

Gustavo Tepedino
Professor Titular da Faculdade de Direito
da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

OPINIÃO DOUTRINÁRIA

Prof. Gustavo Tepedino

Professor Titular de Direito Civil e ex-Diretor da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Livre-Docente em Direito Civil pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Doutor em Direito Civil pela Universidade de Camerino (Itália). Visiting Scholar na Universidade de Stanford (Califórnia – EUA). Professor Visitante das Universidades de Molise (Itália); São Francisco (Califórnia – EUA); e Poitiers (França); Pesquisador Visitante do Instituto Max Planck de Direito Privado Comparado e Internacional (Hamburgo – Alemanha). Membro da Academia Internacional de Direito Comparado e da Academia Brasileira de Letras Jurídicas. Presidente do Comitê Brasileiro da Association Henri Capitant des Amis de la Culture Juridique Française e Presidente do Instituto Brasileiro de Direito Civil – IBDCivil.

Honra-nos B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO, solicitando OPINIÃO
DOUTRINÁRIA, com base nos seguintes fatos:

Em 27 de dezembro de 2019, a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) submeteu à audiência pública, por meio do Edital de Audiência Pública SDM n.º 9/19, 3 (três) minutas de Instrução (minutas “A”, “B” e “C”), as quais 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*).

Em síntese, diante do recebimento de manifestações de interesse de administradores de mercado organizado atuantes no exterior, as minutas submetidas ao mercado pela CVM têm como finalidade principal conferir novo tratamento regulatório a determinados assuntos considerados essenciais à garantia do bom funcionamento do mercado de valores mobiliários, na hipótese de vir a existir, no Brasil, mais de um ambiente de negociação, isto é, caso coexistam e concorram diferentes bolsas de valores no território nacional.

Nesse contexto, a Minuta “B” traz propostas relativas à denominada “autorregulação unificada do mercado”, de modo que as entidades e as infraestruturas do mercado de valores mobiliários se submeteriam à única entidade autorreguladora. Alega a CVM que a autorregulação conferiria eficiência ao sistema, mitigando os efeitos

adversos da fragmentação sobre a atividade de supervisão, uma vez que a competência abrangente do autorregulador para regular e supervisionar as atividades desempenhadas pelos diversos participantes atuantes nas cadeias de registro, negociação, liquidação e depósito centralizado de valores mobiliários lhe daria visão integral de todos os processos decorrentes das operações realizadas no mercado.

Além disso, a Minuta “B” traz a debate o atual formato do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (“MRP”), atualmente mantido pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão S.A. (“B3”) – única bolsa de valores, mercadorias e futuros em operação no Brasil –, e administrado pela BM&FBovespa Supervisão de Mercados (“BSM”) – associação civil constituída pela B3 (“Associado Mantenedor”) para realizar, com autonomia administrativa e orçamentária, as atividades de supervisão dos mercados administrados pela B3.

Atualmente, o objetivo do MRP – denominado no passado de *Fundo de Garantia* – consiste em assegurar aos investidores o ressarcimento no valor de até R\$ 120.000,00 (cento e vinte mil reais) por prejuízos causados por Participantes dos mercados administrados pela B3 (corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários), em relação à intermediação de operações de bolsa com valores mobiliários (como compra e venda de ações, derivativos e fundos listados) e serviços de custódia, bem como garantir a cobertura por prejuízos decorrentes da intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial de tais Participantes pelo Banco Central, sendo a BSM a entidade responsável por analisar e julgar as reclamações dirigidas por investidores prejudicados pela atuação inadequada de Participantes da Bolsa.

Considerando a possibilidade de introdução de novos ambientes negociais no território nacional com o surgimento de novas bolsas, a CVM propõe a existência de MRP único, que passaria a ser administrado pelo autorregulador unificado, que vincularia automaticamente as entidades que viessem a ser autorizadas, pela CVM, a administrar mercado organizado de bolsa. A unificação do MRP é apontada pela CVM como forma de redução de custos de observância e de promoção de eficiência, dado que o valor atual do patrimônio do MRP poderia vir a ser suficiente para cobrir os riscos mesmo em ambiente de fragmentação do referido mercado organizado de bolsa.

Segundo a CVM, o patrimônio do MRP traduziria patrimônio apartado, formado preponderantemente pelas contribuições diretas dos intermediários, inclusive na condição de associados que detinham direitos de acesso às instituições. Tendo em vista que as novas bolsas tenderiam a ter como participantes os mesmos intermediários que contribuíram para a formação do patrimônio do MRP, a unificação desse mecanismo poderia contribuir para a (i) redução de custo de observância; (ii) promoção de eficiência na alocação de recursos; e (iii) redução das barreiras à entrada no mercado, evitando que as novas Bolsas tivessem que investir na formação de novo patrimônio ou cobrar contribuições dos intermediários, o que desestimularia que as operações fossem direcionadas para a nova entidade, na medida em que ao custo de cada operação seria acrescida a necessária contribuição para formação de novo MRP.

Desse modo, entende a CVM que a autorregulação unificada revela opção regulatória capaz de trazer benefícios ao mercado, evitando a duplicação de estruturas administradoras de mercado organizado e operadoras de infraestrutura do mercado financeiro. Não obstante,

reconhece que a autorregulação unificada pode impor custos às entidades que deverão obrigatoriamente adotar o modelo.

Para a elaboração desta Opinião Doutrinária, foram examinados os seguintes documentos: (i) Demonstrações financeiras da BMF&BOVESPA e Parecer de auditores independentes, de 8 de maio de 2008; (ii) Comunicado externo da BM&FBOVESPA acerca da Fixação do Valor Máximo do MRP e da criação do MRP 2, de 19 de abril de 2010; (iii) Relatório Técnico acerca da Metodologia para Estimação do Valor do Patrimônio do MRP, de 22 de novembro de 2010; (iv) Comunicado externo da BM&FBOVESPA acerca da Fixação dos Valores Mínimo e Máximo do Patrimônio do MRP e devolução do MRP 2, de 8 de agosto de 2011; (v) Demonstrações Financeiras BM&FBOVESPA, de 2011; (vi) Demonstrações Financeiras do MRP e Relatório de auditores independentes, de 2011; (vii) Relatório Técnico da Fundação Getúlio Vargas acerca da Revisão das Estimativas dos Parâmetros das Variáveis que Integram a Metodologia para Estimação dos Valores Mínimo e Máximo do MRP, de 31 de janeiro de 2014; (viii) Material de Suporte – Apoio à BM&FBOVESPA e à BSM na definição do modelo econômico-financeiro para a atuação da BSM em cenário de fragmentação de plataformas de negociação de ações no Brasil elaborado por ADVISIA OC&C Strategy Consultants, de janeiro de 2016; (ix) Material de Suporte para a Comissão de Valores Mobiliários, elaborado por ADVISIA OC&C Strategy Consultants, de janeiro de 2016; (x) Ofício n.º 47/2019/CVM/SMI acerca do MRP e do processo em curso na CVM para a alteração da ICVM n.º 461/2007, de 10 de julho de 2019; (xi) Opinião emitida pela BSM sobre questões relativas ao MRP identificadas pela SMI como sensíveis, no âmbito do processo de reformulação da Instrução CVM n.º 461/2007, de 4 de setembro de 2019; (xii) Memorando n.º 28/2019-CVM/SMI acerca da natureza do MRP, de 8 de outubro de 2019; (xiii) Parecer n.º

00164/2019/CJU -2/PFE-CVM/PGF/AGU, de 5 de novembro de 2019; (xiv) Edital de audiência pública SDM n.º 9/2019, de 27 de dezembro de 2019.

Diante dos documentos apresentados, a Consulente formula os seguintes quesitos:

1. O MRP é de propriedade da B3?

2. O modelo trazido pela CVM no Edital da Consulta Pública da nova ICVM 461 implica expropriação ou qualquer outra espécie de violação de propriedade da B3?

