

RECORRENTE: Bolsa de Mercadorias e Futuros – BM&F

RELATOR: Diretor Sérgio Weguelin

### Declaração de Voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade

#### I – A questão controvertida

Como foi muito bem resumido no voto do Diretor Relator, a controvérsia nestes autos diz respeito à obrigação, ou não, do Conselho de Administração da Bolsa de Mercadorias e Futuros - BM&F, de divulgar a certa Corretora de Câmbio Títulos e Valores Mobiliários Ltda. as razões pelas quais decidiu não admiti-la como membro patrimonial da Bolsa, tendo em vista a disposição do art. 12 do Estatuto da Bolsa, que diz:

"Art. 12 – O pedido de admissão como associado da BM&F, condicionado ao cumprimento do estabelecido em seu Regulamento de Admissão, depende da observância das seguintes exigências:

I – atendimento dos pré-requisitos estabelecidos pela Comissão de Credenciamento;

II – aquisição de título da categoria na qual pretenda ingressar; e

III – adesão formal a estes Estatutos Sociais e normas regulamentares.

§ 1º - O pedido de admissão deve ser instruído com os documentos exigidos e que comprovem o atendimento das normas legais, regulamentares e regimentais.

§ 2º - Cumpridas as exigências legais e regulamentares, o Conselho de Administração da BM&F deliberará sobre a admissão ou não de novos associados, **estando dispensado de revelar os motivos de sua decisão** .

§ 3º - Os procedimentos previstos neste artigo aplicar-se-ão aos casos de alienação de controle societário e/ou indicação de administradores de associado pessoa jurídica."

O voto do Diretor Relator, em sintonia com o parecer da Procuradoria Federal Especializada, entende que tal regra, ao permitir a omissão das razões da inadmissão, (i) contraria o art. 25 da Resolução CMN 2.690/00, e (ii) viola princípios constitucionais, notadamente o do contraditório e da ampla defesa, dificultando o exercício, pela Corretora, de seu direito de interpor recurso à assembléia geral da BM&F. Sustenta-se, ainda, que o Parecer CVM/SJU/N.º 074, de 1985 representaria a interpretação da CVM sobre o tema, afastando a possibilidade de alegação de violação, neste caso, do princípio da segurança jurídica, caso se mantivesse tal interpretação.

Entende também o voto do Relator que a discussão travada nos autos, acerca da natureza jurídica das Bolsas — pública ou privada — é irrelevante para o deslinde da controvérsia, sendo certo que a CVM tem por dever assegurar a concorrência entre os agentes de mercado, diminuindo seus custos, o que , no caso concreto, deve nortear uma interpretação que privilegie o direito de acesso de novas corretoras às bolsas, bem como a possibilidade de que a CVM "fiscalize a atuação da Bolsa, verificando e corrigindo eventual desvio cartelizante, sendo essa, inclusive, a razão pela qual a CVM deve ser comunicada sobre a decisão da Bolsa (art. 26, § 2º, da Res. CMN 2.690/00)".

Em razão disto, o Diretor Relator vota no sentido de desprover o recurso da BM&F, "mantendo-se assim o entendimento da CVM de que, em face da legislação vigente, o Conselho de Administração da Bolsa deve expor" à Corretora "as razões pelas quais indeferiu o seu pedido de admissão no quadro societário, sem prejuízo de eventual e futura responsabilização administrativa da BM&F".

#### II – Explicação da principal motivação deste voto

Este processo tem estado em debate no Colegiado por várias sessões, e as inúmeras e relevantes questões que ele suscita, muitas das quais expostas no excelente voto do Diretor Relator, me fizeram refletir muitíssimo sobre o papel da CVM neste caso, e em outros que envolvam questões semelhantes. Por isto, antes de manifestar minha opinião, senti-me obrigado a explicitar as preocupações que nortearam minha análise — ou ao menos aquelas preocupações que fui capaz de identificar no meu próprio raciocínio.

Em seu aprofundado estudo sobre a interpretação do direito, **Eros Roberto Grau** anota que um dos riscos da moderna hermenêutica, com o qual se tem que conviver, é o da inexistência de regras que "ordenem, hierarquicamente, o uso dos cânones hermenêuticos", com o que "eles acabam por funcionar como justificativa a legitimar os resultados que o intérprete se predeterminara a alcançar"[\(1\)](#)

A observação é deveras interessante para nós, que em decisões administrativas terminamos muitas vezes por afetar direitos de terceiros, quase sempre influenciados por nossas visões prévias sobre o mercado e a sua regulamentação. Em outras palavras: como agentes do Estado encarregados da supervisão do mercado de valores mobiliários, o conteúdo de nossas decisões está muitas vezes pré-determinado por nossa visão de como deve desenvolver-se o mercado. Aqueles de nós que tenham uma visão mais tradicional (ou conservadora, se preferirem) quanto ao modelo de organização dos mercados, terão quase sempre uma tendência de apoiar soluções menos interventivas na liberdade de atuação dos agentes. Já os mais preocupados com a necessidade da regulação e seu potencial para desenvolver os mercados, terão muitas vezes uma postura mais limitadora daquela liberdade.

