

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

**B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão** [“B3” ou “Consulente”], por meio de seu ilustre advogado, Dr. Glauber F. Acquati, honra-me com consulta sobre a compatibilidade, com o ordenamento jurídico brasileiro, da eventual “unificação do mecanismo de ressarcimentos de prejuízos”, pretendida pela Comissão de Valores Mobiliários [“CVM”], de acordo com proposta apresentada no Edital de Audiência Pública SDM nº 9/19.

A essa indagação, respondo com o seguinte



# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

## PARECER

### A razão da consulta<sup>1</sup>

1. Em 27 de dezembro de 2019, a CVM publicou o Edital de Audiência Pública SDM nº 9/19 [“Edital”], por meio do qual submeteu minutas de três novas instruções normativas à análise do público em geral<sup>2</sup>. As propostas colocaram em discussão alterações na regulamentação em vigor, considerando a perspectiva de outros agentes econômicos, além da B3, virem a operar como administradores de mercado organizado no Brasil. As minutas “têm como principal objetivo dar novo tratamento regulatório a determinados assuntos considerados pela CVM essenciais para assegurar o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários caso venha a existir no Brasil mais de um ambiente de negociação”<sup>3</sup>.

2. Interessa mais de perto a “Minuta B”<sup>4</sup>, que, entre outros assuntos, trata do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos [“MRP”] em seus artigos 37 a 44. O MRP, anteriormente denominado “fundo de garantia”, é, em linhas

---

<sup>1</sup> Os documentos e informações fáticas mencionados neste Parecer foram trazidos pela Consultante.

<sup>2</sup> As minutas dispõem sobre [i] “a autorregulação unificada dos mercados organizados e das infraestruturas de mercado financeiro atuantes no mercado de valores mobiliários”; [ii] “o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários e a constituição e funcionamento das entidades administradoras de mercado organizado”; e [iii] “o regime de melhor execução de ordens em contexto de concorrência entre ambientes de negociação (best execution)” [cf. Edital, p. 1].

<sup>3</sup> Edital, p.1.

<sup>4</sup> Documento “que dispõe sobre a constituição, a organização e o funcionamento da autorregulação unificada dos mercados organizados e das infraestruturas de mercado financeiro atuantes no mercado de valores mobiliários”. Nele, a CVM trata da “vinculação à entidade responsável pela autorregulação unificada”, das “competências da autorregulação unificada, da “administração do autorregulador unificado”, da “unificação do mecanismo de ressarcimento de prejuízo” e propõe um “cronograma de adaptação”.

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

gerais, um colchão de proteção destinado a assegurar aos investidores do mercado mobiliário a restituição de seu investimento na ocorrência de determinadas hipóteses de perda financeira ligadas a erros ou à falência de intermediários.

3. Desde a década de 1.960, a autoridade monetária brasileira exige que cada bolsa de valores constitua e mantenha o seu próprio fundo de garantia. Pretende-se, por meio da instrução normativa ora discutida, afastar esse dever legal e dispensar entidades administradoras que venham a entrar no mercado de bolsas de compor o seu próprio esquema de segurança, autorizando-as a utilizar o MRP atualmente detido pela Associação BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados [“BSM”]<sup>5</sup>, controlada pela B3.

Segundo o Edital, a “unificação do MRP foi apontada como forma de redução de custo de observância e de promover eficiência na alocação de recursos, dado que o valor atual do patrimônio do MRP poderia vir a ser suficiente para cobrir os riscos mesmo em ambiente de fragmentação do mercado organizado de bolsa”<sup>6</sup>.

4. Uma série de argumentos é deduzida para defender esse compartilhamento compulsório. O primeiro deles é o de que o MRP da B3 teria sido formado preponderantemente pelas contribuições das corretoras e que uma nova bolsa de valores tenderia a contar com os mesmos agentes participantes. A agência pressupõe que as corretoras teriam algum direito aos os valores depositados do fundo. Ainda, a existência de um MRP único reduziria as barreiras à entrada de novos agentes no mercado<sup>7</sup> e garantiria maior eficiência alocativa, pois o patrimônio do MRP da B3 poderia ser suficiente para cobrir os riscos de mais de

---

<sup>5</sup> Que, para fins de simplificação, vai referido apenas como “MRP da B3”.

<sup>6</sup> Edital, p. 17.

<sup>7</sup> “A unificação do MRP também permite reduzir as barreira à entrada no mercado ao evitar que uma nova entidade administradora de mercado de bolsa tenha de investir na formação de novo patrimônio ou cobrar contribuições dos intermediários que desestimulariam que as operações fossem direcionadas para a nova entidade na medida em que o custo de cada operação seria acrescido da contribuição ao MRP” [Edital, p. 17].

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

uma bolsa de valores<sup>8</sup>.

5. Adianto as principais conclusões que alcancei, após analisar o Edital e as minutas apresentadas. É minha firme convicção que o planejado compartilhamento compulsório:

[i] viola o direito de propriedade constitucionalmente assegurado, impondo a socialização/expropriação de patrimônio que pertence a agente econômico privado [BSM, integralmente controlada pela B3]; o dinheiro atrelado ao fundo não concerne às corretoras, que sobre ele não possuem qualquer direito; e

[ii] viola os princípios da livre concorrência e da livre iniciativa, na medida em que, sem contrapartida adequada, obriga o compartilhamento de um ativo/vantagem competitiva que pode ser reproduzido pelos potenciais entrantes.

É o que passo a demonstrar, valendo-me da seguinte estrutura:



---

<sup>8</sup> Edital, p. 17.

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

## ÍNDICE

I. Função econômica dos fundos de garantia. Diminuição de riscos e atração de investimentos .....	6
II. O equívoco da premissa adotada pelo Edital. Os fundos garantidores sempre pertenceram às bolsas e não às corretoras .....	8
II.1. O dever de manutenção de um fundo de garantia por cada bolsa de valores .....	9
II.2. Os aportes para os fundos de garantia .....	11
II.3. A contabilidade dos fundos de garantia. A busca de isolamento e de proteção dos recursos ligados aos fundos garantidores .....	13
III. A situação atual: o MRP pertence à BSM, controlada pela B3. Ausência de direito das corretoras sobre o seu patrimônio .....	16
IV. O fundo é uma vantagem competitiva, licitamente amealhada .....	21
V. O descompasso entre as corretoras do presente e do passado .....	23
VI. O compartilhamento compulsório do MRP e a afronta à Constituição Federal. A violação ao direito de propriedade .....	24
VII. O compartilhamento compulsório e a violação ao princípio da livre concorrência. A falácia do estímulo à competição .....	27
VIII. Conclusão .....	35



# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

## **I. Função econômica dos fundos de garantia. Diminuição de riscos e atração de investimentos**

6. Os fundos de garantia das bolsas de valores exercem a principal função de trazer **segurança** ao mercado<sup>9</sup>. O fundo viabiliza o ressarcimento na eventualidade de o investidor sofrer perda financeira derivada de *mispractice* da sua corretora.

7. Hoje, o MRP é regulado pelo artigo 77 da Instrução CVM nº 461, de 2.007:

“Artigo 77. A entidade administradora de mercado de bolsa deve manter um mecanismo de ressarcimento de prejuízos, com a 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:

- 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

---

<sup>9</sup> Atesta antiga sentença corroborada pelo Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro em 1.975: “O fundo de garantia nasceu [...] como técnica de indenizar o risco --- o risco, por que atravesse o investimento, por improbidade das sociedades corretoras [...]” [Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico, Financeiro, n. 24, ano XV, 1.976, 103].

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

Central do Brasil; e

VI. encerramento das atividades”.

A segurança, à medida que diminui riscos, gera claro incentivo para que os agentes tragam seus recursos para as bolsas de valores. Quanto menores as possibilidades de perdas por atos inadequados das corretoras, menores os riscos e maior a disposição para se investir naquele espaço.

8. Essa segurança ao investidor [e, portanto, encorajamento ao investimento] deriva de diversos aspectos do funcionamento do MRP, e não somente do montante disponível para indenizações. Na ausência de um sistema eficiente, capaz de garantir pagamento rápido aos prejudicados, de nada adianta ter milhões depositados. Apesar do volume de recursos, o efeito sistêmico benéfico da garantia não se verificará diante da descrença do investidor que, para haver a recomposição do seu patrimônio, precisa, por exemplo, conseguir a difícilíssima aprovação de um conselho que “sempre fica do lado das corretoras” ou esperar uma eternidade até ver o dinheiro em sua conta.

Para que o mercado de valores mobiliários seja capaz de atrair investimentos, os *players* precisam **confiar** que serão ressarcidos veloz e adequadamente, ou seja, que o aparelho de proteção efetivamente funcione<sup>10</sup>.

