atividade da instituição, ou seja, em razão da atuação de seus administradores, empregados e prepostos, é que a Corval teve sua liquidação extrajudicial decretada, ou seja, é prescindível um posicionamento do BACEN em todo e qualquer caso de liquidação extrajudicial de pessoa autorizada a operar no sentido de indicar sua ação ou omissão que ensejou a decretação da liquidação extrajudicial[54] (fl. 63 do processo de MRP nº 75/2014, julgado em 24.06.2015).

Portanto, a ação ou omissão que permitiram a decretação da liquidação extrajudicial foi expressamente admitida no ato que determinou a liquidação[55].

O Conselheiro José David Martins Junior destaca apenas que a ação ou omissão da corretora redunda na decretação de sua liquidação extrajudicial (fl. 88 do processo de MRP nº 64/2015, julgado em 19.06.2015).

Para o Conselheiro Luis Gustavo da Matta Machado, "o Presidente do Banco Central do Brasil apontou, como motivações para a decretação do regime especial, a existência de graves violações às normas legais e estatutárias que disciplinam a atividade da instituição e o comprometimento patrimonial e financeiro da Corval. Desse modo, neste caso, estaria caracterizada, a meu ver, a ação ou omissão do Participante." (fl. 81 do processo de MRP nº 140/2015, julgado em 08.09.2015). O Conselheiro ainda lembra que deve haver motivação expressa no Ato do Presidente que decretar a liquidação extrajudicial do Participante.

---

[53] Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_1115.pdf>. Acesso em 20.06.2016.

[54] "Vale ressaltar que entendemos prescindível um posicionamento do Banco Central em todo e qualquer caso de liquidação extrajudicial de 'pessoa autorizada a operar' no sentido de demonstrar sua 'ação ou omissão' causadora da decretação do regime especial. Isto porque, a própria decretação de uma liquidação extrajudicial *ex officio*, ou seja, por iniciativa do Banco Central (nos termos do inciso V do art. 77 da ICVM 461) já pressupõe a ocorrência de referida ação ou omissão por parte do Participante.".

[55] Fl. 99 do processo de MRP nº 75/2014, julgado em 24.06.2015.

O Conselheiro discorda nesse ponto com o Parecer Jurídico da BSM, visto que

> "as ocorrências que comprometam a situação econômica e financeira de pessoa autorizada a operar, e que, portanto, dão causa à decretação da liquidação extrajudicial, podem ser alheias a qualquer ação ou omissão do participante, de seus administradores, empregados ou prepostos. Exemplo disso é a hipótese de ocorrência de grave crise de confiança no sistema financeiro de um país, o que pode ter origem em diversos fatores alheios a uma instituição especifica.". (fl. 81 do processo de MRP nº 140/2015, julgado em 08.09.2015).

O Conselheiro Marcus de Freitas Henriques concorda com o quanto sustentado no Parecer Jurídico da BSM, no sentido de que a natureza da decretação da liquidação extrajudicial de uma corretora seria de fato próprio da atividade de participante de mercado. Além disso, lembra que o prejuízo decorreu de fato jurídico atribuível à corretora, uma vez que foram atos ou omissões imputáveis a seus administradores, empregados ou prepostos que deram causa à decretação da liquidação extrajudicial pelo BACEN[56].

Em julgados anteriores, conforme até informado pela própria Conselheira Maria Cecilia Rossi, acreditava que a decretação da liquidação extrajudicial decorreria de ato do BACEN e não automaticamente de uma ação ou omissão da corretora (fl. 74 do processo de MRP nº 146/2015, julgado em 14.08.2015).

Bem como o Conselheiro Wladimir Castelo Branco Castro também entendia que a decretação de liquidação extrajudicial pelo BACEN era alheia a ação ou omissão de pessoa autorizada a operar, ou de seus administradores, empregados ou prepostos (fl. 99 do processo de MRP nº 44/2013, julgado em 12.12.2013). Em seus recentes julgados, o Conselheiro Wladimir Castelo Branco Castro apenas acompanha o entendimento da CVM por economia processual.