Se nem mesmo o Juiz está imune a considerar seus próprios valores e orientações quando aplica a lei, que dizer de nós, agentes encarregados de supervisionar o mercado, ditar políticas e tomar decisões estratégicas sobre os caminhos a seguir ou a evitar. Não há, de fato, como impedir que consideremos nossa própria visão de mundo ao interpretarmos normas jurídicas.

Mas não é aí, segundo **Mauro Cappelletti**, que reside "o verdadeiro perigo". O perigo está na perversão do modo pelo qual a interpretação se dá. O antídoto, ensina o grande processualista italiano, é simples:

"Numa sociedade aberta e democrática devem ser patentes as reais razões de qualquer escolha judiciária e revelados os conflitos entre as várias soluções possíveis, evidenciando-se, de tal maneira, também os elementos de incerteza, abrindo-se caminho, se for o caso, para intervenções reparadoras do legislador".[\(2\)](#)

O voto do Diretor Relator, atento a tal necessidade, é explícito quanto à razão, ou ao valor principal, que norteara a interpretação nele desenvolvida: o estímulo à concorrência entre os agentes de mercado deve ser a principal preocupação da CVM quando interpretar regras que poder gerar uma restrição àquela concorrência, tendo em vista os benefícios que a concorrência gera ao próprio mercado.

Senti-me, assim, obrigado a deixar também explícitas — até mesmo para refletir sobre elas — "as reais razões" de minha escolha "entre as várias soluções possíveis" para este caso. Após analisar a controvérsia, terminei por escolher o caminho que me pareceu mais de acordo com a segurança jurídica, dada a relevância desse valor para o mercado de capitais, e o fato de que não encontrei, pelas razões que passarei a demonstrar, elementos de convicção, na legislação vigente, que me permitam chegar à conclusão da ilicitude da conduta da BM&F.

### III - A evolução das normas sobre o acesso de membros das Bolsas no Brasil

#### a) a Lei 4.728/65 e a Resolução CMN 39/66

A Lei de Reforma Bancária (**Lei 4.595**, de 31 de dezembro de 1964), em seu art. 4º, inciso XXI, estabeleceu pela primeira vez a competência do Conselho Monetário Nacional – CMN para "disciplinar as atividades das Bolsas de Valores e dos corretores de fundos públicos".

Em seguida, a Lei de Mercado de Capitais (**Lei 4.728**, de 14 de julho de 1965), detalhou, em seu art. 7º, a competência do CMN quanto à edição de normas gerais "a serem observadas na constituição, organização e funcionamento das Bolsas de Valores", inclusive quanto a "**número de sociedades corretoras membros da Bolsa, requisitos ou condições de admissão quanto à idoneidade, capacidade financeira, habilitação técnica dos seus administradores e forma de representação nas Bolsas**".

No exercício dessa competência, o CMN editou, em 20 de outubro de 1966, a **Resolução 39/66**. No que se refere à admissão de corretoras como membros das bolsas de valores, estabeleceu o Regulamento anexo à Resolução 39/66:

"Art. 2º. As Bolsas de Valores dependerão, para o início das operações, de prévio registro no Banco Central e autorização deste, sob cuja supervisão e fiscalização permanente funcionarão, observados os seguintes requisitos básicos:

I – negociabilidade de seus títulos patrimoniais;

II – número limitado de Membros, periodicamente fixado pelo Conselho Monetário Nacional, ouvida a Bolsa de Valores interessada.

III – duração por tempo indeterminado;

**IV - ingresso de novos Membros, após a fundação, mediante simples adesão ao estatuto social e aquisição de título patrimonial à Bolsa de Valores ou a um de seus Membros.**

Art. 7º Competirá privativamente ao Conselho de Administração:

(...)

VII - admitir novos Membros à Bolsa de Valores, ou impugnar-lhes a admissão, na forma do Capítulo II, Seção II, deste Regulamento;

(...)

Art. 8º O Conselho de Administração deverá reunir-se com a presença, no mínimo, da maioria absoluta de seus Membros, e deliberar com 2/3 (dois terços) dos presentes.

Art. 9º Das decisões do Conselho de Administração, relativas aos incisos IV, V, VII e VIII do art. 7º, **cabará recurso da parte interessada ao Banco Central**, interponível até 5 (cinco) dias úteis após ciência do ato recorrido.