9. Quanto maior a segurança que uma bolsa consegue propiciar aos investidores, maior o grau de atração que sobre eles exercerá e, conseqüentemente, maior sua **vantagem competitiva**. Nesse aspecto, a higidez e adequação do fundo garantidor, bem assim seu funcionamento eficiente e a *expertise* na sua administração, são valiosas ferramentas na disputa de clientela. A esse ponto voltaremos adiante.

---

<sup>10</sup> Sobre a importância da segurança e da previsibilidade para o funcionamento do mercado, é definitiva a lição de Weber e, mais recentemente, de Natalino Irti. V. Paula A. Forgioni, Contratos empresariais. Teoria geral e aplicação, 5ª ed., São Paulo, Revista dos Tribunais, 2.020, 121 e s.

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

## **II. O equívoco da premissa adotada pelo Edital. Os fundos garantidores sempre pertenceram às bolsas e não às corretoras**

**10.** Pela proposta em discussão, seria imposto o compartilhamento compulsório dos recursos depositados no MRP da B3. O fundo hoje existente passaria a não somente garantir as operações mantidas no âmbito da B3, mas também aquelas realizadas em novas bolsas de valores que venham a entrar no mercado.

A imposição de compartilhamento baseia-se na falsa premissa de que os recursos depositados nos fundos de garantia teriam sido aportados pelas corretoras, que, portanto, possuiriam algum direito sobre eles.

**Esse pressuposto simplesmente não é verdadeiro**, como comprova a análise da regulamentação hoje vigente, iluminada por sua evolução histórica. Na realidade, esse capital:

- [i]** pertenceu, por décadas, às bolsas de valores; e
- [ii]** atualmente, pertence à BSM, pessoa jurídica autônoma constituída sob a forma de associação, integralmente controlada pela B3.

**11.** Os fundos de garantia foram instituídos na década de 1.960. Desde então, o Conselho Monetário Nacional [“CMN”] editou seis resoluções sobre a matéria<sup>11</sup>, sendo a última a n° 2.774 de 2.000. Com a promulgação da Lei n° 10.303 de 2.001, essa competência regulatória foi transferida para a CVM, que editou a Instrução n° 461, de 2.007, hoje vigente.

Para evidenciar que os recursos do fundo não pertencem às corretoras, é útil a análise dessas normativas a partir de três principais aspectos:

- [i]** o dever de manutenção de um fundo de garantia por cada bolsa de valores;
- [ii]** os aportes para os fundos de garantia; e
- [iii]** a forma de contabilização dos fundos de garantia.

---

<sup>11</sup>A saber: n° 39 de 1.966; n° 231 de 1.972; n° 922 de 1.984; n° 1.656 de 1.989; n° 2.690 de 2.000 e n° 2.774 de 2.000.



# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

## **II.1. O dever de manutenção de um fundo de garantia por cada bolsa de valores**

**12.** Dispõe o artigo 45 da Resolução CMN n° 39 de 1.966:

“Artigo 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”.

A regra segue afirmando que o “fundo de garantia da bolsa de valores em que se encontrar registrada a sede ou dependência da firma ou sociedade corretora que receber a ordem do cliente” é o responsável “pela reposição de títulos e valores mobiliários” e pela “devolução de diferença de preços decorrente de dano culposo ou de infiel execução de ordens aceitas”<sup>12</sup>.

**13.** Assim, essa regulação:

[i] impôs a cada bolsa de valores o dever de manter seu próprio fundo para assegurar as operações realizadas sob sua administração; e  
[ii] estabeleceu que, em caso de dúvida acerca do fundo responsável pelo ressarcimento do investidor, optasse-se por aquele mantido pela bolsa de valores na qual se encontrasse registrada a corretora ligada à operação malsucedida.

**14.** A imposição da manutenção de um fundo de garantia por cada bolsa de valores foi reiterada pela Resolução CMN n° 1.656 de 1.989, que previu, ainda, elementos para identificação do responsável pela reparação, na hipótese de repasse de ordem da operação:

“Artigo 43. § 1º No caso de repasse da ordem, se inexistente a

---

<sup>12</sup> Arts. 45 e 46.

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

responsabilidade da sociedade corretora repassadora, esta, em conjunto com o comitente, deverá pleitear ao Fundo de Garantia da Bolsa de Valores da sociedade corretora correspondente o ressarcimento do prejuízo.

§ 2º. Na hipótese prevista no parágrafo anterior, a Bolsa de Valores de que for membro a sociedade corretora repassadora da ordem está obrigada a atender as solicitações que lhe fizer a Comissão Especial do Fundo de Garantia em que estiver sendo processada a reclamação, relativas a informações, fiscalizações e auditoria que se fizerem necessárias aos esclarecimentos dos fatos objeto da mesma”<sup>13</sup>.

**15.** A Instrução CVM nº 461<sup>14</sup>, de 2.007, em seu artigo 77, conservou o dever de cada bolsa de valores contar com o seu fundo de garantia [que passa a ser denominado Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos – MRP]. A Autarquia avocou para si a competência para decidir qual dos MRPs ressarciria o investidor, em caso de conflito entre as bolsas:

“Artigo 85. A CVM deve, quando houver conflito entre entidades administradoras de mercado de bolsa quanto à responsabilidade dos respectivos mecanismos de ressarcimento, determinar qual deles será responsável”.

**16.** Da leitura dos dispositivos que regulam a matéria desde a década de 1.960, conclui-se que os fundos de garantia [incluindo o MRP] foram formatados para assegurar **unicamente as operações da bolsa de valores à qual estavam vinculados**. As resoluções do CMN e, posteriormente, a ICVM nº 461 escancaram que as autoridades monetárias impuseram a cada bolsa de valores o encargo de ter o seu próprio fundo, jamais ventilando eventual compartilhamento. Os fundos sempre estiveram vinculados às bolsas [i.e., a determinado ambiente de negócios] e não às corretoras que nelas atuavam.

---

<sup>13</sup> Disposições mantidas no artigo 42 da Resolução nº 2.690 de 2.000.

<sup>14</sup> A Resolução nº 2.690, de 2.000, repetiu as mesmas estipulações.

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

## II.2. Os aportes para os fundos de garantia

17. Sendo responsabilidade de cada bolsa de valores instituir e manter o seu fundo de garantia, as autoridades monetárias previram, ao longo das décadas, quais seriam as fontes para o seu financiamento.

18. O artigo 47 da Resolução CMN n° 39, de 1.966, trouxe a primeira fórmula para o custeio desse patrimônio:

- as bolsas de valores [à época, associações] realizariam aporte correspondente a 25% do montante pago pelas corretoras pelos títulos patrimoniais [a aquisição desses títulos era necessária para que as corretoras se tornassem associadas da bolsa de valores e nela pudessem operar]<sup>15</sup>;
- além disso, ao fundo seria destinado montante correspondente a 1% das corretagens recebidas pelas sociedades corretoras em decorrência de operações realizadas **no específico ambiente de determinada bolsa**; ou seja, o valor correspondente a 1% das comissões geradas em uma bolsa deveria reverter para o fundo daquela mesma bolsa, garantindo os investidores que ali fizessem negócio.

Esse montante inicial era constantemente acrescido de outros importes, a saber: [i] rendimentos da aplicação dos recursos do próprio fundo em títulos de renda fixa e em ações de companhias de capital aberto<sup>16</sup> e [ii] correção monetária<sup>17</sup>.

19. A Resolução CMN n° 922, de 1.984<sup>18</sup>, agregou nova fonte de

---

<sup>15</sup> Para que pudessem participar das bolsas de valores, os associados [as corretoras] deveriam adquirir títulos patrimoniais das bolsas [artigo 3°]. Esses pagamentos formaram o “patrimônio social das bolsas de valores”. As bolsas destinavam 25% desse montante para os fundos de garantia.

<sup>16</sup> Artigo 48.

<sup>17</sup> Artigo 49.

<sup>18</sup> A Resolução n° 231 de 1.972 dispõe sobre o capital mínimo integralizado das sociedades corretoras e estabelece que “III - Quando houver necessidade de recolhimento, em dinheiro,

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

financiamento àquelas previstas na Resolução CMN n° 39: as corretoras passaram a contribuir trimestralmente com valor calculado conforme “a quantidade de valores mobiliários em carteira de custódia”<sup>19</sup>. A taxa de 1% foi redesignada para “contribuição” e seus valores passaram a ser repassados diretamente das corretoras para o fundo de garantia da bolsa em que atuavam. Assim, revertia para a bolsa [i.e., para seu fundo garantidor] um percentual dos negócios gerados no ambiente que administrava, para garantir os investidores que o escolhiam. A correção monetária e os rendimentos das aplicações continuaram a se incorporar ao fundo<sup>20</sup>.