De acordo com o entendimento do Conselheiro Carlos Eduardo da Silva Monteiro, conforme prevê o artigo 15 da Lei nº 6.024/1974[57] podem ocorrer

---

[56] Fl. 81 do processo de MRP nº 67/2015, julgado em 12.06.2015.
[57] "Art. 15. Decreta-se á liquidação extrajudicial da instituição financeira:
I – ex officio:

> "diversas situações em que a liquidação extrajudicial poderá ocorrer mesmo que a empresa tenha cumprido rigorosamente a lei e que seus administradores tenham tomado sempre as melhores decisões em favor de todos os seus *stakeholders*. O exemplo mais fácil é a ocorrência de problema sistêmico, tal como a quebra de uma grande instituição que leva à uma perda repentina de confiança no mercado, que pode gerar insolvência de instituições menores" (fl. 80 do processo de MRP nº 104/2015, julgado em 29.06.2015).

O Conselheiro Claudio Ness Mauch entende que

"não basta, em meu [seu] entendimento, justificar que a decretação da Liquidação se deu em virtude de ação ou omissão dos dirigentes da Reclamada. Tudo o que ocorre em uma empresa decorre da ação e/ou omissão de seu corpo diretivo. Todavia, se não for decorrente de operação em bolsa, não estará satisfeito o que foi estabelecido pelo legislador. Aliás, não é outra coisa que diz o § 1º do art. 77, repetido: '§ 1º. O mecanismo de ressarcimento de prejuízos previsto neste capitulo aplica-se às operações com valores mobiliários.'" (fl. 110 do processo de MRP nº 166/2015, julgado em 29.01.2016).

5.3. Origem de operação de Bolsa

A Conselheira Aline de Menezes Santos concorda com a Metodologia desenvolvida pela Superintendência de Auditoria e Negócios da BSM e aprovada

---

a) em razão de ocorrências que comprometam sua situação econômica ou financeira especialmente quando deixar de satisfazer, com pontualidade, seus compromissos ou quando se caracterizar qualquer dos motivos que autorizem a declaração de falência;
b) quando a administração violar gravemente as normas legais e estatutárias que disciplinam a atividade da instituição bem como as determinações do Conselho Monetário Nacional ou do Banco Central do Brasil, no uso de suas atribuições legais;
c) quando a instituição sofrer prejuízo que sujeite a risco anormal seus credores quirografários;
d) quando, cassada a autorização para funcionar, a instituição não iniciar, nos 90 (noventa) dias seguintes, sua liquidação ordinária, ou quando, iniciada esta, verificar o Banco Central do Brasil que a morosidade de sua administração pode acarretar prejuízos para os credores;
II – a requerimento dos administradores da instituição – se o respectivo estatuto social lhes conferir esta competência – ou por proposta do interventor, expostos circunstanciadamente os motivos justificadores da medida.
§ 1º O Banco Central do Brasil decidirá sobre a gravidade dos fatos determinantes da liquidação extrajudicial, considerando as repercussões deste sobre os interesses dos mercados financeiros e de capitais, e, poderá em lugar da liquidação, efetuar a intervenção, se julgar esta medida suficiente para a normalização dos negócios da instituição e preservação daqueles interesses.
§ 2º O ato do Banco Central do Brasil, que decretar a liquidação extrajudicial, indicará a data em que se tenha caracterizado o estado que a determinou, fixando o termo legal da liquidação que não poderá ser superior a 60 (sessenta) dias contados do primeiro protesto por falta de pagamento ou, na falta deste do ato que haja decretado a intervenção ou a liquidação."

pela CVM[58].

O Conselheiro Luis Gustavo da Matta Machado também acredita que a Metodologia desenvolvida está adequada ao requisito de admissibilidade exigido no *caput* do artigo 77[59].