3. No Edital da Consulta Pública da nova ICVM 461, a CVM trouxe alguns argumentos a justificar que a propriedade do MRP não seria da B3. São eles: (i) patrimônio foi formado por contribuições dos associados das bolsas (intermediários), (ii) caso houvesse liquidação das bolsas mutualizadas, o patrimônio voltaria aos associados, (iii) contribuição da BM&F era, em última instância, uma contribuição das próprias corretoras, (iv) caso houvesse liquidação pós-desmutualização, o patrimônio voltaria aos contribuintes, (v) o MRP2 foi devolvido aos participantes, (vi) não haveria efeito *free rider* de nova bolsa, pois os participantes seriam, provavelmente, os mesmos, (vii) também não haveria

***free rider* para novos participantes, que deveriam contribuir para o MRP; (viii) o patrimônio do fundo e da bolsa não se confundem, cuidando-se de patrimônio de afetação, apartado do titular do domínio. Esses argumentos demonstram inexistir violação da propriedade da B3 para o compartilhamento do patrimônio do MRP com outras entidades administradoras de mercado? Por quê?**

Para responder a tais quesitos, desenvolveu-se a seguir a presente OPINIÃO DOUTRINÁRIA em dois eixos temáticos, cujas conclusões se encontram sintetizadas em ementa, após a qual se seguirão seu desenvolvimento e as respostas específicas aos quesitos formulados.

Síntese:

Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos mantido pela B3 e administrado pela BSM – associação civil constituída pelo grupo B3. Patrimônio garantidor, até certos limites, das operações realizadas nos mercados administrados pela B3, formado por aportes no capital social da B3 e por taxas (ou contribuições) relativas às operações realizadas pelos Participantes, em contrapartida à administração e à manutenção daquele patrimônio destinado à função de garantia.

Destinação específica (titularidade fiduciária) reconhecida pela CVM, que não afasta a proteção constitucional à propriedade privada (art. 5º, XXII e XXIII, C.R.) e ao direito adquirido (art. 5º, XXXVI, C.R.). Titularidade proprietária circunscrita à sua finalidade regulatória em favor dos investidores de cada bolsa de valores,

Gustavo Tepedino

Professor Titular da Faculdade de Direito
da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

segundo modelo adotado historicamente no Brasil. Contribuições dos Participantes diretamente relacionadas aos benefícios disponibilizados aos investidores em determinado ambiente negocial. Taxas ou contribuições que constituem tipicamente a contrapartida pela atuação em ambiente regulado e garantido.

Natureza do MRP intrinsecamente relacionada à vinculação à determinada infraestrutura de mercado de capitais brasileiro. Incompatibilidade de compartilhamento desse patrimônio fiduciário de natureza privada com outras instituições que venham a operar no território nacional. Respeito à propriedade privada e ao direito adquirido. Restrições à utilização da propriedade vinculadas à finalidade de garantia de ambiente com mitigação de riscos, em determinada bolsa de valores. Impossibilidade de expropriação do patrimônio privado em razão da qualidade fiduciária da propriedade. Proteção à boa-fé objetiva por parte dos órgãos reguladores em relação à propriedade privada e à iniciativa econômica.

I. Composição do patrimônio do MRP: histórico e balizas relevantes. Propriedade fiduciária. Patrimônio com destinação específica de garantia

1. Diante de possível cenário de fragmentação e coexistência de infraestruturas diversas de mercado de capitais no território nacional, controverte-se acerca da titularidade e dos limites regulatórios incidentes sobre o MRP, fundo constituído para assegurar aos investidores a mitigação dos riscos (*rectius*, prejuízos) aos quais se submetem em operações realizadas com valores mobiliários,¹ decorrentes de ação ou omissão de Participante (ou de seus administradores, empregados ou prepostos) autorizado a operar nos mercados de bolsa administrados pela B3.²

2. Desde 28 de agosto de 2007, conforme autorizado pela CVM,³ o MRP é administrado pela BSM, entidade de autorregulação,⁴ encarregada de

¹ Sobre a finalidade exclusiva do MRP, dispõe o art. 77, ICVM n.º 461/2007, atualmente em vigor: “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 Central do Brasil; e VI - encerramento das atividades. §1º O mecanismo de ressarcimento de prejuízos previsto neste capítulo aplica-se apenas às operações com valores mobiliários. (...)” (grifou-se).

² Segundo o Glossário da BM&F Bovespa, compreende-se por Participante autorizado a “pessoa jurídica, fundo ou entidade de investimento coletivo com autorização de acesso outorgada pelo Conselho de Administração da BM&FBOVESPA, nos termos de seu estatuto social e da regulamentação em vigor, que segue regras de acesso estabelecidas pela BM&FBOVESPA em regulamento específico, sendo considerados como participantes autorizados: (i) participante de negociação pleno; (ii) participante de negociação; (iii) membro de compensação; (iv) participante de liquidação; (v) agente de custódia; (vi) participante de registro; e (vii) infraestrutura de mercado”.

³ Art. 77, ICVM n.º 461/2007: “(...) §2º. 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*” (grifou-se).

⁴ Acerca da autorregulação, dispõe o art. 73 do Estatuto Social da B3: “a fiscalização e a supervisão (i) das operações cursadas nos Mercados administrados pela Companhia e suas sociedades

fiscalizar e supervisionar as operações cursadas nos mercados administrados pela B3 e seus participantes⁵ (art. 41, Estatuto Social da BSM).⁶

3. Em 26 de agosto de 2008, o antigo Conselho de Administração da BSM aprovou Resolução, em atendimento aos art. 77, V,⁷ e 87,⁸ da ICVM n.º 461,

controladas, (ii) da atuação dos titulares de Autorizações de Acesso, e (iii) das atividades de organização e acompanhamento de mercado desenvolvidas pela própria Companhia e suas sociedades controladas, serão exercidas por sociedade controlada que tenha por objeto o exercício dessa atividade, sem prejuízo das competências previstas para o Presidente estabelecidas na forma da regulamentação em vigor”.

⁵ Sobre as atribuições da BSM, v. o art. 3º do seu Estatuto Social: “A BSM, em cumprimento ao disposto na regulamentação pertinente, tem por objeto social: I – analisar, supervisionar e fiscalizar: a) as ofertas, as operações, os ativos e valores mobiliários depositados, os sistemas de registro, compensação, liquidação e custódia, os registros e as atividades dos Participantes; b) o cumprimento das normas legais, regulamentares e operacionais emitidas pelos órgãos reguladores e autorreguladores a que estejam sujeitos os Participantes, as áreas operacionais e empregados da B3, inclusive em relação à fiscalização do cumprimento das obrigações dos Emissores, apontando as deficiências eventualmente verificadas no cumprimento das referidas normas e acompanhando os programas e as medidas adotadas para saná-las; e c) outras atividades relacionadas ao objeto social da B3, desde que exigidas pelos órgãos reguladores ou demandadas pela B3. (...) VI – *administrar o MRP, nos termos da regulamentação estabelecida pela CVM*; VII – *julgar as reclamações dirigidas por investidores ao MRP, nos termos da regulamentação estabelecida pela CVM*; (...)” (grifou-se).

⁶ Art. 41: “A BSM administrará o MRP, com a finalidade exclusiva de assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão de administradores, empregados, operadores e prepostos de Participante, em relação à intermediação de operações com ativos, títulos e valores mobiliários realizadas no mercado de Bolsa administrado pela B3 e aos respectivos serviços de custódia, na forma da regulamentação em vigor. § 1º. Os bens e direitos integrantes do patrimônio do MRP, bem como seus frutos e rendimentos, não se comunicarão com o patrimônio geral ou outros patrimônios especiais da BSM, e não poderão ser utilizados para realizar ou garantir o cumprimento de qualquer obrigação assumida pela BSM. (...)”.

⁷ Art. 78, ICVM n.º 461/2007: “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: I – descrição da forma de organização e designação de seus administradores, quando couber; II – descrição detalhada da forma de indenização aos reclamantes, dos prazos de pagamento e da forma de correção dos valores; 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 da bolsa a respeito; IV - as instâncias responsáveis pela condução do processo e pela decisão final; V – *origem dos recursos*; VI – valores mínimo e máximo do patrimônio ou montantes mínimo e máximo alocados para o mecanismo de ressarcimento de prejuízos, *os quais devem ser fundamentados na análise dos riscos inerentes à sua atividade*, bem como os critérios de rateio em caso de insuficiência do patrimônio; VII – política de aplicação dos recursos do mecanismo de ressarcimento de prejuízos; e VIII – forma e prazo de reposição ao mecanismo, pela pessoa autorizada a operar que deu causa à reclamação, do valor pago ao reclamante, bem como a penalidade prevista pelo descumprimento desta obrigação” (grifou-se).