**Art. 26. As Bolsas de Valores assegurarão às sociedades corretoras, registradas no Banco Central, o direito de se tornarem seus Membros, desde que cumprido o disposto neste Regulamento e satisfeitas as exigências de seu estatuto social.**

Parágrafo único. As Bolsas de Valores venderão às sociedades corretoras o título patrimonial necessário à sua admissão como Membro, caso o permita a limitação prevista no art. 2º, inciso II.

**Art. 27. As Bolsas de Valores poderão, nos casos em que tiverem fundadas objeções à admissão de determinada sociedade corretora, comunicar os motivos ao Banco Central, que decidirá no prazo máximo de 60 (sessenta) dias, ouvida previamente a interessada.**

Art. 30. A denominação e a sede da sociedade corretora que pretenda tornar-se Membro da Bolsa de Valores, bem como os nomes de seus Diretores e Administradores, serão afixados em lugar público, no interior do prédio da Bolsa de Valores, durante 10 (dez) dias, período em que qualquer dos demais Membros poderá, por escrito e fundamentadamente, opor-se à sua admissão.

**Art. 31. Nos 10 (dez) dias subseqüentes ao término do período estipulado no artigo anterior, o Conselho de Administração da Bolsa de Valores decidirá sobre o pedido de admissão, cabendo à sociedade corretora, no caso de recusa, recorrer no prazo de 10 (dez) dias ao Banco Central que deliberará, dentro de 60 (sessenta) dias, ouvida previamente a Bolsa interessada.**

Art. 32. A deliberação do Banco Central, no caso dos arts. 27 e 31, quando favorável à sociedade corretora, suprirá, para todos os efeitos, a decisão do Conselho de Administração da Bolsa de Valores."

Percebe-se claramente, nessa primeira regulamentação do tema pelo CMN, a preocupação em assegurar o acesso às Bolsas a qualquer corretora registrada no Banco Central do Brasil (arts. 2º e 26), desde que cumprido o disposto na Resolução, e satisfeitas as exigências do estatuto social da Bolsa.

Ao mesmo tempo, contudo, permitiu-se **(i)** que as próprias bolsas formulassem de ofício "**fundadas** objeções à admissão de determinada sociedade corretora", assegurando-se não só o conhecimento dos motivos da objeção como o contraditório sobre elas (art. 27), e **(ii)** que qualquer dos demais membros da bolsa, "por escrito e **fundamentadamente**", se opusesse à admissão de nova corretora (art. 30). Em ambos os casos, caberia a **revisão administrativa** da decisão da Bolsa, pelo Banco Central, por consulta ou recurso (arts. 27 e 31), assegurando-se explicitamente — insista-se — o contraditório, seja em favor da corretora (art. 27) seja da Bolsa (art. 31).

#### b) A Lei 6.385/76 e a Resolução CMN 922/84

Sobreveio então a Lei do Mercado de Valores Mobiliários (**Lei 6.385/76**), que criou a Comissão de Valores Mobiliários e a ela transferiu as competências do Banco Central do Brasil quanto àquele mercado. O art. 17 da Lei 6.385/76 manteve a autonomia "administrativa, financeira e patrimonial" das Bolsas, antes estabelecida pelo art. 6º da Lei 4.728/65, estabelecendo, ainda, na redação original do inciso III do seu art. 1º, que seriam "disciplinados e fiscalizados" segundo seus termos "a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores".

Conservou-se, também, a competência do CMN para, agora por proposta da CVM, aprovar normas gerais, dentre outras matérias, sobre "condições de constituição e extinção das bolsas de valores, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento, exercício do poder disciplinar pelas bolsas, sobre os seus membros, imposição de penas e casos de exclusão, número de sociedades corretoras, **membros da bolsa, requisitos ou condições de admissão quanto à idoneidade, capacidade financeira e habilitação técnica dos seus administradores**; e representação no recinto da bolsa, administração das bolsas; emolumentos, comissões e quaisquer outros custos cobrados pelas bolsas ou seus membros, quando for o caso" (art. 18, inciso I, alíneas c a f, na redação original da Lei 6.385/76).

Em razão de tal alteração legislativa o CMN, de início, editou a **Resolução 680/81**, substituindo parcialmente o Regulamento anexo à Resolução CMN 39/66, exclusivamente quanto à Seção III do Capítulo I, apenas de modo a deixar explicitada a transferência à CVM da competência para apreciar o recurso a que se referia o art. 9º do Regulamento (agora fixada em seu art. 11).