**20.** A Resolução CMN n° 1.656, de 1.989, retomou as fontes de financiamento previstas na Resolução CMN n° 39, com pequenos ajustes:

- aporte pelas bolsas de valores de percentual [agora não mais especificado] calculado sobre os valores a que tinham direito em virtude da venda de títulos patrimoniais às corretoras; e
- contribuição mensal das corretoras, baseada nos negócios que eram atraídos/desenvolvidos naquela específica bolsa<sup>21</sup>, em valor a ser fixado pelo Conselho de Administração.

A correção monetária e os rendimentos das aplicações seguiam contribuindo para o crescimento do fundo<sup>22</sup>.

---

pelas Sociedades Corretoras, para atualização do valor do título patrimonial, 25% [vinte e cinco por cento] do montante se destinará ao Fundo de Garantia, admitindo-se o recolhimento em parcelas, desde que a derradeira não ultrapasse o prazo de 2 [dois] anos estabelecido no art. XI desta Resolução”.

<sup>19</sup> “III – Contribuição a ser paga, trimestralmente, pelas corretoras, equivalente a um percentual fixado pela Bolsa de Valores e aplicado sobre o valor resultante da multiplicação da média da quantidade de valores mobiliários em carteira de custódia verificada no trimestre pela última cotação ou, não havendo cotação, pelo valor resultante da divisão do capital social pelo número de ações emitidas e, na hipótese de debênture, pelo seu valor de emissão”.

<sup>20</sup> Artigo 53, parágrafo único.

<sup>21</sup> Artigo 51.

<sup>22</sup> Artigo 71, parágrafo único.

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

**21.** A Instrução CVM nº 461, de 2.007<sup>23</sup>, alterou o sistema, delegando às bolsas de valores a competência para disciplinar as fontes de recursos e a política de investimentos dos fundos de garantia, que passaram a ser denominados “Mecanismos de Ressarcimento de Prejuízos”:

“Artigo 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: [...] V– origem dos recursos”.

**22.** Tomado em consideração o histórico normativo acima relatado, é incontestável que o acervo dos fundos de garantia [ou MRPs] foi constituído essencialmente por:

- [i] depósitos feitos pelas próprias bolsas de valores, relacionados à venda de títulos patrimoniais, em percentuais variados;
- [ii] taxas e contraprestações pagas pelas corretoras de valores mobiliários relacionadas ao ambiente de negócios mantido por aquela bolsa;
- e
- [iii] rendimentos e juros advindos da aplicação dos recursos dos próprios fundos.

## **II.3. A contabilidade dos fundos de garantia. A busca de isolamento e de proteção dos recursos ligados aos fundos garantidores**

**23.** As diretrizes para a contabilização dos valores depositados nos fundos de garantia refletem a preocupação das autoridades em manter esses recursos isolados do restante dos bens das bolsas, buscando que se destinassem apenas e exclusivamente a garantir atos de *mispractice* das corretoras – e não pudessem ser executados para outros fins.

Não sem alguma discussão, acabou por se consolidar a ideia de que os

---

<sup>23</sup> Disposições reiteradas no artigo 50 da Resolução nº 2.690 de 2.000, com a inclusão de “outros recursos especificados pela Comissão de Valores Mobiliários” como fonte de custeio.

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

fundos teriam ou seriam um “patrimônio de afetação” ou um “patrimônio separado” das bolsas<sup>24</sup>, ou seja, ativos que indubitavelmente lhes pertenciam, mas que deveriam ser considerados separadamente, porquanto acoplados a destinação específica<sup>25</sup>.

24. Porém, “[s]ó a lei pode separar patrimônios”, advertem Pontes de Miranda<sup>26</sup> e tantos outros. Como nunca houve essa lei, o cabedal afetado/separado para o fundo sempre seguiu integrando o patrimônio das bolsas<sup>27</sup>.

Para os fins deste parecer, é muito importante atentar para o fato de que o patrimônio separado/afetado pertence ao mesmo titular, apenas se sobressai do patrimônio geral “tendo em vista a consecução de finalidades inconfundíveis”, como observou Comparato<sup>28</sup>. O patrimônio é o mesmo, apenas dentro dele

---

<sup>24</sup> As expressões “patrimônio separado” ou “patrimônio de afetação” podem levar a confusões terminológicas, dando a impressão de que seriam apartados, distanciando-se do patrimônio geral. Tenha-se em mente a advertência de Caio Mário: “Por uma questão de linguagem, às vezes são estes acervos bonitários apelidados de ‘patrimônios separados’, em atenção aos fins a que se destinam certos bens, ou às circunstâncias de se impor ao sujeito sua discriminação, ou pela necessidade de se administrarem de maneira especial. Não obstante, porém, a separação de tais acervos ou massas, o patrimônio do indivíduo há de ser tratado como *unidade*, em razão da unidade subjetiva das relações jurídicas” [Caio Mário da Silva Pereira, Instituições de Direito Civil, 19ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2.000, v. 1, 249].

<sup>25</sup> Cf. Nelson Eizirik, Mercado de capitais e regime jurídico, “Mercado secundário de valores mobiliários”, Rio de Janeiro, Renovar, 2.008, 224 e s.

<sup>26</sup> Tratado de Direito Privado, Rio de Janeiro, Borsoi, t. V, item 596, 368.

<sup>27</sup> Por maior que tenha sido o esforço dos reguladores em 1.984, não se pode criar um patrimônio autônomo por resolução, como parece ter sido a intenção por trás do artigo 70 da Resolução CMN n. 922.

<sup>28</sup> Comparato acentua que o patrimônio separado pertence ao mesmo titular. A partir da tradicional distinção entre patrimônio [não personalizado] autônomo e separado, afirma que, no caso do patrimônio separado “a ausência de personalidade jurídica deriva do fato de que a função do instituto não é a criação de um ente autônomo, inconfundível com os interesses de qualquer pessoa, mas simplesmente a de distinguir, em relação ao mesmo titular, diferentes esferas de interesse, tendo em vista a consecução de finalidades inconfundíveis” [Direito

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

se condensam “acervos distintos pela origem ou pela destinação”<sup>29</sup>.

**25.** Não pode passar despercebido o emprego de termos dúbios e conceitos duvidosos pela regulação, no esforço de fincar a autonomia patrimonial do fundo<sup>30</sup>. O grande temor era sempre a exposição cada vez mais perigosa da Bolsa do Rio de Janeiro, então a maior do País. A todo custo, buscava-se evitar que seu fundo garantidor fosse tragado para indenizar credores gerais da instituição. Como se sabe, a Bolsa do Rio de Janeiro acabou “quebrando” em 1.989, em decorrência do conhecido “escândalo Naji Nahas”. A partir de então, desponta a preponderância da Bolsa do Estado de São Paulo, com a derrocada daquela fluminense.

**26.** O artigo 47 da Resolução CMN n° 39, de 1.966, impunha que a contabilidade do fundo de garantia fosse apartada “de outros fundos, reservas, bens ou provisões das bolsas de valores”.

A Resolução CMN n° 1.656, de 1.989<sup>31</sup>, exigia que os fundos

---

Empresarial, Responsabilidade na transferência de ações escriturais, São Paulo, Saraiva, 1.990, 359].

<sup>29</sup> Sobre o patrimônio separado, Caio Mário: “Não há, porém, nesses casos, procedência diversa no mesmo patrimônio (Clovis Beviláqua). No mesmo patrimônio, acervos distintos pela origem ou pela destinação” [Instituições de Direito Civil, cit., 248].

<sup>30</sup> Como exemplo, o artigo 70 da Res. CMN 922, de 1.984, e também vários dispositivos que passaram a insistir na referência a “patrimônio do fundo garantidor”. Curioso notar que essa resolução alterou a expressão “**contribuições** para o fundo de garantia” para “**patrimônio** do Fundo de Garantia”. De igual forma, a Res. CMN n° 1.656, também de 1.984, refere-se ao “patrimônio do Fundo de Garantia”. A ICVM 461, de 2.007, sem muita saída diante das impropriedades terminológicas e conceituais abraçadas em 1.984, adotou uma postura “híbrida”, um tanto que “conciliária”, referindo-se ao mesmo tempo a “patrimônio” [como em 1.984] e a “recursos” [como em 1.966]: “Artigo 87. O **patrimônio ou recursos** vinculados ao mecanismo de ressarcimento de prejuízos devem ter escrituração própria e especial, para assegurar a sua destinação exclusiva”.

<sup>31</sup> A Resolução n° 231 de 1.972 não trata do tema. A Resolução n° 922 de 1.984, em seu artigo 70, menciona a obrigação de escriturar o fundo de garantia isoladamente.

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

mantivessem escrituração “própria e especial”, garantindo que a sua finalidade específica fosse preservada. Essa redação foi mantida pela Resolução CMN n° 2.690, de 2.000, incluindo-se a imposição de que as contas fossem auditadas por profissional independente<sup>32</sup>.