⁸ Art. 87, ICVM n.º 461/2007: “O patrimônio ou recursos vinculados ao mecanismo de ressarcimento de prejuízos devem ter escrituração própria e especial, para assegurar a sua destinação exclusiva”.

dispondo, em seus arts. 3º e 6º, sobre a forma de constituição do fundo e sobre sua escrituração própria e especial, *in verbis*:

“Artigo 3º - O patrimônio do MRP é constituído 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, excluídas as operações para a carteira própria; e

c) pelas contribuições pagas, mensalmente, pelos Agentes de Custódia sobre o valor custodiado na CBLC no final do mês anterior ao da cobrança, excluída a posição da carteira própria.

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”.

“Artigo 6º - O patrimônio ou recursos vinculados ao MRP, para assegurar a sua destinação exclusiva, terão escrituração própria e especial”.

4. De tais preceitos decorrem duas conclusões relevantes. Em primeiro lugar, a titularidade do fundo MRP pela B3, administrado por meio de sua associação civil, a BSM, entidade de autorregulação; a segunda, e não menos importante, a finalidade fiduciária⁹ a que se destina com exclusividade o fundo, a justificar sua escrituração própria, nos moldes determinados pela CVM. A compreensão dessas duas vertentes, que caracterizam a propriedade fiduciária em favor da atividade exercida pelo próprio titular, a B3, mostra-se indispensável na espécie.

5. Em relação à propriedade dos ativos que compõem o MRP, desde a constituição dos Fundos de Garantia das bolsas de valores,¹⁰ que o antecederam, não houve alteração substancial quanto à natureza do seu custeio. A primeira parcela constitui-se no patrimônio do Fundo de Garantia, anteriormente mantido pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA).

⁹ Nessa direção, destaca a Professora Milena Donato Oliva: “O vínculo fiduciário se relaciona à maneira como devem ser exercidos os plenos poderes advindos com a titularidade. A título ilustrativo, em caso de propriedade fiduciária que desempenhe função de garantia, o proprietário deverá agir apenas e tão somente para concretizar aludida finalidade” (*Do negócio fiduciário à fidúcia*, São Paulo: Atlas, 2014, p. 45).

¹⁰ Originariamente, a constituição dos Fundos de Garantia, precursores do atual MRP, foi prevista pela Resolução CMN n.º 39/1966, que estabeleceu, em seu art. 47, duas fontes de custeio: “Art. 47. O Fundo de Garantia será contabilizado isoladamente de outros fundos, reservas, bens ou provisões da Bolsa de Valores, e constituído de: I - 25% (vinte e cinco por cento) das importâncias pagas às Bolsas pela aquisição dos títulos patrimoniais de sua emissão; II - taxa, a ser cobrada dos associados das Bolsas, independentemente de quaisquer outras que existam ou venham a existir, e equivalente a 1% (um por cento) das corretagens por eles recebidas, taxa essa que poderá ser elevada, em caráter permanente ou temporário, por decisão do Conselho de Administração da Bolsa de Valores, aprovada pelo Banco Central”. Em 1984, editou-se a Resolução CMN n.º 922/1984, que determinou, em seu art. 69, III, terceira forma de contribuição para a constituição do Fundo de Garantia, constituída pela “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”.

6. Tal Fundo de Garantia, nos termos do art. 45 da Resolução CMN n.º 39/1966, foi impositivamente criado por todas as bolsas de valores então existentes, “com 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 Bolsas” ou do “uso inadequado de importâncias recebidas para compra ou decorrentes de venda de títulos de valores mobiliários”.

7. Desde a década de 60, portanto, o regulador determinou a obrigatoriedade de criação de instrumento com finalidade específica de garantir aos investidores, em cada infraestrutura de mercado que viesse a operar no Brasil, ambiente regulado com mitigação de riscos. Para tal propósito, determinou-se, nos termos do art. 47 da mesma Resolução, que “o Fundo de Garantia seria contabilizado isoladamente de outros fundos, reservas, bens ou provisões da Bolsa de Valores” e constituído de:

“I - 25% (vinte e cinco por cento) das importâncias pagas às Bolsas pela aquisição dos títulos patrimoniais de sua emissão;

II - taxa, a ser cobrada dos associados das Bolsas, independentemente de quaisquer outras que existam ou venham a existir, e equivalente a 1% (um por cento) das corretagens por eles recebidas, taxa essa que poderá ser elevada, em caráter permanente ou temporário, por decisão do Conselho de Administração da Bolsa de Valores, aprovada pelo Banco Central”.

8. Ambas as fontes de custeio corroboram o fato de que as bolsas então existentes eram as legítimas proprietárias do patrimônio que constituía seus respectivos fundos de garantia. A primeira fonte de custeio estabelecia a destinação de 25% (vinte e cinco por cento) do valor pago por cada associado para a aquisição do título patrimonial emitido pela Bolsa de Valores para composição do Fundo de Garantia, de tal maneira que esta significava parcela do próprio patrimônio social da Bolsa (traduzido nos títulos primários por ela emitidos). Trata-se, pois, de patrimônio das Associações (no caso, as Bolsas de Valores, hoje B3) por expressa determinação regulatória (art. 3º da Resolução CMN n.º 39/1966).¹¹

9. A segunda origem de contribuição se constitui, como visto, no pagamento efetuado pelos associados da bolsa, os então corretores de fundos públicos e as sociedades corretoras.¹² Tais recursos aportados pelos associados destinavam-se ao patrimônio da Associação, com personalidade jurídica própria, distinta da de seus membros. Eis a contrapartida pelas atividades de manutenção e administração do fundo de garantia, desempenhadas pelas bolsas, com o propósito específico de trazer segurança aos investidores e ao mercado, para a mitigação dos riscos do respectivo ambiente negocial.

10. Trata-se, como se vê, de taxas – posteriormente denominadas de contribuições – de natureza regulatória, vinculando as operações em bolsa à utilização remunerada do respectivo fundo, cuja manutenção e administração

¹¹ “Art. 3º. O patrimônio social das Bolsas de Valores será inicialmente formado mediante realização em dinheiro e dividir-se-á em títulos patrimoniais cuja quantidade e valor inicial de venda serão fixados pelo Conselho Monetário Nacional, procedendo-se, ao término de cada exercício social, à atualização do valor do referido patrimônio”.

¹² Art. 21 da Resolução CMN n.º 39/1966: “Consideram-se, para os efeitos deste Regulamento, Membros das Bolsas de Valores seus respectivos associados. Parágrafo único. Somente poderão ser admitidas como Membros das Bolsas de Valores as firmas individuais constituídas pelos atuais corretores de fundos públicos e as sociedades corretoras, estas revestidas da forma de sociedade comercial por ações nominativas ou por cotas de responsabilidade limitada”.

permite a preservação da garantia dos investidores do mercado em relação às operações realizadas no âmbito daquela determinada bolsa de valores.

11. Mostra-se relevante, na referida composição do patrimônio do fundo, historicamente assim (sempre e da mesma maneira) estruturado, que o regulador tenha se preocupado em associar o patrimônio social de cada Bolsa (parte do qual destinado, como se viu, à constituição do fundo) às taxas e contribuições resultantes de operações correntes. Assim procedendo – mostra-se lícito inferir –, o regulador determinou duas diretrizes fundamentais: a estrutura proprietária – titularidade privada do fundo por parte de cada bolsa de valores – e a destinação fiduciária de garantia de ambiente com riscos mitigados oferecido aos investidores em todas as operações realizadas no âmbito daquela mesma bolsa, isto é, a exclusiva destinação do fundo à garantia das operações ali realizadas.

12. Diante disso, durante décadas, coexistiu no Brasil multiplicidade de fundos de garantia. Esta estrutura repetiu-se ao longo dos anos, por meio de sequência de atos normativos incidentes sobre as várias bolsas de valores instituídas na experiência brasileira, reservando-se, para cada Associação em que se constituíam, fundo específico, exclusivamente destinado à garantia das operações realizadas no mesmo ambiente de negócios.