Só em maio de 1984 o CMN aprovou a **Resolução 922/84**, que substituiu integralmente a Resolução 39/66, por ela revogada. Tal Resolução introduziu significativas alterações no regime do Regulamento anterior, pois, dentre outras coisas:

(i) suprimiu a regra do art. 26 do Regulamento anexo à Resolução CMN 39/66, que **assegurava** às corretoras registradas no Banco Central o **direito à admissão** como membros das bolsas de valores;

(ii) suprimiu, em conseqüência, a possibilidade de submissão, pelas bolsas, de consulta sobre a intenção de não admitir corretora como membro, **limitando a possibilidade de revisão administrativa** ao recurso voluntário que fosse interposto pela corretora cuja admissão viesse a ser recusada pela Bolsa de Valores, a requerimento de algum membro (arts. 30 a 32) ou de ofício (art. 18, inciso IX); e,

(iii) **suprimiu todas as outras modalidades de recurso** visando à revisão administrativa de decisões do Conselho de Administração das Bolsas, antes previstas no § 2º do art. 11 do Regulamento anexo à Resolução CMN 39/66, como redação da Resolução 680/81 — quais fossem, os recursos contra as decisões relativas à admissão e ao cancelamento da negociação de valores mobiliários; aos valores de contribuições periódicas e emolumentos; à aplicação de penalidades pelas Bolsas a seus membros; e, à suspensão cautelar das atividades de associado na Bolsa, no interesse do funcionamento do mercado — com a única exceção do recurso das decisões relativas ao pagamento de indenização pelo fundo de garantia.

O texto do Regulamento anexo à Resolução 922/84 deixa evidenciado um passo explícito no sentido de conferir maior autonomia às Bolsas de Valores, provavelmente em face de seu desenvolvimento, depois de quase 20 anos da edição da Lei de Mercado de Capitais (Lei 4.728/65).

Com efeito, na Resolução 39/66 era nítida a preocupação de deixar **expressamente assegurado** o ingresso nas Bolsas de quaisquer corretoras registradas no Banco Central do Brasil (respeitadas as disposições regulamentares e estatutárias), como se vê não só dos termos imperativos da redação do art. 26 de seu Regulamento anexo, como na qualificação ("simples adesão") aos termos do estatuto da Bolsa, no inciso IV do seu art. 2º.

Na Resolução 922/84 a preocupação com a garantia de ingresso de novos membros, deixa, para dizer o mínimo, de ser explícita, não só pela supressão do citado art. 26, como pela alteração substancial dos termos do inciso IV do art. 2º (agora inciso V). Aumenta, sem dúvida, a margem para decisões mais discricionárias por parte das Bolsas, quanto à admissão de seus membros. A comparação das redações nos Regulamentos anexos a ambas as Resoluções é ilustrativa:

Requisitos básicos para o funcionamento das Bolsas de Valores	
Art. 2º, inciso IV, do Regulamento anexo à <b>Resolução CMN 39/66</b> :	Art. 2º, inciso V, do Regulamento anexo à <b>Resolução CMN 922/84</b> :
ingresso de novos Membros, após a fundação, mediante simples adesão ao estatuto social e aquisição de título patrimonial à Bolsa de Valores ou a um de seus Membros	<b>permissão para</b> ingresso de novos membros, <del>após a fundação, mediante a simples adesão ao estatuto social</del> aquisição de título patrimonial <del>à Bolsa de Valores ou a um de seus Membros e o atendimento das exigências estabelecidas por esta Resolução e pela própria Bolsa de Valores.</del>

Apesar disto, contudo, e da extinção de diversas hipóteses de **revisão administrativa** de decisões do Conselho de Administração das Bolsas, foi expressamente mantida a possibilidade de **revisão administrativa**, mediante recurso à CVM, por parte da corretora interessada, na hipótese de sua inadmissão (arts. 31 e 32 do Regulamento)

### c) As Resoluções CMN 1.656/89 e 2.690/00

Sobreveio, então, a **Resolução CMN 1.656/89**, que revogou a Resolução 922/84, **e extinguiu a possibilidade de recurso para a CVM na hipótese de inadmissão de membro das Bolsas**. Com efeito, mantendo embora, no art. 27, a competência do Conselho de Administração das Bolsas para decidir sobre o pedido de admissão, estabeleceu o parágrafo primeiro do mesmo artigo que a reforma da decisão somente poderia ser obtida por decisão da **assembleia geral**, a qual seria comunicada à CVM. Dizia a regra:

"Art. 26. A indicação sobre a denominação e a sede da sociedade corretora, que pretenda se tornar membro da Bolsa de Valores, bem como os nomes de seus administradores, devem ser divulgados no boletim oficial da Bolsa e afixados em lugar público, no interior do prédio da Bolsa de Valores, durante 10 (dez) dias, período em que qualquer dos demais membros pode, por escrito e fundamentadamente, opor-se à sua admissão.

Art. 27. Nos 15 (quinze) dias subseqüentes ao término do período estipulado no artigo anterior, o Conselho de Administração da Bolsa de Valores que se instalará com o quorum mínimo de 2/3 (dois terços) dos conselheiros, decidirá sobre o pedido de admissão.