O mesmo entendimento é acompanhado pelo Conselheiro Luz de Figueiredo Forbes, visto que segundo ele:

> "(...) a 'Metodologia' desenvolvida pela SAN (fls. 47 e 48), fundada em lógica consistente e elementar bom-senso, utilizada pela BSM e devidamente chancelada pela CVM, apenas os RBs são passiveis de ressarcimento pelo MRP. Já que são os únicos créditos efetivamente provenientes de operações em bolsa ou com elas diretamente relacionados.
> Por outro lado, um 'Recurso Não de Bolsa' ou 'RNB', denominação que abrange valores 'tais como as transferências bancárias e os resgates de fundo de investimentos' (fl. 48), por evidente *contrario sensu*, nunca será objeto de indenização pelo MRP" (fl. 80 do processo de MRP nº 87/2015).

O Conselheiro Marcus de Freitas Henriques sustenta que o terceiro requisito estaria preenchido visto que "esta Metodologia foi aprovada pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários ('SMI') e, por unanimidade, pelo Colegiado da CVM no julgamento do Processo Administrativo CVM nº SP2013/0331, ocorrido em 06.08.2013" (fl. 81 do processo de MRP nº 67/2015, julgado em 12.06.2015).

No mesmo sentido, a Conselheira Maria Cecilia Rossi declara que "estou [está] de acordo quanto à metodologia para apuração de saldo de Bolsa, detalhada no anexo ao Relatório de Auditoria, bem como aprovada pelo Colegiado da CVM e, 06/08/2013." (fl. 74 do processo de MRP nº 146/2015, julgado em 14.08.2015).

6. ENTENDIMENTO DA CVM

---

[58] "Quanto ao último, porque os montantes passíveis de devolução são aqueles resultantes da aplicação da metodologia desenvolvida pela BSM ('Metodologia'), aprovada e considerada adequada pelo Colegiado da BSM, e que já exclui quantias que não tenham relação com a prestação de serviços de intermediação, atendendo-se assim, automaticamente, à exigência em questão." (fl. 75 do processo de MRP nº 75/2014, julgado em 24.06.2015).

[59] "No que diz respeito à definição do atendimento ao requisito de que os recursos tenham relação com operações de bolsa, a metodologia desenvolvida pela área técnica da BSM e aprovada pelo Colegiado da CVM me parece adequada." (fl. 81 do processo de MRP nº 140/2015, julgado em 08.09.2015).

No processo de MRP nº 46/2012 [60], o Reclamante solicitou o ressarcimento no valor de R$ 290.116,11 (duzentos e noventa mil cento e dezesseis reais e onze centavos). O Parecer Jurídico da Superintendência Jurídica da BSM opinou pela total procedência do pedido a fim de determinar o ressarcimento de R$ 70.000.00 (setenta mil reais)[61].

Em julgamento realizado em 13.12.2013, a Turma do Conselho de Supervisão da BSM composta pela Conselheira Relatora Amarílis Prado Sardenberg[62] e os Conselheiros membros Luis Gustavo da Matta Machado e Pedro Luiz Guerra, por unanimidade, a votaram pela improcedência da Reclamação.

A Conselheira Relatora Amarilis Prado Sardenberg votou pela improcedência porque:

(i) "Não é possível conhecer se de fato está configurado um prejuízo para o investidor. Certamente existe uma retenção dos recursos depositados na conta-corrente, que pode ser temporária. Neste momento, o investidor está sofrendo uma perda de oportunidade, mas não necessariamente um prejuízo. Este prejuízo poderá ser verificado no final do regime especial a que está submetida à Reclamada" (fl. 152 do processo de MRP nº 46/2012, julgado em 13.12.2013);

(ii) "(...) Os cálculos dos possíveis valores a serem ressarcidos, efetuados pela auditoria da BSM com base na metodologia desenvolvida, levaram em conta um 'foto' tirada no momento em que a solicitação de informações foi respondida pelo Liquidante. Ao fornecer as informações solicitadas, o

[60] Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_4612.pdf>. Acesso em 19.06.2016.