13. Em tal perspectiva, mostra-se significativo que, a confirmar essa mesma estrutura de garantia adotada, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (“BVRJ”), ao cessar suas atividades como administradora do mercado de bolsa – a qual foi absorvida pela BM&F e, posteriormente, pela BM&FBovespa –, tenha preservado o fundo de garantia que lhe era pertinente, o qual jamais foi compartilhado com as outras infraestruturas de mercado, diante da existência de

pleitos ainda pendentes de ressarcimento dos investidores daquele ambiente negocial específico. Inclusive, em decisão de 22 de abril de 2019, a CVM decidiu por manter a personalidade jurídica da BVRJ até a liquidação do patrimônio do seu fundo de garantia, a comprovar, ainda uma vez, o fundamento do modelo regulatório brasileiro: para cada infraestrutura, um fundo de garantia correspondente.¹³

14. Há que se compreender, portanto, no modelo regulatório brasileiro, essa característica central quanto à *estrutura* e à *função* dos fundos de garantia. Ao adotar semelhante modelo quando da instituição do MRP, o regulador, imbuído dessa concepção, confere (ao mercado e à(s) Bolsa(s) de Valor(es)) segurança jurídica quanto à propriedade privada, garantida constitucionalmente, e quanto à preservação da função de garantia de mitigação de riscos das operações realizadas naquele ambiente específico.

15. Desse cenário depreende-se que a natureza dos recursos que compõem o MRP – tais quais os que constituíam os antigos fundos de garantia – está intrinsecamente relacionada e vinculada à determinada infraestrutura de mercado. Trata-se evidentemente de opção adotada pelo modelo regulatório nacional, preservada ao longo dos anos, a qual é em tudo e por tudo compatível com os alicerces do direito de propriedade adotados pelo sistema jurídico brasileiro.

16. A rigor, mostra-se vetusta a construção doutrinária que afastou a noção geral de propriedade em favor do conceito de propriedades, de acordo com a

¹³ V. decisão do colegiado da CVM, de 22 de abril de 2019, acerca de pedidos formulados no âmbito do procedimento de alteração do Estatuto Social da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro – Proc. SEI SP 2001/0036, disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190422_R1/20190422_D7688.html, acesso em 31 de março de 2020.

função que desempenha cada titularidade dominical.¹⁴ Significa dizer que as restrições ao aproveitamento econômico da propriedade, impostas por exigências funcionais regulatórias, e voltadas ao atendimento de modelo de governança estabelecido pelo órgão regulador competente, não reduzem a tutela jurídica reservada pelo ordenamento ao proprietário e aos ativos que lhe pertencem.

17. Na espécie, o MRP é mantido pela B3 por meio da BSM – associação civil criada pela B3 com o propósito específico de autorregulação, dotada de autonomia administrativa e orçamentária para a realização das atividades de supervisão dos mercados administrados pela B3. Cuida-se de definição de governança que permite dedicação exclusiva da entidade associativa criada para tal fim, constituída substancialmente por capital da B3.¹⁵

18. Tem-se, assim, modelo de governança destinado à preservação de padrão de controle autônomo da atividade regulatória da Bolsa de Valores, mediante supervisão que leva em conta, dentre outros fatores, a credibilidade da própria Bolsa e a integridade do fundo destinado à garantia de ambiente com mitigação dos riscos a que se submetem os investidores, constituído em seu âmbito ao longo dos anos. Com o mesmo objetivo (regulatório e de governança), o art. 70 da Resolução CMN n.º 922/1984 já previa que “o Fundo de Garantia não integra o patrimônio das Bolsas de Valores, exceto na hipótese de sua extinção, devendo ser escriturado isoladamente”.

¹⁴ Sobre o tema, v. Salvatore Pugliatti, *La proprietà e le proprietà*, in *La proprietà nel nuovo diritto*, Milano: Cedam, 1954, p. 274 e ss.

¹⁵ O patrimônio social da BSM, segundo o art. 12 de seu Estatuto Social, “é de R\$ 20.139.424,14 (vinte milhões, cento e trinta e nove mil, quatrocentos e vinte e quatro reais e quatorze centavos), dividido em 20.000.000 (vinte milhões) de cotas, assim distribuídas entre seus Associados: I – a B3, na qualidade de Associado Mantenedor, possui 19.999.999 (dezenove milhões, novecentos e noventa e nove mil, novecentas e noventa e nove) cotas; e II – Banco BM&F Bovespa possui 1 (uma) cota”.

19. Essa natureza fiduciária dos fundos de garantia foi integralmente preservada na atual regulamentação do MRP, dispondo a ICVM n.º 461/07, em seu art. 87, que “o patrimônio ou recursos vinculados ao mecanismo de ressarcimento de prejuízos devem ter escrituração própria e especial, para assegurar a sua destinação exclusiva”. Na mesma direção, a extinção do MRP, segundo dispõe o parágrafo único do art. 86 da ICVM n.º 461/07, somente será possível na hipótese de perda por completo da finalidade para a qual se destina. É ver-se:

“Art. 86. A descontinuidade ou término do mecanismo de ressarcimento de prejuízos, com ou sem distribuição de recursos aos seus contribuintes, depende de prévia aprovação da CVM.

Parágrafo único. A aprovação deve ser dada mediante a demonstração de que não mais subsiste a finalidade da constituição do mecanismo de ressarcimento de prejuízos, bem como de que não é mais possível a formulação de reclamação a ele, devendo ser comprovado, outrossim, que todos os débitos pendentes foram quitados e que os procedimentos administrativos específicos estão encerrados”.

20. Estabelecida a destinação exclusiva dos ativos que constituem o MRP à função de garantir aos investidores ambiente com riscos mitigados para a realizações de operações naquela bolsa específica, tal circunstância não macula o direito de propriedade do seu titular. Configura-se, dessa maneira, a propriedade fiduciária, adstrita pela ordem jurídica à função estabelecida pelo instituidor, mas que, nem por isso, rompe com o vínculo de pertencimento em relação ao seu

legítimo proprietário e que merece, no ordenamento jurídico brasileiro, tutela constitucional (art. 5º, XXII,¹⁶ C.R.).

21. No caso do MRP, atribui-se difusamente a sua natureza de patrimônio de afetação,¹⁷ sob a premissa de que, por determinação legal, os ativos que o compõem seriam insuscetíveis a qualquer responsabilidade por dívida decorrente de origem diversa da finalidade a que se destina.¹⁸ Como se sabe, uma vez caracterizado o patrimônio apartado ou de afetação, hipótese que depende necessariamente de expressa previsão legislativa,¹⁹ tal autonomia patrimonial torna

¹⁶ “Art. 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, nos termos seguintes: (...) XXII - é garantido o direito de propriedade”.

¹⁷ Cfr. Nelson Eizirik *et al.*, *Mercado de capitais: regime jurídico*, Rio de Janeiro: Renovar, 2008, pp. 224-225: “A bolsa e o fundo de garantia por ela administrado têm patrimônios distintos, que não se confundem, nem se contaminam, constituindo o Fundo de Garantia, portanto, um patrimônio de afetação. O chamado patrimônio de afetação consiste na massa patrimonial independente, segregada do patrimônio geral da pessoa, com o objetivo específico de viabilizar o cumprimento de determinadas finalidades econômicas e jurídicas. De acordo com a teoria do patrimônio de afetação, as pessoas podem ser titulares de mais de uma massa patrimonial, com tratamento e finalidades diferentes e com capacidade para estabelecer relações jurídicas e dívidas próprias, mantendo-se essa massa patrimonial completamente afastada do patrimônio geral de seu titular”.

¹⁸ Conforme observado por Milena Donato Oliva: “o patrimônio separado é vocacionado a garantir, com exclusividade, as dívidas pertinentes ao fim que persegue. Esse efeito da afetação patrimonial constitui eficiente mecanismo jurídico para assegurar, da maneira mais plena possível, a realização da finalidade a que se dirige, pois tem como importante e fundamental consequência blindar o patrimônio separado das vicissitudes atinentes ao patrimônio geral. O escopo que reclama unificação precisa, para ser alcançado com a máxima efetividade, que o patrimônio destacado sirva de garantia somente aos credores que guardem pertinência com a afetação. Por esta razão, o patrimônio segregado responde apenas pelos débitos oriundos da promoção do fim, não já por dívidas estranhas ao escopo da afetação” (*Do negócio fiduciário à fidúcia*, cit., pp. 64-65).