Parágrafo 1º. A sociedade corretora que tiver seu pedido de admissão denegado poderá obter a reforma da decisão do Conselho de Administração mediante aprovação da metade mais um dos membros da Bolsa de Valores reunidos em assembleia especial convocada e realizada no prazo máximo de 60 (sessenta) dias.

Parágrafo 2º. A decisão final da Bolsa de Valores será comunicada imediatamente à Comissão de Valores Mobiliários." (3)

Tal regra foi inteiramente mantida pela **Resolução CMN 2.690/00**, atualmente em vigor, que pela primeira vez permitiu às Bolsas organizarem-se como

sociedades anônimas, se assim desejarem, e cujos arts. 25 e 26 dizem:

"Art. 25 - A indicação sobre a denominação e a sede da sociedade que pretenda se tornar membro da bolsa de valores, bem como os nomes de seus administradores, devem ser divulgados no boletim oficial da instituição e afixados em lugar público, no interior do prédio da bolsa, durante dez dias, período em que qualquer dos demais membros pode, por escrito e fundamentadamente, opor-se à sua admissão.

Art. 26 - Nos quinze dias subseqüentes ao término do período estipulado no artigo anterior, o Conselho de Administração da bolsa de valores, que, salvo disposição legal em contrário, se instalará com o quorum mínimo de dois terços dos conselheiros, decidirá sobre o pedido de admissão.

Parágrafo 1º - A sociedade membro que tiver seu pedido de admissão denegado poderá obter a reforma da decisão do Conselho de Administração, mediante aprovação da metade mais um dos membros da bolsa de valores reunidos em assembléia especial convocada e realizada no prazo máximo de sessenta dias.

Parágrafo 2º - A decisão final da bolsa de valores será comunicada imediatamente à Comissão de Valores Mobiliários."

Adicionalmente, ambas as Resoluções estabeleceram, dentre as competências do Conselho de Administração das Bolsas, a de "admitir novos membros e permissionários, que operem no recinto ou em sistema mantido pela bolsa de valores, ou impugnar-lhes a admissão, bem como manifestar-se sobre modificações no controle societário das sociedades membros e sobre a indicação de administradores destas" (inciso IX do art. 18 na Res. 2.690, inciso IX do art. 19 na Res. 1.656/00).

Assim, ambas as regras introduziram uma nova possibilidade de impugnação, pelo Conselho de Administração, quanto à permanência de membro na Bolsa, qual seja, a da modificação no controle acionário de corretora membro, também apenas com direito de revisão pela assembléia geral (cf. art. 27 do Regulamento anexo à Res. 2.690, e art. 28 na Res. 1.656/00).

Além disto, desde a edição da Resolução 1.760/90, que acrescentou os §§ 1º a 10º ao art. 12 do Regulamento anexo à Resolução 1.656/89 (e cujo teor foi integralmente mantido pela Resolução 2.690/00, ora vigente), a descrição dos procedimentos e formalidades da assembléia geral, que antes não constava das Resoluções, passou a ser nelas incluída, valendo ressaltar, para as finalidades deste caso, o disposto no § 2º do art. 10 do Regulamento anexo à Resolução 2.690/00 (equivalente ao § 1º do art. 12 da Resolução 1.656/89, com a redação da Resolução 1.760/90):

"§ 2º - A sociedade membro deve exercer o direito de voto no interesse da instituição: considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à instituição ou a outras sociedades membros, ou de obter para si, ou para outrem, vantagem a que não fez jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a instituição ou seus membros"

Também é de se notar que ambas as Resoluções mais recentes, se de um lado transferiram à assembléia geral o poder de rever a decisão de inadmissão proferida pelo Conselho de Administração das Bolsas, de outro lado previram pela primeira vez quorum especial e mais elevado — de 2/3 dos Conselheiros — para a instalação da reunião do Conselho que viesse a tratar dessa matéria específica, e também exigiram que a decisão assemblear que revisse a deliberação do Conselho fosse tomada "mediante aprovação da metade mais um dos membros da Bolsa de Valores" (cf. arts. 26 e 27 dos Regulamentos anexos às Resoluções 2.690 e 1.656 do CMN, respectivamente).

#### d) A Lei 10.303/01 e a Instrução CVM 362/02

Finalmente, com o advento da Lei 10.303/01, "a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros" foram submetidas à supervisão da CVM, na forma da redação dada por aquela lei ao inciso V do art. 1º da Lei 6.385/76. Adicionalmente, foram transferidas à CVM as competências antes atribuídas ao CMN para estabelecer normas gerais sobre as Bolsas de Valores, atribuindo-se ainda à CVM os mesmos poderes no que se refere às Bolsas de Mercadorias e Futuros (art. 18, I, da Lei 6.385/76).