[61] Inicialmente, a opinião da Superintendência Jurídica da BSM parece incorreta, opinando pelo total ressarcimento do Reclamante, no entanto, não concedendo o valor reclamado. Vale ressaltar que, na época da elaboração do referido parecer jurídico, estava em vigor o Regulamento do MRP que previa: "Artigo 3º – O valor máximo de ressarcimento de Prejuízo pelo MRP será de R$ 70.000,00 por Reclamante, em cada ocorrência a que se refere o artigo 2º.".
Atualmente, o limite máximo é de R$ 120.000,00 (cento e vinte mil reais), conforme redação: "Artigo 3º – O valor máximo de ressarcimento de Prejuízos será de R$ 120.000,00 por Reclamante, em cada ocorrência a que se refere o artigo 2º.".

[62] Na época do julgamento do referido processo de MRP, a Conselheira Relatora Amarilis Prado Sardenberg presidia o Conselho de Supervisão da BSM.

Liquidante alertou que estas poderiam ser alteradas em função de novos lançamentos (folhas 95). A antecipação de um eventual ressarcimento com base em informações 'provisórias' poderiam representar uma dilapidação do patrimônio do MRP, com consequências danosas para o conjuntos dos investidores do mercado ligados a outras pessoas autorizadas a operar" (fl. 153 do processo de MRP nº 46/2012, julgado em 13.12.2013);

(iii) "(...) a metodologia desenvolvida pela BSM e aprovada pela CVM para definir o que é operação de Bolsa, do meu ponto de vista, é adequada. Contudo, entendo que a norma deveria estabelecer um limite de tempo válido de depósito a ser considerado em caso de ressarcimento. O novo sistema de pagamentos, implantado pelo Banco Central do Brasil em 2002, prevê a movimentação de recursos em tempo real. Não acho que seja razoável que o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos cubra a existência de saldo em conta-corrente por um período de tempo maior do que o necessário para a contratação da operação pelo investidor e após o recebimento dos recursos resultantes do ciclo de liquidação." (fl. 154 do processo de MRP nº 46/2012, julgado em 13.12.2013).

O Conselheiro membro Luis Gustavo da Matta Machado acompanhou o entendimento da Conselheira Relatora no que segue:

(i) "Do ponto de vista econômico, o prejuízo decorrente da indisponibilidade de recursos, ou seja, do fato de o valor aplicado ser retido por tempo além do esperado, corresponde ao custo de oportunidade de utilização desses recursos em aplicação alternativa mais rentável. Mas o que se reclama aqui é o principal retido. Quanto a este valor de principal, somente ao final do processo de liquidação extrajudicial se poderá afirmar a ocorrência de prejuízo. Assim, como inexiste prejuízo apurado quanto ao valor aplicado, nada há ainda a

ressarcir[63]" (fl. 157-158 do processo de MRP nº 46/2012, julgado em 13.12.2013);

(ii) Caso o objetivo do MRP fosse o seguro de depósito "outro deveria ser o rito estabelecido para o atendimentos dessa função. Nesta hipótese, seria essencial que, efetuada a solicitação, se comprovasse a titularidade do saldo pelo reclamante e se apurasse a parcela atinente a operações em bolsa – para esta apuração, a metodologia desenvolvida pela área técnica da BSM e aprovada pelo Colegiado da CVM me parece adequada - , sem a necessidade de se percorrer todo o rito processual estabelecido para os casos corriqueiros de pedidos de ressarcimento, os quais envolvem a necessidade de as partes serem ouvidas, eis que presentes versões distintas quanto à causa do prejuízo."(fl. 158 do processo de MRP nº 46/2012, julgado em 13.12.2013);

(iii) No que se refere a ação ou a omissão de pessoa autorizada a operar, o Conselheiro discorda do entendimento do parecer jurídico visto que "as ocorrências que comprometam a situação econômica e financeira de pessoa autorizada a operar, e que portanto dão causa à decretação da liquidação extrajudicial, podem ser alheias a qualquer ação ou omissão do participante, de seus administradores, empregados ou prepostos. De pronto, me ocorre a hipótese de grave crise de confiança no sistema financeiro de um país o que pode ter origem em diversos fatores alheiros a uma instituição especifica."(fl. 159 do processo de MRP nº 46/2012, julgado em 13.12.2013).