¹⁹ Nessa direção, Milena Donato Oliva: “Somente a lei, de fato, pode estipular as principais consequências jurídicas oriundas da separação patrimonial, haja vista que, em especial, a universalidade patrimonial autônoma (i) constitui, em si mesma, centro autônomo de imputação objetiva composto por situações jurídicas subjetivas ativas unificadas idealmente; (ii) condiciona a conduta de seu titular, o qual deve agir com diligência para a persecução do escopo que a unifica, de modo que a titularidade se encontra funcionalmente vinculada ao fim do patrimônio segregado, o qual serve de parâmetro aferidor da validade dos atos praticados pelo titular relativamente às situações ativas integrantes da massa patrimonial destacada; e (iii) serve de garantia somente aos credores relacionados ao fim que a unifica” (*Do negócio fiduciário à fidúcia*, cit., p. 67).

o ativo invulnerável à ação de execução proposta para a satisfação de qualquer outro crédito que não se vincule à finalidade do patrimônio separado.²⁰

22. Independentemente, contudo, de se caracterizar tal patrimônio como apartado ou de afetação, tecnicamente considerado, mostra-se indubitosa *in casu* a sua função fiduciária, sendo a titularidade fiduciária adstrita aos negócios realizados no específico ambiente da bolsa a que pertence. A atribuição do caráter fiduciário ao MRP decorre da função de garantia desempenhada pelo seu patrimônio, à luz da regulamentação setorial. Tanto o estabelecimento de função fiduciária quanto a caracterização de patrimônio de afetação, ao restringirem a finalidade da utilização dos respectivos ativos, não reduzem, em nada, a qualidade de proprietário ou a titularidade privada do ativo. Vale dizer, há aqui restrição de finalidade, não da qualidade do conteúdo proprietário. Em consequência, no caso do MRP, destinado a servir de garantia às operações levadas a cabo pelos investidores na infraestrutura do seu único proprietário, B3, a pretendida expansão pela CVM de sua utilização para garantia de estruturas diversas, abrangendo todo o mercado, equivale à expropriação de patrimônio privado, *tout court*. Não há se confundir, em uma palavra, restrição de finalidade da propriedade com supressão da titularidade privada.

23. É certo que o titular da propriedade fiduciária utiliza o patrimônio para promover o escopo pretendido. A finalidade de garantia, contudo, não tem o condão de transformar a propriedade privada em coletiva, a determinar o seu

²⁰ Sobre o ponto, registra a doutrina: “os diversos credores do devedor não podem executar seus bens indistintamente, apenas por serem de propriedade do devedor. Caso os bens integrem patrimônio separado, há de se examinar a pertinência do crédito a ser satisfeito com a função daquele patrimônio. Sendo um crédito vinculado ao patrimônio de afetação, poderá o credor executar os ativos que o integram. Ao revés, se o crédito não se relacionar à finalidade desempenhada pela universalidade patrimonial separada, o credor não poderá se satisfazer nos bens que a compõem, devendo executar os ativos que integram o patrimônio geral do credor” (Milena Donato Oliva e Andre Vasconcelos Roque, Patrimônio de Afetação no Novo Código de Processo Civil, in: *Pensar – Revista de Ciências Jurídicas*, vol. 21, n.º 2, Fortaleza, UNIFOR, 2016, pp. 660-661).

compartilhamento com outros sujeitos. Fosse assim, as incorporadoras que se valem do patrimônio de afetação nos seus empreendimentos não teriam a proteção à propriedade privada. De outra parte, *in casu* é a propriedade privada que assegura a consecução da função do MRP como patrimônio fiduciário destinado a garantir ambiente de maior segurança aos investidores.²¹

24. Mostra-se, portanto, equivocado o entendimento de que o patrimônio fiduciário, por se destinar ao cumprimento de finalidade específica, deixa de pertencer a determinado proprietário, tornando-se espécie de fundo coletivo, de propriedade de ente abstrato. Desse modo, não se pode atribuir a propriedade do MRP difusamente ao “mercado”, vez que a finalidade fiduciária não apenas é plenamente compatível com a propriedade privada, como dela depende para sua efetiva realização.²²

25. De outra parte, tais recursos não se tornam de propriedade dos Participantes que, ao longo do tempo, atuaram no mercado de capitais, tendo em conta que tais contribuições, ao serem efetivadas, segundo a regulamentação vigente, destinam-se ao fundo de propriedade da B3, com personalidade jurídica própria, que não se confunde com a pessoa de seus sócios (nem de seus associados à época em que se revestia de natureza jurídica de associação), que contribuem para a formação do patrimônio social. A corroborar tal afirmação, conforme atesta a Consulente: (i) muitos Participantes que contribuíram para a composição do atual MRP não mais existem, não tendo havido qualquer reclamação de “quotas de

²¹ Tal fundo corresponderia analogamente às reservas técnicas que, embora de propriedade das seguradoras, formam-se a partir do pagamento dos prêmios pelos segurados e voltam-se especificamente a garantir o seu interesse legítimo, relativo à pessoa ou coisa, de sorte que se destinam à cobertura dos sinistros em favor dos segurados. Vale dizer: as reservas técnicas, que constituem capital garantidor de todas as obrigações assumidas pelo segurador, apesar de não poderem ser gravadas ou alienadas sem prévia autorização dos órgãos reguladores competentes, diante da finalidade específica a elas atribuída, não excluem a titularidade privada das seguradoras, nem tampouco constituem patrimônio dos segurados a despeito da origem de tais recursos.

²² Observe-se que o mercado não consiste em ente, sequer despersonalizado, inapto, sob qualquer perspectiva, a ser titular de direitos. Daí a impossibilidade de se considerá-lo proprietário do MRP.

participação” de tal patrimônio por ocasião de sua extinção; (ii) Participantes recentemente constituídos, com atuação dominante no mercado nos dias atuais, que, considerando o seu tempo de participação, contribuíram menos para a constituição do MRP, se beneficiam tanto quanto, ou ainda mais, do ambiente de riscos mitigados proporcionado aos seus investidores pelo mecanismo em questão; e, ainda, (iii) no momento de transição da Bolsa de Valores da forma jurídica de associação para sociedade empresária com capital aberto, não houve qualquer restituição de valores aos então associados.

26. Diante do exposto, especialmente considerando que a proteção dos investidores de determinado ambiente negocial só se opera caso assegurada a titularidade privada do patrimônio com escopo de garantir a mitigação de riscos no âmbito daquela específica bolsa de valores, eventual tentativa de esgarçamento da função, de modo a ampliar seu escopo para outros ambientes negociais, equivaleria concomitantemente à expropriação do patrimônio da B3 relativo ao MRP e ao esvaziamento de sua finalidade.

II. Propriedade fiduciária e finalidade de garantia de ambiente com mitigação de riscos: compatibilidade com o regime da propriedade privada. Impossibilidade de expropriação. Proteção, por parte dos órgãos reguladores, à boa-fé objetiva do proprietário

27. Nessa direção, não há de se confundir a finalidade fiduciária (que restringe a sua destinação à função preestabelecida) com a titularidade da propriedade (que define relação de pertencimento entre determinado bem e o seu dono), protegida constitucionalmente como cláusula pétrea (art. 5º, XXII, C.R.). Em se tratando de propriedade fiduciária, o que independe de expressa previsão legal, não há perda de proteção jurídica por parte do seu titular e tampouco qualquer esmorecimento da relação proprietária, posto circunscrita a titularidade à finalidade estabelecida pelos interessados ou fixada pelo órgão regulador. Repita-se ainda uma

vez: a função fiduciária não desviriliza o direito de propriedade do titular do patrimônio, que permanece íntegro, sendo certo que o alcance dessa finalidade tem por pressuposto o reconhecimento da titularidade da propriedade. Em definitivo, o atendimento da finalidade fiduciária não representa a atribuição da propriedade do patrimônio à coletividade, mas antes determina o respeito à propriedade privada, a tornar ilegal qualquer modo de expropriação.