Diante disto, a CVM editou a Instrução CVM 362, de 5 de março de 2002, mandando aplicar às "às bolsas de mercadorias e de futuros, no que couber, o disposto na Instrução CVM no 220, de 15 de setembro de 1994 e na Resolução CMN no 2.690, de 28 de janeiro de 2000", sendo certo que até esta data a CVM não editou norma geral para substituir a Resolução CMN 2.690/00, que continua, portanto, em pleno vigor, e aplicável tanto às Bolsas de Valores quanto às Bolsas de Mercadorias e Futuros.

#### IV - O Estatuto da BM&F

Quando entrou em vigor a Instrução CVM 362/02 vigorava o Estatuto Social aprovado em 06 de dezembro de 2001, o qual já continha, no tocante à admissão de sociedades corretoras como membros da BM&F, a **mesma redação** do Estatuto atualmente vigente, aprovado em Assembléia Geral Extraordinária de 07/12/2004, qual seja:

"Art. 12 – O pedido de admissão como associado da BM&F, condicionado ao cumprimento do estabelecido em seu Regulamento de Admissão, depende da observância das seguintes exigências:

I – atendimento dos pré-requisitos estabelecidos pela Comissão de Credenciamento;

II – aquisição de título da categoria na qual pretenda ingressar; e

III – adesão formal a estes Estatutos Sociais e normas regulamentares.

§ 1º - O pedido de admissão deve ser instruído com os documentos exigidos e que comprovem o atendimento das normas legais, regulamentares e regimentais.

§ 2º - Cumpridas as exigências legais e regulamentares, o Conselho de Administração da BM&F deliberará sobre a admissão ou não de novos associados, **estando dispensado de revelar os motivos de sua decisão** .

§ 3º - Os procedimentos previstos neste artigo aplicar-se-ão aos casos de alienação de controle societário e/ou indicação de administradores de associado pessoa jurídica."

Tal regra consta do Estatuto da BM&F, mais ou menos com a mesma redação, há muitos e muitos anos. Com efeito, o Estatuto aprovado em 1991 assim dispunha, no § 2º do art. 12:

"§ 2º - **Independentemente do atendimento de todas as exigências legais e regulamentares** , a Bolsa terá poder discricionário para deliberar sobre a admissão de novos membros, **estando dispensada de revelar os motivos da impugnação** ."

Em 2000 tal regra sofreu modificação para afastar a possibilidade de admissão "independentemente do atendimento de todas as exigências legais e regulamentares", segundo análise discricionária da Bolsa, mantendo-se contudo a dispensa de revelação dos motivos da eventual rejeição:

"§ 2º - **Cumpridas as exigências legais e regulamentares**, o Conselho de Administração da BM&F deliberará sobre a admissão ou não de novos associados, estando dispensado de revelar os motivos de sua decisão."

A nova redação não deixa dúvida quanto à possibilidade de não admissão de sócio que tenha cumprido "as exigências legais e regulamentares", pois tal cumprimento é condição para que o Conselho delibere "sobre a admissão **ou não** de novos associados", sempre assegurada, pela regra, a possibilidade de **não revelação** dos motivos da decisão.

#### **V – Preliminares argüidas pela BM&F**

A BM&F argüi duas preliminares em seu recurso, a primeira delas dizendo respeito à suposta violação, pela manifestação de entendimento da CVM, de ato jurídico perfeito e de direito adquirido — na medida em que seu estatuto foi aprovado pela CVM. A preliminar, a meu juízo, não merece prosperar, pois me parece que a CVM pode e deve manifestar seu entendimento quanto à interpretação adequada dos estatutos que aprova, como o das Bolsas.

É certo que a CVM deve, a meu juízo, interpretar tais estatutos nos limites do papel que a Lei e a Regulamentação a ela atribuem, mas esta parece-me uma questão de mérito, e por isto será considerada mais adiante neste voto.

A segunda preliminar argüida diz respeito à suposta nulidade do processo, por desrespeito à liberdade de associação, constitucionalmente assegurada. Tal alegação, evidentemente, diz respeito ao mérito, na medida em que influirá na decisão sobre a correta interpretação a ser dada ao estatuto e ao papel da CVM quanto à situação de fato a ela submetida.

Por fim, alega a BM&F ter sido cerceada sua defesa, o que não procede, pois foi ouvida antes da manifestação da PFE/SMI sobre o caso, sendo-lhe ainda assegurada a manifestação através do recurso agora examinado, antes de ser proferida manifestação final por esta autarquia.

Assim, acompanho o voto do Relator quanto à rejeição das preliminares.

#### **VI – Mérito**

##### **a) O Papel atual da CVM quanto à admissão de membros das Bolsas**

Em minha opinião, após o exame da evolução das regras do CMN relativas à organização e às atividades das Bolsas pelo CMN, inclusive e especificamente quanto ao tema da admissão de membros, impõe-se a conclusão de que a Regulamentação brasileira caminhou explicitamente pela estrada da maior liberdade de poder decisório às Bolsas, em várias matérias originalmente submetidas à **revisão administrativa** estatal.