Todavia, por mais que haja contabilidade separada ou que se tenha buscado isolá-lo, o fundo [i.e., os ativos ligados ao eventual ressarcimento de investidores] segue pertencendo à bolsa, integrando seu patrimônio global<sup>33-34</sup>.

**27.** A Instrução CVM n° 461, de 2.007, reiterou as disposições das resoluções do CMN e agregou a possibilidade de o MRP ser mantido não diretamente pela bolsa, mas por entidade por ela constituída ou contratada para esse fim<sup>35</sup>. Esse dispositivo abriu a estrada para que, em 2.008, o fundo da B3 passasse a integrar o patrimônio de associação por ela constituída e controlada [BSM], dando finalmente lugar a um maior isolamento, ou seja, ao seu encapsulamento em outro ente jurídico.

### **III. A situação atual: o MRP pertence à BSM, controlada pela B3. Ausência de direito das corretoras sobre o seu patrimônio**

**28.** A Instrução CVM n° 461, de 2.007, introduziu maior grau de flexibilidade para as bolsas de valores administrarem seus fundos de garantia. Seguindo por essa estrada, a Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, então

---

<sup>32</sup> Artigo 55. Disposição contemplada nos artigos 54 e seguintes da Resolução n° 2.690 de 2.000.

<sup>33</sup> Ao menos em nosso sistema jurídico, os fundos não são dotados de personalidade jurídica e, portanto, não podem ser titulares de patrimônio.

<sup>34</sup> No Brasil, o patrimônio de afetação acabou por ser introduzido pela Lei n° 10.931, de 2.004, para viabilizar a efetiva separação patrimonial nas incorporações imobiliárias – e, consequentemente, brindar os adquirentes com maior garantia.

<sup>35</sup> “Artigo 77 §2°. O mecanismo de ressarcimento de prejuízos pode ser mantido pela própria entidade administradora da bolsa, ou por entidade constituída exclusivamente ou contratada para este fim”.



# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

em processo de desmutualização<sup>36</sup>, **transferiu** a totalidade dos recursos alocados no seu fundo de garantia para outro ente, por ela totalmente controlado, a **BOVESPA Supervisão de Mercados – BSM**<sup>37</sup>.

Atualmente, a BSM reúne as atividades de fiscalização e de supervisão das operações realizadas nos mercados organizados de valores mobiliários sob sua responsabilidade [atividade de autorregulação]<sup>38</sup>, bem como o patrimônio e atividade de administração do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos, que garante o ambiente de negócios administrado pela B3<sup>39</sup>.

**29.** Relata a Consulente que o valor histórico do fundo de garantia repassado em 31 de dezembro de 2.007 pela Bovespa para a BSM foi de **R\$ 139,1 milhões**.

Com a incorporação da Bolsa de Mercadorias e Futuros S.A. [BM&F] pela Bovespa, em 2.008, os MRPs dos dois entes tornaram-se um só<sup>40</sup>. De acordo com as suas demonstrações financeiras de 2.008, a BM&F aportou o montante

---

<sup>36</sup> Processo de transformação do tipo societário das bolsas de valores de associações sem fins lucrativos para sociedades anônimas.

<sup>37</sup> Atualmente, a B3 é o Associado Mantenedor da BSM, detendo 19.999.999 das 20.000.000 cotas da associação. A única cota restante é de titularidade do Banco BM&FBOVESPA de Serviços de Liquidação e Custódia S.A., que por sua vez é integralmente controlado pela B3. V. Estatuto Social de BM&FBOVESPA, de 27 de novembro de 2.017, disponível em <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/leis-normas-regras/BSM-Estatuto-Social.pdf>, acesso em 15 de maio de 2.020.

<sup>38</sup> Essa transferência foi expressamente autorizada pelo §3º do artigo 36 da ICVM 461: “A entidade administradora do mercado organizado pode constituir associação, sociedade controlada, ou submetida a controle comum, de propósito específico, que exerça as funções de fiscalização e supervisão de que trata este artigo, ou, ainda, contratar terceiro independente para exercer tais funções”.

<sup>39</sup> Autorizado pelo artigo 77, §2º, da ICVM 461.

<sup>40</sup> Muito embora já houvesse previsão de reunião dos fundos desde a combinação entre a BM&F e a BOVESPA, o Fundo de Garantia da BM&F continuou a ser contabilizado como reserva de capital no balanço da BMF&BOVESPA, sendo aportado ao MRP no ano de 2011.

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

de R\$ 92.343.000,00 ao MRP<sup>41</sup>.

**30.** Com efeito, o Regulamento do MRP, de 26 de agosto de 2.008, atesta que ele foi composto por:

“I – patrimônio destinado ao ressarcimento de prejuízos relacionados às operações realizadas no mercado de bolsa administrado pela BVSP e aos serviços de custódia prestados pela CBLC, o qual é constituído:

a] pelo **patrimônio do Fundo de Garantia, até então mantido pela Bolsa de Valores de São Paulo [BOVESPA];**

b] pelas contribuições pagas, mensalmente, pelos Participantes sobre o volume negociado na BVSP no mês anterior ao da cobrança[...]; e

c] pelas contribuições pagas, mensalmente, pelos Agentes de Custódia sobre o valor custodiado na CBLC [...].

**II – patrimônio destinado ao ressarcimento de prejuízos relacionados às operações realizadas no mercado de bolsa administrado pela BM&F, o qual é constituído por um patrimônio da BM&F BOVESPA S.A., segregado, contabilmente, em suas demonstrações financeiras, como reserva estatutária, sob a rubrica “Fundo de Garantia – Clearing de Derivativos”<sup>42</sup>.**

**31.** No ano de 2.010, foi contratado estudo da Fundação Getulio Vargas com o objetivo de construir um modelo para estipulação de valor teto para o

---

<sup>41</sup> Notas explicativas às demonstrações financeiras em 8 de maio de 2.008: “A BM&FBOVESPA mantém Fundo de Garantia no montante de R\$ 92.342 com a finalidade exclusiva de assegurar aos clientes dos detentores de direitos de negociação e liquidação o ressarcimento de prejuízos decorrentes de operações cursadas em seus ambientes de negociação”.

<sup>42</sup> Documento disponível em <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/leis-normas-regras/BSMRegulamentoMRP.pdf>, acesso em 15 de maio de 2.020.

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

MRP<sup>43-44</sup>.

Utilizando-se das fórmulas trazidas pelo trabalho, a BSM concluiu que os recursos do MRP da BM&FBOVESPA mostravam-se suficientes para assegurar as transações levadas a feito no âmbito da BM&FBOVESPA<sup>45</sup>.

**32.** Vale destacar importante documento, que reflete esse aporte do fundo garantidor, ou seja, **a transferência da propriedade dos recursos ligados ao mecanismo de ressarcimento de prejuízos da então Bovespa para a BSM.** Atesta a Ata da Assembleia Geral Extraordinária da Bolsa de Valores de São Paulo, de 28 de agosto de 2.007:

**“o patrimônio do Fundo de Garantia será transferido para a BOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADOS – BSM,** entidade responsável pela supervisão e fiscalização dos participantes e dos sistemas de negociação e das operações cursadas na BVSP e a quem competirá, ainda, a administração do Fundo de Garantia e a condução e julgamento das reclamações a ela formuladas”.

**33.** Correndo o risco de destacar o que é bastante evidente: ninguém passa adiante mais direitos do que detém; somente pode transferir patrimônio

---

<sup>43</sup> Durante a execução desse trabalho, as contribuições das corretoras, desde dezembro de 2.007, foram depositadas em conta específica, denominada “MRP2”. Após, esse numerário voltou às corretoras e cada uma recebeu unicamente o que havia sido por elas depositado, acrescido da rentabilidade do período. Esse regime de exceção não impactou o MRP e tampouco o fato de que ele seguia atrelado ao patrimônio das bolsas, como acima exposto.

<sup>44</sup> “Para tanto, a CVM aprovou, em 4.3.2010, a proposta do Conselho de Supervisão da BSM de constituição do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos 2 [“MRP2”], com as mesmas finalidades do MRP, mas cujo patrimônio será formado pelas contribuições realizadas a partir de dezembro de 2009 pelos participantes que atendam ao requisito mencionado no item anterior. Essas novas contribuições poderão ser devolvidas nas hipóteses taxativamente previstas no Regulamento do MRP2 anexo”. OF/BSM/DAR – 038/2010 de 31 de março de 2.010.

<sup>45</sup> No ano de 2.014, a Fundação Getúlio Vargas foi chamada para uma “revisão das estimativas dos parâmetros variáveis que integram a metodologia para estimação dos valores mínimos e máximo” do MRP.