28. Como acima examinado, a B3, por meio da estrutura associativa de autorregulação em que se constitui a BSM, é titular do patrimônio que compõe o atual MRP, considerando-se tanto a origem dos valores que o constituem, quanto o modelo regulatório historicamente construído na experiência brasileira, no qual a finalidade fiduciária foi estabelecida no interesse dos investidores, mas sempre mediante o reconhecimento da propriedade do fundo por cada bolsa de valores, conforme se pode facilmente demonstrar.

29. Nesse sentido, já na década de 60 do século passado, as bolsas de valores possuíam a estrutura de associações civis sem finalidade lucrativa (art. 1º,²³ Resolução CMN n.º 39/1966), cujo patrimônio social seria, como visto, inicialmente formado mediante a realização em dinheiro e a venda de títulos

²³ “Art. 1º. As Bolsas de Valores são associações civis, sem finalidades lucrativas, tendo por objeto social: I - manter local adequado ao encontro de seus Membros e à realização, entre eles, de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre e aberto, especialmente organizado e fiscalizado por seus Membros e pelas autoridades monetárias; II - dotar permanentemente o referido local de todas as facilidades necessárias à pronta e eficiente realização e liquidação dessas transações; III - estabelecer sistemas de negociação que propiciem continuidade de preços e liquidez ao mercado de títulos e valores mobiliários; IV - preservar elevados padrões éticos de negociação e comportamento para seus Membros e para as sociedades emissoras de títulos e valores mobiliários, fiscalizando seu cumprimento e aplicando penalidades aos Membros e às sociedades emissoras que deixarem de corresponder aos referidos padrões; V - divulgar as operações nelas realizadas, com rapidez, amplitude e pormenorizadamente; VI - exercer outras atividades que não contrariem este Regulamento e a legislação vigente, podendo inclusive conceder a seus Membros crédito operacional relacionado com o objeto social ora declarado”.

patrimoniais (art. 3º,²⁴ Resolução CMN n.º 39/1966), emitidos pelas respectivas bolsas de valores. A regulamentação então em vigor determinava que as sociedades corretoras poderiam operar naquela determinada bolsa mediante aquisição de títulos patrimoniais por ela emitidos (art. 4º, par. único, Resolução CMN n.º 39/1966),²⁵ de modo que o valor percebido pela venda dos títulos patrimoniais somado ao valor do investimento inicial das bolsas de valores formavam o seu patrimônio social.

30. Nessa perspectiva, o fundo de garantia, vinculado à bolsa de valores que o gerou, só se extinguiria na hipótese de extinção da própria bolsa, iniciando-se assim modelo regulatório de titularidade fiduciária, associando-se titularidade fiduciária e propriedade privada.

31. Esse modelo regulatório foi, portanto, transmitido, compreendido e amplamente consagrado no mercado de capitais, servindo de base para os investidores que, de boa-fé, calcularam seus riscos e planejaram seus investimentos, lastreando-se na confiança do regime da propriedade privada.²⁶ Essa titularidade privada dos fundos de garantia por parte de cada bolsa de valores foi igualmente confirmada pelo art. 56, da Resolução CMN n.º 39/1966, que disciplinava a

²⁴ “Art. 3º. O patrimônio social das Bolsas de Valores será inicialmente formado mediante realização em dinheiro e dividir-se-á em títulos patrimoniais cuja quantidade e valor inicial de venda serão fixados pelo Conselho Monetário Nacional, procedendo-se, ao término de cada exercício social, à atualização do valor do referido patrimônio”.

²⁵ “Art. 4º. (...) Parágrafo único. O valor do patrimônio assim apurado anualmente, dividido pelo número de títulos patrimoniais em poder dos associados, dará o valor nominal do referido título, vigorante nos doze meses subsequentes, valor nominal esse pelo qual as Bolsas de Valores deverão vender às sociedades corretoras os títulos patrimoniais necessários à sua admissão”.

²⁶ Sobre a boa-fé no mercado de capitais, elucida Judith Martins-Costa: “quanto maior o grau de confiança na conduta alheia, maior tenderá a ser o nível de integração econômica e, com isso, de eficiência e desenvolvimento. Cabe às instituições, portanto, no que se incluem naturalmente os canais reconhecidos de expressão do Direito, como a jurisprudência e a doutrina, a tarefa de reduzir a insegurança e promover a confiança” (*Oferta pública para a aquisição de ações (OPA) – teoria da confiança – deveres de proteção violados – a disciplina informativa e o mercado de capitais – responsabilidade pela confiança – abuso do poder de controle in Revista de direito mercantil*, São Paulo: Malheiros, 2005, pp. 240-242).

liquidação dos Fundos de Garantia, preceituando que as contribuições para o Fundo de Garantia somente poderiam ser devolvidas aos seus associados no caso de dissolução da própria bolsa de valores, única hipótese em que se extinguiria a finalidade de garantia a que se destinava tal patrimônio.²⁷

32. Significa dizer, *a contrario sensu*, que, em qualquer outro cenário em que houvesse a retirada de associados, por exemplo, não seria subtraído um centavo sequer do patrimônio de garantia das operações, a comprovar que os valores ali reunidos não pertenciam aos associados, mas à bolsa de valores.

33. De outra parte, ao contrário da disciplina do Código Civil, que autoriza a previsão estatutária de devolução do patrimônio social da associação sem fins lucrativos a estabelecimento municipal, estadual ou federal, de fins idênticos ou semelhantes, inexistente (e tampouco existiu ao longo do tempo) qualquer previsão estatutária ou regulamentar que direcione as quantias dos fundos, no caso de extinção da Bolsa, a associações correlatas, a demonstrar que o fundo de garantia não fora constituído para favorecer àquela atividade econômica abstratamente considerada, ou para proteger o mercado de capitais como um todo, senão para o específico ambiente de negócios promovido por seu proprietário, em favor do qual o investimento foi realizado.²⁸

²⁷ Art. 56, Resolução CMN n. 39/1066: “as contribuições para o Fundo de Garantia, salvo a hipótese de dissolução da Bolsa, não podem ser devolvidas aos seus associados”. Preceito equivalente foi reproduzido pelo art. 77 da Resolução CMN n.º 922/1984: “Art. 77. “O patrimônio do Fundo de Garantia, salvo hipótese de extinção da Bolsa de Valores, não pode ser repartido entre as corretoras”.

²⁸ Prevê o art. 22 do Código Civil de 1916, com dicção próxima ao art. 61 do Código Civil atual: “Extinguindo-se uma associação de intuitos não econômicos, cujos estatutos não disponham quanto ao destino ulterior dos seus bens, e não tendo os sócios adotado a tal respeito deliberação eficaz, *devolver-se-á o patrimônio social a um estabelecimento municipal, estadual ou federal, de fins idênticos, ou semelhantes.*

Parágrafo único. Não havendo, no Município, no Estado, ou no Distrito Federal, estabelecimento em tais condições, será devolvido o patrimônio à Fazenda estadual, ou à nacional” (grifou-se).

34. De mais a mais, o aludido art. 70 da Resolução CMN n.º 922/1984, que confirmou a escrituração contábil apartada do patrimônio fiduciário em questão, dispunha que “o fundo de Garantia não integra o patrimônio das bolsas de valores, exceto na hipótese de sua extinção, devendo ser escriturado isoladamente”. Tal eventual liquidação dar-se-ia proporcionalmente à participação social de cada cotista no momento da extinção, a confirmar, a um só tempo, que a propriedade do fundo era da bolsa – cuja liquidação implicaria a repartição do patrimônio social por todos os associados – e que às contribuições percentuais que serviram de fonte de custeio se deveria atribuir natureza de contrapartida por sua administração e manutenção.

35. Essa previsão normativa foi apreendida pelo mercado ao longo do tempo. Tanto assim que, conforme atesta a Consulente, as corretoras que encerraram as suas atividades nas bolsas em todos esses anos não incluíram na apuração de seu patrimônio qualquer direito ou expectativa de direito relacionado a eventual participação nos fundos de garantia ou no atual MRP.