Por fim, o Conselheiro membro Pedro Luiz Guerra acompanha a Conselheira Relatora "por considerar que o serviço de conta-corrente não está contemplado no artigo 77 da Instrução CVM 461/2007" (fl. 160 do processo de MRP

[63] 'A apuração do custo de oportunidade, igualmente, somente pode ocorrer ao final do processo de liquidação extrajudicial e entendo que deve ser feita com a utilização do índice especificado no regulamento do MRP para a atualização dos valores passiveis de ressarcimento, aplicado sobre o valor de principal, até a data em que restituído, total ou parcialmente, ao Reclamante.'

nº 46/2012, julgado em 13.12.2013).

Em recurso interposto pelo Reclamante, a CVM, em seu Relatório de Análise / CVM / SMI / GME / n. 024 / 2014, entendeu o que segue:

(i) "a operação que gerou o crédito de R$ 87.022,46, em 9 de agosto de 2012, ocorreu **antes da decretação da liquidação extrajudicial**.

Portanto, esse crédito, apesar de contabilizado no dia 9, refere-se a uma operação a futuro feita antes da decretação da liquidação extrajudicial e, a meu ver, deve compor o saldo total retido do Reclamante" (grifos no original) (fl. 271-v do processo de MRP nº 46/2012, julgado em 13.12.2013);

(ii) Ao apreciar o argumento dos conselheiros de que os recursos retidos não representam prejuízo para o reclamante, a CVM discorre: "No mundo real, quando um título interrompe o pagamento de algum rendimento, o preço deste título, se houver um mercado secundário que o precifique, sofreria uma desvalorização acentuada e, por conseguinte, geraria um prejuízo a seus detentores/credores.

A área contábil das instituições credoras preocupa-se em espelhar esta realidade, realizando a marcação a mercado – *mark to maket* ou *fair value* – de seus títulos em carteira, de tal modo que se algum destes títulos interromper o pagamento dos seus rendimentos, ele se desvalorizará e impactará no resultado da instituição credora, que, por conseguinte, se verá forçada a lançar uma perda no seu resultado, expresso nas suas demonstrações contábeis.

Portanto, se o Reclamante pudesse hipoteticamente vender seu crédito retido na Reclamada, ele receberia nada ou quase nada por ele. Isto nada mais é do que um prejuízo palpável.

Dessa forma, a meu ver, o prejuízo pleiteado pelo Reclamante é claro e mensurável, conforme metodologia da BSM." (fl. 271-v do processo de MRP nº 46/2012, julgado em

13.12.2013);

(iii) Quanto ao custo de oportunidade defendido pelo Conselheiro Luis Gustavo da Matta Machado, a CVM : "(...) Custo de oportunidade representa o custo associado a uma determinada escolha, medido em termo da melhor oportunidade perdida.

Em outras palavras, o custo de oportunidade representa o valor que atribuímos à melhor alternativa de que prescindimos quando efetuamos a nossa escolha.

Feitas essas considerações, nota-se que não faz sentido utilizar o termo custo de oportunidade, quando não é dado ao Reclamante o poder de escolha pela retenção, ou não, de seus recursos.

Mas, se por hipótese, esta retenção fosse voluntária, o custo de oportunidade de um dado Reclamante poderia, em tese, não ter limites.

Basta pensar na eventual necessidade que um dado investidor tivesse em dispor dos seus recursos para o atendimento de suas necessidades básicas e prementes de sobrevivência.

Neste caso, o custo de oportunidade para este investidor seria gigantesco, pois se ele mantivesse os seus recursos retidos, sua sobrevivência seria comprometida." (fl. 272 do processo de MRP nº 46/2012, julgado em 13.12.2013);

(iv) Quanto ai fundamento do Conselheiro Pedro Luiz Guerra, a CVM destaca que "(...) toda intermediação realizada em Bolsa é lançada na conta-corrente do Reclamante. Qualquer prejuízo decorrente de uma intermediação de negócios realizados em Bolsa, elegível para um ressarcimento pelo MRP, se materializa na forma de um registro na posição de conta-corrente do Cliente, alterando para menos o seu saldo.