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

aquele que é seu titular. Assim, a Bovespa e a BM&F transferiram o “patrimônio do fundo” [i.e., parcela do **seu próprio patrimônio**] para ente por ambas totalmente controlado, qual seja, a BSM.

Em 2.017, com a combinação da BM&FBOVESPA com a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos [“CETIP”], surgiu a B3.

Após todas essas operações societárias, que levaram à existência de uma só bolsa de valores [a B3], e com a saída do mercado das outras antes espalhadas pelo Brasil, o MRP administrado pela BSM [integralmente controlada pela B3] passou a ser o único ativo no mercado brasileiro<sup>46</sup>.

**34. Em suma:** até mesmo por razões históricas, no Brasil, as bolsas de valores eram constituídas sob a forma associações, hoje previstas no artigo 44, I, do Código Civil, com o corpo de associados composto exclusivamente pelas corretoras que atuavam em seus respectivos recintos. Ainda que, tradicionalmente, não assumissem caráter mercantil, como toda a associação, possuíam personalidade jurídica e patrimônio próprios. Desta feita, os “aportes” feitos ao “fundo”, do ponto de vista jurídico, eram transferências realizadas pelos associados [corretoras] à associação, acoplando-se ao patrimônio do ente jurídico.

Para atuar em determinada bolsa, a corretora precisava associar-se àquela pessoa jurídica [associação], comprando um título patrimonial.

---

<sup>46</sup> O fundo de garantia da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro segue apenas para assegurar o ressarcimento das operações ocorridas no âmbito da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Nesse sentido, o item 19 das Notas explicativas às demonstrações financeiras da BVRJ, de 2.014: “Em face da reestruturação do mercado de valores mobiliários e do encerramento das atividades da BVRJ no mercado de valores mobiliários de renda variável em 2000, [...] não mais subsiste finalidade regulamentar do Fundo de Garantia da BVRJ, que era, exclusivamente a de assegurar aos clientes das sociedades corretoras o ressarcimento de prejuízos em decorrência das hipóteses previstas no artigo 41 do Regulamento anexo à Resolução nº 1.656 do Conselho Monetário Nacional. [...]. Atualmente, o Fundo de Garantia mantém como finalidade a manutenção dos processos judiciais em andamento relacionados a reclamações de investidores objetivando o ressarcimento de prejuízos”.

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

Contribuições ao fundo, igualmente, eram aportadas [transferidas] pelos associados ao patrimônio da associação. Uma vez nela, os recursos aglutinavam-se em torno de um propósito específico [garantia contra malfeitos das corretoras] e recebiam contabilização separada, na forma da regulação vigente. De qualquer forma, como não poderia deixar de ser, o numerário passava a pertencer à associação [bolsa].

Mais adiante no tempo, o cabedal desse fundo [i.e., a parcela do patrimônio da associação, aglutinada em torno daquele específico escopo de garantia, com contabilização separada] foi transferido pela Bovespa e pela BM&F para outra pessoa jurídica, hoje totalmente controlada pela B3: a BSM, também uma associação.

## **IV. O fundo é uma vantagem competitiva, licitamente amealhada**

**35.** Viu-se que o dever de cada bolsa de valores constituir e manter seu próprio fundo de garantia existe desde a Resolução CMN n° 39, de 1.966, e persiste até os dias atuais, por força da Instrução CVM n° 461 de 2.007<sup>47</sup>. Foi a partir dessa imposição da autoridade monetária que as bolsas de valores, concorrendo entre si, aviaram seus respectivos fundos.

**36.** O acervo do fundo não foi formado unicamente por meio de depósitos em espécie. Há, ao menos, outras duas fontes. A primeira, a política de gestão e investimento dos recursos, desenvolvida por cada uma das bolsas e que se mostrou eficiente. Juros e lucros advindos desse trabalho são hoje parte indissociável do MRP.

A segunda, e agora tratando especificamente do MRP da BSM/B3, a construção de um conjunto de *procedimentos internos* que garantem o seu funcionamento e a eficaz reparação dos investidores, nas hipóteses previstas na legislação.

**37.** Ao longo dos anos, a BSM vem concebendo e implementando

---

<sup>47</sup> Cf. artigos 77 e 85 da ICVM 461 de 2.007.

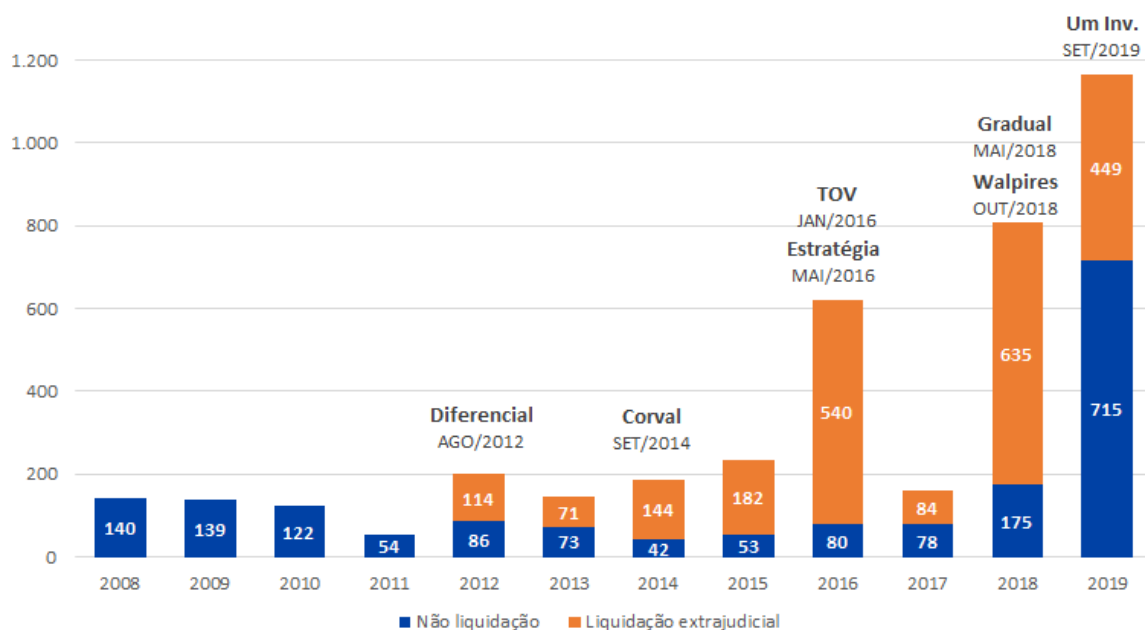
# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

mecanismos para atendimento dos investidores, sistemas operacionais, entre outros instrumentos necessários para que o MRP traga o maior grau possível de segurança aos mercados administrados pela B3. Para esse trabalho, fez-se necessária a contratação, treinamento e organização de equipe multidisciplinar, o desenvolvimento de teses, metodologia e controles, que vão desde o recebimento da reclamação do usuário até o seu ressarcimento monetário, permitindo que o julgamento das demandas seja feito de forma ágil e confiável.

Esse processo trouxe *expertise* para a BSM e a acumulação de vasto capital intelectual. A segurança transmitida para os investidores e para os agentes do mercado assume um valor intrínseco: porque o MRP da B3 funciona bem e é reconhecido por isso, mais investidores são incentivados a trazer suas economias para operações feitas na B3.

**38.** O Relatório Anual de 2018 da BSM demonstra a evolução do seu trabalho de atendimento aos investidores que apresentam reclamações perante o MRP da B3. Essa atuação foi especialmente relevante em momentos de crise, como os anos de 2016, 2018 e 2019, quando ocorreram liquidações judiciais de corretoras:



Fonte: BSM

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

39. Todos esses fatores [depósitos das bolsas de valores e dos intermediários, juros, rendimentos, e a confiabilidade construída no sistema de resarcimento pela BSM] contribuíram para a formação do MRP da BSM/B3.

## V. O descompasso entre as corretoras do presente e do passado

40. Um dos principais argumentos utilizados pela CVM em prol da socialização do MRP da B3 é o de que os depósitos para a sua constituição teriam sido realizados precipuamente pelas corretoras de valores mobiliários. Como é bastante provável que muitos desses agentes também atuem nas novas bolsas de valores, a partilha seria justificável<sup>48</sup>.

41. Primeiramente, como se deixou mais do que claro, o acervo dos fundos de garantia [entre eles os que deram origem ao MRP da B3] foi sendo construído ao longo tempo, com recursos e trabalho de gestão e investimento desenvolvido pela B3 e por suas antecessoras, imprimindo segurança e confiabilidade ao mecanismo. Os valores versados ao fundo [i.e., à bolsa] pelas corretoras atrelavam-se aos negócios desenvolvidos no ambiente garantido e organizado pela BOVESPA e pela BM&F e, posteriormente, pela B3.