36. Na mesma esteira, atos normativos posteriores, a exemplo dos contidos na Resolução CMN n.º 1.656/1989 quanto às formas de custeio dos fundos de garantia (art. 51),²⁹ e na Resolução CMN n.º 2.690/2000 (art. 50),³⁰ não alteraram

²⁹ “Art. 51. O patrimônio do Fundo de Garantia é constituído por: I - percentual das importâncias pagas às Bolsas de Valores pela subscrição dos títulos patrimoniais de sua emissão; II - contribuição a ser paga, mensalmente, pelas sociedades corretoras que operam na Bolsa de Valores, independentemente de quaisquer outras que existam ou venham a existir. Parágrafo único. As contribuições previstas neste artigo serão fixadas pelo Conselho de Administração da Bolsa de Valores, ouvida previamente a Comissão de Valores Mobiliários.

³⁰ “Art. 50. O patrimônio do Fundo de Garantia é constituído por: I - percentual das importâncias pagas às bolsas de valores pela subscrição de títulos patrimoniais de sua emissão; II - contribuição a ser paga, mensalmente, pelas sociedades membros que operam na bolsa de valores, independentemente de quaisquer outras que existem ou venham a existir; e III - outros recursos

tal entendimento, consolidado até hoje, mesmo após o advento da Lei n.º 10.303/2001, que transferiu a competência regulatória das bolsas de valores para a CVM. Do mesmo modo, a vinculação entre a finalidade do fundo e a titularidade privada de seus ativos pela bolsa de valores respectiva restou preservada, especialmente diante do teor do parágrafo único do art. 53 da Resolução CMN 2.690/00, em vigor até a edição da ICVM n.º 461/07, *in verbis*:

“Art. 53. O patrimônio do Fundo de Garantia não pode ser, total ou parcialmente, repartido entre as sociedades membros, salvo na hipótese de dissolução da bolsa de valores.

Parágrafo único. *O patrimônio do Fundo de Garantia poderá reverter à bolsa de valores respectiva, desde que expressamente autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, mediante a demonstração de que não mais subsiste a finalidade da criação do Fundo, bem como de que não é mais possível a formulação de reclamação perante o mesmo, devendo ser comprovado, outrossim, que todos os débitos do Fundo se encontram quitados, bem como que todos os procedimentos administrativos específicos se encontram encerrados*” (grifou-se).

37. Percebe-se, assim, nos sucessivos dispositivos regulamentares passados em revista, que, durante mais de 40 (quarenta) anos, de 1966 até 2007, o Conselho Monetário Nacional construiu o entendimento de que o patrimônio dos fundos de garantia fora constituído por patrimônio das próprias bolsas de valores,

especificados pela Comissão de Valores Mobiliários. Parágrafo único. As contribuições previstas neste artigo serão fixadas pelo Conselho de Administração da bolsa de valores, ouvida previamente a Comissão de Valores Mobiliários”.

às quais pertenciam. A CVM, ao assumir a competência regulatória, não alterou essa compreensão, tal qual percebida pelo mercado, inclusive por corretoras que, em sua liquidação, jamais cogitaram pretender qualquer parcela do patrimônio do fundo. Note-se, nessa direção, que a ICVM n.º 461/07, que passou a regulamentar a matéria, designou os Fundos de Garantia em análise como “Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízo”, sem modificar, contudo, a racionalidade regulatória de governança de mercados de capitais que o acompanha desde as décadas pretéritas (art. 86, ICVM n.º 461/2007).

38. Desse modo, a mencionada regulamentação setorial, que consolidou o reconhecimento da titularidade privada dos fundos de garantia pelas bolsas de valores, despertou nessas últimas a legítima confiança de que os investimentos por elas efetuados nesse ambiente regulatório lhe pertenciam. Em consequência, o compartilhamento desse fundo de garantia em favor de outras entidades representa inequívoca afronta à boa-fé objetiva que deve nortear a atuação de todos os *players* do mercado de valores mobiliários, incluindo o órgão regulador.

39. Nessa direção, a aludida transferência da administração dos recursos do MRP à BSM,³¹ pessoa jurídica autônoma, com objetivo de analisar, supervisionar e fiscalizar as operações e atividades de Participantes no âmbito dos mercados organizados administrados pela B3, não altera tal circunstância, de sorte que a propriedade do patrimônio do MRP por parte da B3 há de ser preservada, vez que adquirida – repita-se ainda uma vez – a partir de investimentos efetuados em ambiente regulatório preestabelecido, com regras estáveis predefinidas, nas quais a B3 legitimamente confiou. A tentativa de subtração desse patrimônio sob qualquer

³¹ Art. 3º, VI, do Estatuto Social da BSM: “A BSM, no cumprimento ao disposto na regulamentação pertinente, tem por objeto social: (...) VI – administrar o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (“MRP”), nos termos da regulamentação estabelecida pela CVM”.

justificativa representa expropriação do patrimônio privado e, como tal, há de ser rechaçada.

40. Vê-se, portanto, a legítima expectativa criada nos interessados, e especialmente na Consulente, quanto à tutela da propriedade privada e dos investimentos realizados ao longo dos anos, bem como quanto à finalidade fiduciária de sua titularidade, o que se constitui, só por si, em direito adquirido por parte da Consulente, como tal constitucionalmente assegurado (art. 5º, XXXVI,³² C.R.).

41. De outra parte, o art. 14 da ICVM n.º 461/07 impõe à B3, como entidade administradora do mercado organizado, o dever de “manter equilíbrio entre seus interesses próprios e o interesse público a que deve atender, como responsável pela preservação e autorregulação dos mercados por ela administrados”. O art. 55 da mesma Instrução, por sua vez, acentua a natureza de contrapartida das contribuições estabelecidas pela B3 para as operações na Bolsa, quais sejam: “a) as contribuições periódicas das pessoas autorizadas a operar e dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação; b) os emolumentos, comissões e quaisquer outros custos a serem cobrados pelos serviços decorrentes do cumprimento de suas atribuições funcionais, operacionais, normativas e fiscalizadoras” (arts. 28, VIII, *a e b* da ICVM n.º 461, 2007).³³ Tais contribuições, independentemente de sua natureza jurídica (*v.g.* contribuição associativa ou taxa regulatória), autorizadas pela regulamentação setorial em contrapartida à

³² “Art. 5º. (...) XXXVI - a lei não prejudicará o direito adquirido, o ato jurídico perfeito e a coisa julgada”.

³³ Depreende-se, ainda, da Cláusula 2.2.4 do Manual de Acesso à B3, a obrigatoriedade de contribuição para o MRP para que o Participante possa atuar no âmbito dos mercados por ela supervisionados: “2.2.4. Contribuição para o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízo (MRP) O participante de negociação que atue no mercado de renda variável deverá recolher contribuição mensal ao MRP, nos termos dos normativos da BSM, exceto se tiver cumprido as obrigações referentes a tal contribuição na condição de participante de negociação pleno, mesmo que anteriormente à outorga da autorização de acesso para atuar como participante de negociação”.

disponibilização aos investidores de ambiente com riscos mitigados, evidencia a titularidade do patrimônio pela B3. Na dicção do dispositivo:

“Art. 55. As *contraprestações* estabelecidas pela entidade administradora de mercado organizado (art. 28, inc. VIII, “a” e “b”) devem ser razoáveis e proporcionais aos serviços prestados, não se constituindo em mecanismo de indevida restrição ao acesso aos mercados por ela administrados.

Parágrafo único. A CVM não aprovará previamente as contraprestações estabelecidas pela entidade administradora, mas poderá solicitar demonstração detalhada de sua formação e determinar sua revisão ou estabelecer limites máximos”.

42. Por outro lado, a titularidade privada do MRP pela B3 não é infirmada pela criação do MRP2, instituído por prazo determinado – com objetivo de vigorar enquanto definido o valor máximo do patrimônio do MRP original,³⁴ em atendimento ao art. 78, VI, da ICVM n.º 461/07.³⁵ Isso porque o Regulamento específico do MRP2, ao contrário das disposições regulatórias acerca do MRP original, estabeleceu expressamente que o novo patrimônio formado poderia ser devolvido aos Participantes. Por outras palavras, caso o valor máximo aprovado

³⁴ Art. 5º do Regulamento do MRP2: “o MRP2 existirá por prazo determinado, iniciado a partir da aprovação deste Regulamento pela CVM e a ser encerrado em até 30 dias da data em que a CVM ratificar o valor máximo do patrimônio do MRP (“Valor Máximo”), proposto pelo Conselho de Supervisão da BSM e aprovado pela assembleia geral da entidade. (...)”.