Neste MRP não é diferente. Os recursos retidos pelo Reclamante, registrados em sua conta-corrente, são oriundos de negócios com valores mobiliários, como fora demonstrado pela utilização da metodologia desenvolvida pela BSM.

Toda intermediação em Bolsa, na forma de algum negócio,

tem como contrapartida um lançamento a crédito ou a débito na conta-corrente do investidor.

Não é factível, para efeitos de MRP, a separação de intermediação de negociação realizada em Bolsa com o seu respectivo lançamento em conta-corrente. São duas faces da mesma moeda.". (fl. 272 do processo de MRP nº 46/2012, julgado em 13.12.2013);

(v) Por fim, quanto a uma provável antecipação de um eventual ressarcimento, com base em informações provisórias, a CVM esclarece: "A meu ver esse problema inexiste. Apesar de o Liquidante alertar, como forma de cautela, sobre eventuais futuras movimentações em conta-corrente, após a entrega do extrato do Reclamante à BSM, estas movimentações não deverão ocorrer.

O extrato fornecido abrange as movimentações até 5 de agosto de 2013, quase um ano após a liquidação extrajudicial tempo mais do que suficiente para registrar todos os lançamentos ocorridos na conta do Reclamante. (fl. 272-v do processo de MRP nº 46/2012, julgado em 13.12.2013).

Para a CVM, a hipótese de ressarcimento prevista no inciso V do artigo 77 da Instrução CVM nº 461/2007 já prevê essas Reclamações apresentadas por investidores clientes de sociedade de corretora liquidada pelo BACEN. Lembra que "os valores mobiliários em nome dos investidores podem ser transferidos para outra instituição, nos termos do artigo 85 da Lei nº 11.101/2005, que estipula a restituição dos bens que a sociedade liquidanda tem mero domínio". Dessa forma, "em caso de liquidação extrajudicial, no âmbito do MRP, o único ativo de um investidor, não protegido a priori, é justamente o seu recurso em conta-corrente, proveniente de negociação com valores mobiliários" (fl. 272-v do processo de MRP nº 46/2012, julgado em 13.12.2013).

Portanto, de acordo com a CVM, não há necessidade de revisão do inciso V do artigo 77 visto que este "protege explicitamente os recursos em conta-corrente dos investidores na decretação da liquidação extrajudicial de uma pessoa autorizada a

operar.” (fl. 273 do processo de MRP nº 46/2012, julgado em 13.12.2013).

Em julgamento realizado no dia 29.10.2014, “O Colegiado, acompanhando a manifestação da área técnica, consubstanciada no Relatório da Análise/SMI/GME/Nº 024/2014, deliberou, por unanimidade, o deferimento do recurso, determinando que o Reclamante seja ressarcido no valor de R$ 70.000,00 (setenta mil reais), nos termos do artigo 31 do regulamento do MRP.” (fl. 274-v do processo de MRP nº 46/2012, julgado em 13.12.2013).

7. CONCLUSÃO

O presente trabalho buscou destacar a origem do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos, em especial a hipótese de ressarcimento prevista no inciso V do artigo 77 da Instrução CVM nº 461/20017.

Apesar de ser um tema ainda em discussão no âmbito administrativo da BSM, tem-se prevalecido o entendimento de que o investidor, cliente de sociedade corretora que tenha decretada sua liquidação extrajudicial pelo BACEN, poderá reclamar ao MRP, o qual apurará o seu prejuízo decorrente de operações realizadas em mercados administrados pela BM&FBOVESPA, conforme metodologia desenvolvida pela Superintendência de Auditoria e Participantes, aprovada pela CVM.

Essas decisões administrativas não prejudicam eventual reanálise e aperfeiçoamento das hipóteses de MRP para que sane qualquer dúvida e questionamento acerca de sua aplicabilidade.