42. Adicionalmente, é de se pontuar que boa parte dos intermediários das décadas de 60, 70, 80 e 90 sequer existem mais. É impossível traçar a correspondência entre aqueles agentes e os que hoje operam no mercado.

Alguns dos atuais grandes *players* desse mercado iniciaram suas operações mais recentemente, quando, pelos estudos da Fundação Getulio Vargas, já se havia chegado à conclusão de que o patrimônio do MRP da

---

<sup>48</sup> “O patrimônio do MRP consiste em um patrimônio apartado, que foi formado preponderantemente pelas contribuições diretas dos intermediários, inclusive, no contexto anterior à desmutualização, na condição de associados que detinham direitos de acesso às instituições. Tendo em vista que uma nova entidade administradora do mercado de bolsa tenderá a ter como participantes os mesmos intermediários que contribuíram para a formação do patrimônio do MRP, a unificação desse mecanismo poderia contribuir para a redução de custos de observância e para promover a eficiência na alocação dos recursos” [Edital, p. 17].

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

BM&FBOVESPA contava com recursos suficientes para assegurar as operações da BM&FBOVESPA. Em suma, não há que se falar em correlação entre os atuais intermediários do mercado e os recursos do MRP da B3.

**43.** Essa realidade nunca foi desafiada. Segundo informações da Consulente, nenhuma das corretoras que se retirou do mercado requisitou saques dos valores que havia destinado aos fundos de garantia ou ao MRP. Ao que se sabe, essas corretoras nunca contabilizaram esses valores em seus balanços. Ou seja, as próprias corretoras entendem que os valores versados ao fundo de garantia não lhes pertencem.

## **VI. O compartilhamento compulsório do MRP e a afronta à Constituição Federal. A violação ao direito de propriedade**

**44.** Ficou confirmado que os recursos do MRP são administrados e integram o patrimônio da BSM desde 2.008, quando a então BM&FBOVESPA transferiu-lhe esse cabedal. Ainda que se admita aqui um patrimônio separado/de afetação, esse mesmo patrimônio pertence necessariamente a alguém, e esse alguém é a BSM<sup>49</sup>.

**45.** A reforma regulatória pretende, pela unificação, que o MRP da B3 passe a não somente garantir as operações mantidas no âmbito da B3, mas também aquelas realizadas em novas bolsas de valores que venham a entrar no mercado.

Colocando as coisas de maneira bem direita, a almejada regulação implica **compartilhamento compulsório** do patrimônio da BSM, controlada pela B3. A BSM [e, conseqüentemente, a B3] ficam obrigadas a **compartilhar** o fundo com terceiros, franqueando-lhes o uso de seus ativos.

**46.** Neste passo, faz-se necessário um esclarecimento sobre a atual estrutura de controle e gestão do MRP. Os recursos do fundo integram o patrimônio da BSM, seja ele considerado ou não separado/de afetação. A BSM é uma

---

<sup>49</sup> A existência de contabilização separada em nada modifica essa conclusão.





# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

associação controlada integralmente pela B3. Desta feita, os recursos do fundo não estão diretamente no patrimônio da B3, mas sim em um ente por ela controlado, a BSM.

Há muito se sabe que o poder de controle, como a expressão indica, traz consigo a capacidade fática de determinar os destinos do ente jurídico<sup>50</sup>. O controle é uma posição jurídica que assume dimensão econômica, um *bem imaterial*<sup>51</sup> e, portanto, integra o patrimônio<sup>52</sup> de quem o detém, pertencendo-lhe.

O controle da BSM é detido pela B3, por meio da propriedade de títulos associativos. Por isso, o compartilhamento dos recursos do fundo, na medida em que esvazia o patrimônio da pessoa jurídica que controla, também configura afronta à propriedade da B3.

47. A propriedade privada é um dos fundamentos da nossa República, pilar do sistema de mercado<sup>53</sup> e uma das vigas mestras da nossa Ordem Econômica, conforme posto no artigo 170 da Constituição:

“Artigo 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:

I - soberania nacional;

---

<sup>50</sup> “O controle exprime uma particular situação, em razão da qual um sujeito é capaz de marcar com a própria vontade a atividade econômica de uma determinada sociedade”; “controlar uma empresa significa poder dispor dos bens que lhe são destinados, de tal sorte que o controlador se torna senhor de sua atividade econômica”, são pensamentos de doutrinadores a respeito da natureza do controle, trazidos por Fabio Konder Comparato [O poder de controle na sociedade anônima, 3ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 1.983, 93-94].

<sup>51</sup> Cf. Rubens Requião, “O Controle e a proteção dos acionistas”, Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico, Financeiro, ns. 15/16, 1.974, 31.

<sup>52</sup> Patrimônio há de ser entendido como “o complexo de relações jurídicas ativas e passivas de conteúdo econômico” [Fabio K. Comparato, Direito Empresarial, cit., 359].

<sup>53</sup> “Sem propriedade, não há mercado” [Paula A. Forgioni, A evolução do direito comercial brasileiro. Da mercancia ao mercado, 4ª ed., São Paulo, Revista dos Tribunais, 2.019, 156].

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

- II - propriedade privada;
- III - função social da propriedade;
- IV - livre concorrência;
- V - defesa do consumidor
- [...]”.

Ainda que atada à sua função social, não se pode tomar a propriedade de alguém sem oferecer a devida compensação. Pedindo escusas pela crueza da terminologia, isso é **expropriação**, ou seja, privar o particular de sua propriedade, sem contrapartida. “Sacrificar direitos é sinônimo de expropriar”<sup>54</sup>.

Com efeito, o caput do artigo 5º da Constituição Federal garante o direito à propriedade privada, nos seguintes termos:

“Artigo 5º. Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à **propriedade** [...]”.

O mesmo direito é insculpido no inciso XXII:

“Artigo 5º., XXII - é **garantido o direito de propriedade**”.

Eventual subtração da propriedade privada é admitida em casos excepcioníssimos, **garantida a compensação**<sup>55</sup>. Como exemplo:

“Artigo 5º., XXIV - a lei estabelecerá o procedimento para desapropriação por necessidade ou utilidade pública, ou por interesse social, mediante justa e prévia indenização em dinheiro, ressalvados os casos previstos nesta Constituição”.

Sempre com todo o respeito e acatamento, pretender com uma penada

---

<sup>54</sup> Carlos Ari Vieira Sundfeld, “Revisão da desapropriação no Brasil”, Revista de Direito Administrativo, n. 192, 1.993, 38.

<sup>55</sup> Existe apenas um caso em que a expropriação não é compensada: cultivo de plantas psicotrópicas ou exploração de trabalho escravo. As terras são expropriadas e destinadas à reforma agrária ou programas habitacionais, sem qualquer compensação ao proprietário [artigo 243, CF].

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

obrigar a BSM/B3 a compartilhar bens de sua propriedade, sem a devida compensação, é ato arbitrário e inconstitucional, ainda que dotado das melhores intenções.

## **VII. O compartilhamento compulsório e a violação ao princípio da livre concorrência. A falácia do estímulo à competição**

**48.** Outra viga mestra da nossa Ordem Econômica é a livre concorrência, positivada no inciso IV do artigo 170 da Constituição Federal<sup>56</sup>.

A disputa entre os agentes econômicos traz benefícios a todo o corpo social, pois força a redução dos preços e o aumento da qualidade dos produtos/serviços oferecidos, levando ao incremento da atividade econômica no País. Observava Ascarelli: “A concorrência obriga os produtores a procurarem, constantemente, a melhoria de seus produtos e a diminuição do preço de custo”<sup>57</sup>.

Na disputa pelo mercado, os agentes desenvolvem *vantagens competitivas*, ou seja, elementos que determinam sua superioridade em relação aos atuais

---

<sup>56</sup> “Na tutela da livre-iniciativa (e, portanto, da livre-concorrência) encontra-se um dos principais parâmetros da nossa Lei Antitruste e pauta de sua interpretação. [...] Destaque-se a lição do Min. Carlos Velloso: “... esclareça-se que a ordem econômica, segundo o modelo constitucional brasileiro, fundada na valorização do trabalho humano e na livre-iniciativa, tem por finalidade assegurar a todos existência digna, no rumo da justiça social, objetivos que deverão ser atingidos mediante a observância dos princípios enumerados nos incisos I a IX do art. 170 da Constituição. Um desses princípios, por isso mesmo viga mestra do sistema econômico, é o da livre-concorrência. Quer dizer, tudo aquilo que possa embaraçar ou de qualquer modo impedir o livre exercício da concorrência é ofensivo à Constituição” [Voto do Min. Carlos Velloso, do STF, na ADIn 1.094-8-DF]. Ainda sobre a livre concorrência, v. Eros Roberto Grau e Paula Forgioni, O Estado, a empresa e o mercado, São Paulo, Malheiros, 2.005, 192 e s. Sobre os princípios constitucionais econômicos e sua instrumentalidade para o funcionamento do mercado, v. Paula A. Forgioni, A evolução do direito comercial brasileiro. Da mercancia ao mercado, 4ª ed., São Paulo, Revista dos Tribunais, 2.019, 146 e s.