³⁵ O art. 78 da ICVM n.º 461/07 determinava que “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: (...) VI – *valores mínimo e máximo* do patrimônio ou montantes mínimo e máximo alocados para o mecanismo de ressarcimento de prejuízos, os quais devem ser fundamentados na análise dos riscos inerentes à sua atividade, bem como os critérios de rateio em caso de insuficiência do patrimônio”. Contudo, o Regulamento do MRP então em vigor estipulava apenas valor mínimo para o patrimônio do MRP, sem estabelecer o seu valor máximo.

fosse igual ou inferior ao patrimônio líquido do MRP original, as contribuições, acrescidas da rentabilidade auferida pelo MRP2, seriam restituídas aos Participantes.³⁶

43. Aliás, além do Regulamento específico estabelecer racionalidade regulatória diversa para o MRP2 – determinando expressamente a possibilidade de retorno das contribuições formadoras do novo fundo aos Participantes, considerando o propósito especial de durar enquanto avaliado o valor máximo do patrimônio do MRP original –, o art. 17 do referido Regulamento estabeleceu expressamente que “*nenhuma restituição aos participantes dos mercados, em qualquer hipótese, abrangerá recursos integrantes do patrimônio do MRP*, ainda que o valor do patrimônio do MRP seja superior ao Valor Máximo aprovado pela CVM”, corroborando a titularidade da B3 daqueles ativos que constituem o MRP original.

44. Daqui a conclusão de que qualquer alteração no cenário regulatório, seja qual for a orientação a ser adotada, não poderá desconsiderar o direito adquirido à propriedade do patrimônio fiduciário pela B3, construído por determinação do órgão regulador. O respeito ao direito adquirido e à propriedade privada assume aqui particular importância como vetor de promoção da segurança jurídica em

³⁶ Art. 14º do Regulamento do MRP2: “O Patrimônio do MRP2 poderá ser integral ou parcialmente restituído aos participantes dos mercados, na proporção dos respectivos valores contribuídos, exclusivamente nas hipóteses previstas neste Regulamento.

Art. 15º do Regulamento do MRP2: “Encerrado o prazo de vigência do MRP2, em razão da aprovação do Valor Máximo do MRP pela CVM, o patrimônio do mecanismo deverá ter a seguinte destinação: I – caso o patrimônio do MRP seja inferior ao Valor Máximo, o patrimônio do MRP 2 será incorporado ao patrimônio do MRP, no montante necessário para se atingir o Valor Máximo de tal mecanismo, observado o seguinte: (a) caso o Valor Máximo não seja atingido com a incorporação do patrimônio do MRP 2, os Participantes deverão continuar fazendo suas contribuições regularmente ao MRP, até que o Valor Máximo seja atingido; ou (b) caso o Valor Máximo seja atingido com a incorporação do patrimônio do MRP 2, o saldo remanescente do MRP2 será restituído aos participantes dos mercados, observado o disposto neste Regulamento; II – caso o patrimônio do MRP seja igual ou superior ao Valor Máximo, o patrimônio do MRP2 será integralmente restituído aos Participantes, observado o disposto neste Regulamento”.

mercado de ações ainda incipiente, se comparado ao de outros países, cujo desenvolvimento se encontra visceralmente vinculado à estabilidade das regras estabelecidas, com fundamento nas quais foram efetuados investimentos e tem sido construída, com a união de todos os protagonistas, da B3 e da CVM, a história do mercado de capitais no Brasil.

III. Resposta aos quesitos

1. O MRP é de propriedade da B3?

Resposta: Sim. A B3, por meio da estrutura associativa de autorregulação em que se constitui a BSM, é titular do patrimônio que compõe o atual MRP, considerando-se tanto a origem dos valores que constituem o fundo, quanto o modelo regulatório historicamente construído na experiência brasileira.

A natureza dos recursos que compõem o MRP – tais quais os que constituíam os antigos fundos de garantia – está intrinsecamente relacionada e vinculada à determinada infraestrutura de mercado. Trata-se evidentemente de opção adotada pelo modelo regulatório nacional, preservada ao longo dos anos em respeito ao direito adquirido e à propriedade privada constitucionalmente tutelados.

2. O modelo trazido pela CVM no Edital da Consulta Pública da nova ICVM461 implica expropriação ou qualquer outra espécie de violação de propriedade da B3?

Resposta: Sim. É certo que o titular da propriedade fiduciária não utiliza o patrimônio para si, mas para promover o escopo pretendido. A finalidade de garantia, contudo, não tem o condão de transformar propriedade privada em coletiva, a determinar o seu compartilhamento com outros sujeitos. Pelo contrário: a propriedade privada assegura a consecução da função de garantia do patrimônio fiduciário.

Por outras palavras, a destinação exclusiva dos ativos que constituem o MRP à função de garantia aos investidores de ambiente negocial com riscos mitigados não macula o direito de propriedade do seu titular. Configura-se, dessa maneira, a propriedade fiduciária, adstrita pela ordem jurídica à função estabelecida pelo instituidor, mas que, nem por isso, rompe com o vínculo de pertencimento em relação ao seu legítimo proprietário e que merece, no ordenamento jurídico brasileiro, tutela constitucional.

Trata-se de modelo regulatório transmitido, compreendido e amplamente consagrado no mercado de capitais, servindo de base para os investidores que, de boa-fé, calcularam seus riscos e planejaram seus investimentos, lastreando-se na confiança do regime da propriedade privada. Eventual tentativa de esgarçamento da função de garantia, de modo a ampliar seu escopo para outros ambientes negociais, equivaleria concomitantemente à expropriação do patrimônio que constitui o MRP e ao esvaziamento de sua finalidade.

Assim sendo, qualquer alteração no cenário regulatório, seja qual for a orientação a ser adotada, não poderá desconsiderar o direito adquirido à propriedade do

patrimônio fiduciário pela B3, construído por determinação do órgão regulador. O respeito ao direito adquirido e à propriedade privada assume aqui particular importância como vetor de promoção da segurança jurídica em mercado de ações ainda incipiente, se comparado ao de outros países, cujo desenvolvimento se encontra visceralmente vinculado à estabilidade das regras estabelecidas, com fundamento nas quais foram efetuados investimentos e tem sido construída, com a união de todos os protagonistas, da B3 e da CVM, a história do mercado de capitais no Brasil.

3. No Edital da Consulta Pública da nova ICVM 461, a CVM trouxe alguns argumentos a justificar que a propriedade do MRP não seria da B3. São eles: (i) patrimônio foi formado por contribuições dos associados das bolsas (intermediários), (ii) caso houvesse liquidação das bolsas mutualizadas, o patrimônio voltaria aos associados, (iii) contribuição da BM&F era, em última instância, uma contribuição das próprias corretoras, (iv) caso houvesse liquidação pós-desmutualização, o patrimônio voltaria aos contribuintes, (v) o MRP2 foi devolvido aos participantes, (vi) não haveria efeito *free rider* de nova bolsa, pois os participantes seriam, provavelmente, os mesmos, (vii) também não haveria *free rider* para novos participantes, que deveriam contribuir para o MRP; (viii) o patrimônio do fundo e da bolsa não se confundem, cuidando-se de patrimônio de afetação, apartado do titular do domínio. Esses argumentos demonstram inexistir violação da propriedade da B3 para o compartilhamento do patrimônio do MRP com

outras entidades administradoras de mercado? Por quê?

Resposta: Não. Como visto, a B3 figura como proprietária do patrimônio do MRP, sendo certo que essa titularidade é que assegura o atendimento à sua função de garantir aos investidores ambiente com riscos mitigados. Tal direito de propriedade decorre tanto da origem dos recursos que formam o MRP quanto da regulamentação especial que, por mais de 40 (quarenta) anos, o reconhece. Assim sendo, o compartilhamento do MRP com outras entidades administradoras de mercado representaria verdadeiro confisco, em violação ao direito adquirido e à propriedade privada, protegidos constitucionalmente.

Rio de Janeiro, 1º de maio de 2020


Prof. Gustavo Tepedino