Não só especificamente o recurso contra a decisão de inadmissão de membro, criado pela Resolução 39/66 (então para o Banco Central) e mantido pela Resolução 922/84 (já aí para a CVM), mas todos os demais recursos previstos originalmente na Resolução 39/66(4) foram suprimidos a partir da Resolução CMN 1.656/89, que transferiu à assembléia geral das Bolsas o exame da irresignação.

Este fato, acompanhado dos outros que mencionei no exame da evolução regulamentar, como a disciplina do voto nas assembléias e a elevação do quorum nas assembléias e nas reuniões do Conselho de Administração que tratassem especificamente da admissão de membros, a partir de 1990, me parece não deixar qualquer dúvida quanto ao fato de que tal matéria foi objeto de preocupação específica do CMN, no exercício de suas competências, agora transferidas à CVM.

Também se percebe, no exame da regulamentação, que a maior preocupação inicial do CMN, de assegurar a competitividade e o crescimento das Bolsas, foi se reduzindo, o que era natural após muitos anos de funcionamento e aprimoramento do mercado. Isto talvez explique porque, na época da Resolução 39/66, havia um direito muito explícito à admissão das corretoras autorizadas pelo Banco Central como membros das Bolsas, o qual foi paulatinamente enfraquecido a partir da Resolução CMN 922/84, seja pela não reedição do art. 26 do Regulamento anexo à Resolução 39/66, seja pela mudança de redação do seu art. 2º.

O voto do Diretor Relator entende que a transferência do poder revisor da inadmissão de membro, do órgão estatal supervisor para a assembléia da Bolsa, foi decorrência de uma adaptação à Constituição de 1988, "que acolheu amplamente o princípio da liberdade de associação", sendo "muito mais ampla do que as anteriores no acolhimento das liberdades individuais e coletivas". Não é aí, data venia, que enxergo o principal motor da alteração regulamentar.

A Constituição de 1967, no § 28 do art. 150, continha as mesmas disposições quanto ao tema existentes na Constituição de 1988, (5) tendo a emenda nº 1, de 1969, restringido tal liberdade às associações "com fins lícitos", retração ditatorial que por certo não tinha em mira as Bolsas de Valores. Além disto, como procurei demonstrar, o recurso mantido pela Resolução 922/84 era um resquício da Resolução 39/66, que continha, como visto, muitas outras hipóteses recursais, as quais foram abandonadas muito antes da Constituição de 1988.

Na verdade, a única conexão que se poderia fazer entre a Constituição de 1988 e a Resolução 1.656/89 seria basicamente genérica, no sentido de que, com os novos tempos de liberdade, mais se respeitaria a atividade privada. Contudo, como sabemos, a Constituição de 1988 prestigiou uma maior intervenção estatal na atividade econômica privada através da regulação, de maneira que nem mesmo indiretamente a norma Constitucional parece ter dado causa à autorização regulamentar.

Parece-me que a extinção do último recurso que permitia a intervenção da CVM como revisora de decisões de caráter associativo das Bolsas teve por finalidade mais clara livrar a própria CVM da difícil missão que até então lhe era atribuída. Com efeito, tanto o Banco Central como a CVM autorizam as atividades das corretoras, que por sua vez podem tornar-se membros das Bolsas. E até hoje o Banco Central e a CVM somente autorizam pessoas físicas a atuarem como administradores de tais corretoras depois de ouvirem a Bolsa a que a corretora é ligada.

Em outras palavras: a possibilidade de intervenção da CVM, como órgão revisor, de uma decisão que não era tomada com base exclusivamente em critérios objetivos, complicava sobremaneira a tarefa da autarquia, que se via obrigada a examinar questões subjetivas que porventura tivessem sido consideradas pela Bolsa — como, por exemplo, tradição, desempenho em operações anteriores, condutas anticompetitivas, e outros elementos subjetivos que poderiam, em tese, ser examinados.

Daí ter sido, a meu sentir, absolutamente adequada a decisão, tomada pelo CMN em 1989, de não mais admitir que o pedido de revisão da decisão de indeferimento fosse dirigido à CVM, transferindo tal competência para a assembléia geral, e determinando apenas a comunicação da decisão final à CVM. Ao fazê-lo, o CMN, adicionalmente — como procurei demonstrar —, preocupou-se em prever pela primeira vez quorum especial e mais elevado de instalação da reunião que viesse a tratar dessa matéria específica — de 2/3 dos Conselheiros —, e em exigir que a decisão assemblear que revisse a

deliberação do Conselho fosse tomada "mediante aprovação da metade mais um dos membros da Bolsa de Valores" (cf. arts. 26 e 27 dos Regulamento anexos às Resoluções 2.690 e 1.656 do CMN, respectivamente).