8. REFERÊNCIAS

BACEN. Ato do presidente nº 1.318 de 07.01.2016. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?numero=1318&tipo=Ato%20do%20Presidente&data=07/01/2016. Acesso em 20.06.2016

BACEN. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/lid/liquidacao_TOV_corretora.asp.>. Acesso em 20.06.2016.

BACEN. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1966/pdf/res_0039_v1_o.pdf>. Acesso em 15.06.2016.

BACEN. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/41095/Res_0922_v2_L.pdf>. Acesso em 15.06.2016.

BACEN. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/41829/Res_1656_v7_P.pdf> . Acesso em: 15.06.2016.

BACEN. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=114057273>. Acesso em 19.06.2016.

BSM. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_13714.pdf> Acesso em 19.06.2016.

BSM. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_6715.pdf>. Acesso em 19.06.2016.

BSM. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/FormConsultaProcessosConcluidos.asp> Acesso em 19.06.2016.

BSM. Disponível em:< http://www.bsm-autorregulacao.com.br/ConselhoSup.asp>. Acesso em 16.06.2016.

BSM. Disponível em <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/FormConsultaProcessosConcluidos.asp>. Acesso em 20.06.2016.

BSM. Disponível em <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/Metodologia-utilizada-pela-BSM.pdf>. Acesso em 18.06.2016.

BSM. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_1415.pdf >. Acesso em 15.06.2016.

BSM. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/BSMRegulamentoMRP-23052012.pdf>. Acesso em 18.06.2016.

BSM. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_4612.pdf>. Acesso em 19.06.2016.

BSM. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_6414.pdf> Acesso em 20.06.2016.

BSM. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_7514.pdf> Acesso em 20.06.2016.

BSM. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_6714.pdf>. Acesso em 20.06.2016.

BSM. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_6415.pdf>. Acesso em 20.06.2016.

BSM. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_3313.pdf>. Acesso em 20.06.2016.

BSM. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_8715.pdf> Acesso em 20.06.2016.

BSM. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_14015.pdf> Acesso em 20.06.2016.

BSM. Disponível em <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_7113.pdf>. Acesso em 20.06.2016.

BSM. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_14615.pdf>. Acesso em: 20.06.2016.

BSM. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_4413.pdf>. Acesso em 20.06.2016.

BSM. Disponível em <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_10415.pdf>. Acesso em 20.06.2016.

BSM. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_16615.pdf>. Acesso em 20.06.2016.

BSM. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_1115.pdf>. Acesso em 20.06.2016.

CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. Regulação e autorregulação do Mercado de Bolsa: Teoria Palco-plateia. São Paulo: Almedina, 2011. p. 163.

CVM. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2016/20160107-2.html>. Acesso em 20.06.2016

CVM. Disponível em http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2016/20160304-2.html. Acesso em 20.06.2016

CVM. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/decisoes_antigas/anexos/decisoes-1986.pdf>. Acesso em 15.06.2016.

CVM. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/valores.html.> Acesso em 19.06.2016.

CVM. Edital de audiência pública nº 06/2007, fl. 08. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2007/sdm0607-edital.pdf> Acesso em 16.06.2016.

CVM. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2013/20130806_R1/20130806_D03.html> Acesso em 18.06.2016.
Julgamento do processo administrativo nº RJ 2013/0806.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas, Mercado de Capitais – regime jurídico. 3 ed. revista e ampliada. – Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

VERÇOSA, Haroldo Malheiro Duclerc; *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. v. 80. out. – dez. São Paulo: Malheiros, 1990. p.52.

VILELA FILHO, Gustavo Alberto. *As Sociedades Corretoras e o Mercado de Valores Mobiliários.* Rio de Janeiro. Lumen Juris, 2003, p. 181.

Porto Alegre. Vara de Direito Empresaria, Recuperação de Empresas e Falências Comarca de Porto Alegre. Processo nº 001/1.14.0247889-6. Diferencial CTVM S.A.. Porto Alegre. 04/11/2014. Juíza Eliziana da Silveira Perez Publicada no Edital nº 5.438.