<sup>57</sup> Tullio Ascarelli, “Os contratos de cartel e os limites de sua legitimidade no direito brasileiro”, Ensaio e pareceres, São Paulo, Saraiva, 1.952, 223.

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

ou potenciais concorrentes, fundados na maior eficiência.

**49.** Já houve intensa concorrência entre bolsas no Brasil. A título exemplificativo, até o ano de 2.007, ao menos **onze** bolsas de valores operaram no mercado brasileiro: [i] Bolsa de Valores do Rio de Janeiro; [ii] Bolsa de Valores Minas-Espírito Santo – Brasília; [iii] Bolsa de Valores do Paraná; [iv] Bolsa de Valores do Bahia Sergipe Alagoas; [v] Bolsa de Valores de Santos; [vi] Bolsa de Valores Regional; [vii] Bolsa de Valores Extremo Sul; [viii] Bolsa de Valores de Pernambuco e Paraíba; [ix] Bolsa de Mercadorias & Futuros; [x] Bolsa Brasileira de Futuros; e [xi] Bolsa de Valores de São Paulo<sup>58</sup>. Infere-se do cadastro geral mantido pela CVM que esses “administradores de mercado” deram origem a fundos que lhes eram vinculados<sup>59</sup>.

**50.** Pelas mais variadas razões, de incompetência até incipiência do mercado, sobreviveram somente as antecessoras da B3. Seu fundo é um ativo por ela controlado e que lhe garante uma vantagem em relação aos seus competidores, atuais e potenciais.

A convicção da Administração Pública de que deve ser introduzida maior concorrência no mercado de bolsas não lhe atribui o poder de subtrair do agente econômico sua vantagem competitiva.

**51.** E mais: ao contrário do que poderia parecer, esse ato regulatório de neutralização [=subtração] artificial de uma vantagem competitiva desestimula a concorrência, e não a fomenta.

Em princípio, quanto mais eficiente o agente econômico, mais benefícios são trazidos para a sociedade. O sistema estimula que a empresa busque a supremacia sobre as demais, garantindo-lhe que seus elementos diferenciais serão protegidos, por exemplo, contra atos de concorrência desleal. Assim, as patentes, desde que concedidas na justa medida, podem ser um estímulo para o

---

<sup>58</sup> Informações trazidas pela Consulente, com base no cadastro geral da CVM: <http://sistemas.cvm.gov.br/?CadGeral>.

<sup>59</sup> Idem.

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

investimento em pesquisa e desenvolvimento; igualmente, sinais distintivos como as marcas permitem a diferenciação do produto e, portanto, que o fabricante colha o que em relação a ele plantou. O Direito protege esses ativos alcançados pelas empresas, capazes de diferenciá-las no mercado.

Se o Direito não atribui a devida proteção/estímulo às vantagens competitivas, arrefece a concorrência entre os agentes econômicos, que deixarão de buscar a superação dos rivais. Não há motivo para ser melhor, se meu adversário pode se apropriar do meu trabalho [vantagem competitiva] a custo zero.

**52.** Equivoca-se quem pressupõe que esse diferencial mercadológico da B3 [detido e fruído por meio do controle da BSM] seria algo por ela ilícito ou sorrateiramente abocanhado. Vimos que o fundo foi construído no correr das décadas, com recursos próprios e com o emprego das mais variadas estratégias que se mostraram eficientes e vencedoras. Forçar o seu compartilhamento significa arrancar do *player* uma ferramenta de disputa lícitamente conquistada; isso desestimula a concorrência, e não a consagra.

A regulamentação pretendida pela CVM levaria os potenciais entrantes, que se valeriam da vantagem competitiva desenvolvida por outrem, à condição de *free riders* no pior sentido da expressão, ou seja, de quem se apossa indevidamente do diferencial desenvolvido por outro, i.e., “secures the benefits without contributing to the costs”<sup>60</sup>.

**53.** Não se desconhece que, em certos contextos, é legítima a imposição do dever de compartilhar estruturas com terceiros, como forma de viabilizar sua atuação no mercado e o bem-estar do consumidor. A *essential facility doctrine* explica que se pode infligir a agente econômico o dever de compartilhar o uso de seus ativos, tangíveis ou intangíveis, com concorrentes atuais ou potenciais<sup>61</sup>. Essas situações são comuns na área de telecomunicações.

---

<sup>60</sup> William Baumol, Welfare economics and the theory of the state, The collected works of James M. Buchanan, Indianapolis, Liberty Fund, 1.999, 83.

<sup>61</sup> Sobre as facilidades essenciais, v. Paula A. Forgioni, Os fundamentos do antitruste, cit.,

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

O dever de compartilhamento lida com bens que se mostram indispensáveis ou marcadamente importantes para que outras empresas, além da proprietária, mantenham-se ou entrem naquele mercado, fazendo a concorrência florescer. Mas, pode-se impor a esse agente proprietário que franqueie aos futuros rivais o acesso/uso de sua fonte de vantagem competitiva, lícitamente conquistada? É inegável que esse acesso beneficiará o concorrente, mas em que casos fomentará a concorrência?<sup>62</sup>

**54.** Em muitas hipóteses, como aponta a Suprema Corte norte-americana, a criação de um dever de compartilhamento é contrária à concorrência, na medida em que se mostra capaz de desestimular a busca pelo diferencial competitivo e pela eficiência<sup>63</sup>. A empresa em posição dominante lutou e deve seguir lutando para conquistar a superioridade em relação a seus adversários; obrigá-la a abrir mão da exclusividade sobre sua “fonte de vantagem” significaria, na verdade, desestimular o incentivo à inovação e ao investimento, em prejuízo do

---

334 e s.

<sup>62</sup> A proteção à concorrência é diversa da proteção ao concorrente individualmente considerado. Aquilo que abala uma empresa pode beneficiar o fluxo de relações econômicas como um todo [Cf. Os fundamentos do antitruste, cit., 151].

<sup>63</sup> Decidiu a Suprema Corte norte-americana no caso *Trinko* [Verizon Communications Inc. v. Law Offices of Curtis v. Trinko, LLP., n. 2-682, julgado em 13.01.2004]: “Firms may acquire monopoly power by establishing an infrastructure that renders them uniquely suited to serve their customers. Compelling such firms to share the source of their advantage is in some tension with the underlying purpose of antitrust law, since it may lessen the incentive for the monopolist, the rival, or both to invest in those economically beneficial facilities. Enforced sharing also requires antitrust courts to act as central planners, identifying the proper price, quantity, and other terms of dealing a role for which they are ill-suited. Moreover, compelling negotiation between competitors may facilitate the supreme evil of antitrust: collusion. Thus, as a general matter, the Sherman Act “does not restrict the long recognized right of [a] trader or manufacturer engaged in an entirely private business, freely to exercise his own independent discretion as to parties with whom he will deal.” “a firm with no antitrust duty to deal with its rivals has no obligation to provide those rivals with a ‘sufficient’ level of service”.

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

sistema econômico<sup>64</sup> e, portanto, do bem-estar social.

**55.** Mas, como determinar, diante de um caso concreto, se o ativo merece ou não ser compartilhado? Um critério universalmente usado, desenhado a partir da jurisprudência norte-americana, diz respeito à possibilidade concreta de reprodução daquele ativo. Ou seja, as “facilities” a serem compartilhadas “could not **practicably** be duplicated by potential competitors”<sup>65</sup>.

Como bem ponderou antiga decisão do CADE: “aplicada sensatamente a doutrina deve satisfazer três condições básicas: o acesso à facilidade deve ser realmente essencial e não meramente conveniente ou menos dispendioso; a justificação do monopolista para negar ou restringir o acesso deve ser levada na devida conta; e se o acesso é de rigor, o concorrente tem que arcar com os custos necessários ao acesso, em condições não menos favoráveis”<sup>66</sup>. No famoso julgamento Direct TV, que nos baliza até hoje, o CADE desenhou esse quadro com precisão. Para justificar a intervenção no domínio privado, “[a] facilidade essencial implica, no mínimo, as seguintes condições: (i) que, sem o acesso àquela estrutura, não exista chance de competição, isto é, que a estrutura seja indispensável à concorrência; (ii) que não seja economicamente eficiente nem possível, para novos entrantes, duplicar a estrutura; (iii) que o controle da estrutura gere ao seu titular o potencial de eliminar a concorrência; (iv) que a facilidade seja efetivamente essencial, como dispõe a literalidade da expressão, e não mera conveniência ou oportunidade menos dispendiosa para o concorrente; (v) que a recusa de disponibilização da essencialidade não possua razão econômica ou

---

<sup>64</sup> Por vezes, o compartilhamento mostra-se importante não apenas para tutelar o bem estar social, mas para estimular a inovação e o desenvolvimento nacional, como em inúmeras situações ligadas à propriedade industrial e intelectual. Essas hipóteses, contudo, nada tem a ver com o caso concreto e o compartilhamento compulsório do fundo garantidor da B3.

<sup>65</sup> Abbott B. Lipsky Jr. e J. Gregory Sidak, “Essential facilities”, Stanford Law Review, v. 51, 1.999, 1.203, citando decisão norte-americana.

<sup>66</sup> Ato de Concentração 54/95. In. Pedro Dutra, A concentração do poder econômico. Jurisprudência anotada, Rio de Janeiro, Renovar, 1.999, v. 2, 1.426.



# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

jurídica justificável e razoável”<sup>67</sup>.

A imposição do dever de compartilhamento é empregada *cum grano salis*, exatamente porque pode prejudicar – e não fomentar – a concorrência. Para que se valide essa verdadeira exceção ao princípio da livre-iniciativa e à livre disposição dos bens empresariais, impõe-se que a estrutura, além de absolutamente necessária à sobrevivência dos competidores no mercado, não possa ser reproduzida.

**56.** Decididamente, os fundos de garantia não se subsomem a nenhum desses casos, longe estão de ser considerados alguma “facilidade essencial” cujo compartilhamento poderia ser cogitado obrigatório<sup>68</sup>.

**57.** Por fim note-se que, em nenhum cenário, cogita-se de que a empresa deva abrir mão da exclusividade de seu ativo sem receber a devida paga. Novamente: isso equivaleria à expropriação. Como tive oportunidade de destacar:

“A questão inicial liga-se à concessão do acesso, e não das condições de remuneração ou de retribuição por esse uso. Estabelecido que a empresa em posição dominante deve abrir seu ativo a terceiros, o passo seguinte diz respeito às condições dessa utilização, isto é, preço,

---

<sup>67</sup> Do voto vista do Conselheiro Celso Campilongo, datado de 20 de junho de 2.001 e publicado na Revista do IBRAC, v. 8, n. 6, 2.001, p. 153 e s. Processo Administrativo n. 53500.000359/99. Disponível em <https://ibrac.org.br/UPLOADS/PDF/RevistadoIBRAC/Revista8n6.pdf>.

<sup>68</sup> Recentemente a corretora XP Investimentos anunciou ao mercado que criaria “fundo de garantias de agentes autônomos”, com o escopo de “construir uma estrutura de resolução rápida em momentos de gestão de crise associada a danos reputacionais”. A todo sentir, a XP visa a atrair investidores, proporcionando-lhes maior segurança e, para tanto, disporá de fundo próprio, ou seja, de uma vantagem competitiva em relação a seus competidores [“XP cria fundo de garantias de agentes autônomos, Valor Econômico, edição de 16 de junho de 2.020, disponível em <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/06/16/xp-cria-fundo-de-garantias-dos-agentes-autonomos.ghml>].



# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

quantidades, períodos etc.”<sup>69</sup>.

**58.** Voltando ao texto do Edital, afirma-se que o compartilhamento do MRP da B3 com novas bolsas de valores reduziria as barreiras de entrada e traria maior eficiência alocativa para os recursos do MRP.

O argumento é compreensível, pois desobrigar um novo entrante de constituir seu MRP [e autorizá-lo a usar o da B3] pode diminuir seus gastos para atender às exigências legais<sup>70</sup> e impulsioná-lo a aventurar-se no mercado mobiliário nacional. Para os potenciais *players*, seria conveniente dispor do colchão da B3, capaz de garantir com eficiência as operações nos seus recintos.

**59.** Contudo, atender a tal conveniência nada tem a ver com estimular o desenvolvimento do mercado de bolsas. Essa estratégia regulatória não privilegia a concorrência, lesando a empresa que se encontra no mercado e cumpriu todos os seus deveres, a tempo e modo. Os potenciais entrantes são artificialmente postos na situação de *free riders*, que “pegam carona” no esforço/investimento/vantagem competitiva alheios, diminuindo o bem-estar social na medida em que são presenteados com os frutos do esforço alheio<sup>71</sup>.

**60.** Permitir que a B3 mantenha o diferencial que licitamente conquistou pode ter o efeito de deslocar a concorrência para aspectos benéficos para o mercado. A Instrução CVM nº 461, de 2.007, elenca alguns aspectos que poderiam constituir diferenciais na disputa da preferência dos intermediários e investidores, tais como:

[i] valor da cobertura máxima do MRP.

Nos termos da Instrução CVM nº 461 de 2.007, esse montante é de R\$70 mil. A BSM oferece a quantia de R\$120 mil. A depender do valor

---

<sup>69</sup> Cf. Os fundamentos do antitruste, cit., 334.

<sup>70</sup> Obrigação de constituir o seu MRP, nos termos do artigo 77 da Instrução CVM nº 471 de 2.007.

<sup>71</sup> Em algumas situações, há claramente o emprego indevido da coibição de ditos “free riders”. Sobre o tema, escrevi em Os fundamentos do antitruste, cit., 379-380.

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

estabelecido, viabiliza-se o ressarcimento de um número maior ou menor de pequenos investidores com o mesmo volume total de recursos;

[ii] definição de quais operações estariam cobertas pelo MRP.

Nem todas são passíveis de ressarcimento, pois podem não se enquadrar no disposto no artigo 77 da Instrução CVM nº 461 de 2.007 e no Regulamento do MRP da B3. Existem outras situações, fora desses limites, nas quais o investidor poderia ter interesse de ser ressarcido;

[iii] definição do perfil de intermediário que a bolsa de valores autoriza a operar no seu mercado<sup>72</sup>;

[iv] definição do procedimento para pagamento dos ressarcimentos aos investidores;

[v] forma de financiamento do MRP;

[vi] valores da taxa de administração do MRP;

[vi] definição dos valores mínimo e máximo do MRP.

**61.** A depender desses e de outros fatores, corretoras e investidores poderiam optar pela bolsa de valores que lhes oferecesse maiores vantagens e atendesse melhor às exigências de seu perfil.

**62.** Ademais, a CVM poderia admitir outros meios para assegurar aos participantes do mercado a restituição de seu investimento, nas hipóteses previstas no artigo 77 da Instrução CVM nº 461 de 2.007.

---

<sup>72</sup> O risco operacional e de crédito do MRP pode ser alterado tendo em vista esses elementos. De acordo com o estudo da Fundação Getúlio Vargas, “O risco operacional, tanto da corretora como da custodiante, influencia o número de demandas, e pode esconder grandes perdas [grande número de clientes] que recairão sobre o MRP” [Metodologia para estimação do valor máximo do patrimônio do mecanismo de ressarcimento de prejuízos (MRP), p. 11]. “O risco de crédito, por sua vez, ocorre quando a corretoras ou custodiante não recompõem o patrimônio do MRP quando este efetua ressarcimento ao investidor” [Revisão das Estimativas dos Parâmetros das Variáveis que integram a metodologia para estimação dos valores mínimo e máximo do MRP, p. 7].

# PAULA A. FORGIONI

PROFESSORA TITULAR E CHEFE DO DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL  
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

## VIII. Conclusão

**63.** Repiso, aqui, a conclusão que adiantei. A pretendida regulação, se implementada conforme exposto no Edital e nas minutas apresentadas, na medida em que obriga o compartilhamento compulsório dos recursos do MRP, violaria frontalmente o direito de propriedade garantido nos artigos 5º, XXII da Constituição Federal, bem assim a livre concorrência, consagrada em seu artigo 170, inciso IV.

**64.** O compartilhamento compulsório de uma vantagem competitiva licitamente conquistada pela B3 significa presentear terceiros com direito de usufruir de ativo que não lhes pertence, isentando-os de buscar os próprios meios e formas para atrair clientela e conquistar mercado. O MRP *não* constitui um ativo essencial à atuação desses agentes no mercado e beneficiá-los dessa forma implica acomodá-los em uma “carona” na vantagem competitiva da B3, desfrutando da posição de *free riders*.

**65.** Os recursos ligados ao MRP para ressarcimento por danos causados pelas corretoras ao atuar no ambiente de bolsa mantido e administrado pela B3 pertencem à BSM e, portanto, são controlados pela B3; esses recursos não integram o patrimônio das corretoras, que sobre eles não possuem direito algum, ao contrário do que equivocadamente supõe a regulação planejada.

É o meu parecer.

São Paulo, 23 de junho de 2020.



Paula A. Forgioni