Este, e os outros fatos que destaquei quando analisei a evolução legislativa (como a introdução da possibilidade de impugnação, pelo Conselho, da modificação no controle acionário de corretora membro, também apenas com direito de revisão pela assembléia geral, e a disciplina detalhada do exercício do voto a ser proferido), indicam claramente que o CMN preocupou-se, ao revogar a Resolução 922/84, em alterar de forma indiscutível a disciplina da admissão de sócios, transferindo integralmente às Bolsas a responsabilidade pela matéria, mas de outro lado assegurando-se que as decisões seriam tomadas com maioria qualificada.

Tendo debatido tão intensamente esse tema, a ponto de sucessivamente alterar os Regulamentos em pontos a ele referentes, e de maneira interligada com outras medidas de proteção, o CMN não optou por exigir, nem em linha de princípio, um procedimento que assegurasse o contraditório quanto às razões das Bolsas, tendo somente assegurado a possibilidade de revisão da decisão do Conselho de Administração pelo órgão máximo societário, isto é, a Assembléia Geral.

Assim, me parece que se a CVM tem o poder de baixar normas gerais sobre o tema, como tinha o CMN, e se entende que a matéria não ficou bem tratada na regulamentação ora vigente, pode, com todo o processo prévio de audiência pública que caracteriza suas ações regulatórias, passar a exigir requisitos diversos, exclusivamente objetivos, para a admissão de corretoras como membros de Bolsa. Mas não me parece que a CVM possa, em um caso concreto, assumir um papel revisor que ela não mais detém, para concluir que a regra estatutária que dispensa a exposição do fundamento da rejeição pela Bolsa seja superada.[\(6\)](#)

#### b) Fundamentação da decisão do Conselho de Administração e Princípio do Contraditório

O voto do Diretor Relator entende que a exposição do fundamento da decisão do Conselho de Administração é requisito necessário ao exercício, pela corretora, do seu recurso à Assembléia, e que, portanto, uma interpretação do Regulamento anexo à Resolução 2.690/00 conforme a Constituição tem que assegurar o contraditório sobre o tema, a ser exercido através de tal recurso.

Meu entendimento, entretanto — sem nem de longe negar a razoabilidade da preocupação do Relator — é o de que, como também procurei demonstrar com a descrição da evolução regulamentar da matéria, tal caráter contraditório foi suprimido do debate sobre a admissão de membros da Bolsa.

A comparação entre os arts. 25 e 26 do Regulamento anexo à Resolução 2.690/00, e os arts. 27, 30 e 31 daquele anexo à Resolução 39/66 deixa claro, em meu entendimento, que de um caráter contraditório, perfeitamente adequado a uma decisão que seria revista por um órgão externo e estatal, passou-se a um procedimento societário, que em regra dispensa (salvo disposição expressa em contrário), explicitação da motivação de voto:

Regulamento anexo à Resolução CMN 2.690/00	Regulamento anexo à Resolução CMN 39/66
<p>Art. 25 - A indicação sobre a denominação e a sede da sociedade que pretenda se tornar membro da bolsa de valores, bem como os nomes de seus administradores, devem ser divulgados no boletim oficial da instituição e afixados em lugar público, no interior do prédio da bolsa, durante dez dias, período em que qualquer dos demais membros pode, <u>por escrito e fundamentadamente</u>, opor-se à sua admissão.</p> <p>Art. 26 - Nos quinze dias subseqüentes ao término do período estipulado no artigo anterior, o Conselho de Administração da bolsa de valores, que, salvo disposição legal em contrário, se instalará com o quorum mínimo de dois terços dos conselheiros, decidirá sobre o pedido de admissão.</p> <p>Parágrafo 1º - A sociedade membro que tiver seu pedido de admissão denegado poderá obter a reforma da decisão do Conselho de Administração, mediante aprovação da metade mais um dos membros da bolsa de valores reunidos em assembléia especial convocada e realizada no prazo máximo de sessenta dias.</p> <p>Parágrafo 2º - A decisão final da bolsa de valores será comunicada imediatamente à Comissão de Valores Mobiliários."</p>	<p>Art. 27. As Bolsas de Valores poderão, nos casos em que <u>tiverem fundadas</u> objeções à admissão de determinada sociedade corretora, comunicar os motivos ao Banco Central, que decidirá no prazo máximo de 60 (sessenta) dias, <b>ouvida previamente a interessada</b>.</p> <p>Art. 30. A denominação e a sede da sociedade corretora que pretenda tornar-se Membro da Bolsa de Valores, bem como os nomes de seus Diretores e Administradores, serão afixados em lugar público, no interior do prédio da Bolsa de Valores, durante 10 (dez) dias, período em que qualquer dos demais Membros poderá, <u>por escrito e fundamentadamente</u>, opor-se à sua admissão.</p> <p>Art. 31. Nos 10 (dez) dias subseqüentes ao término do período estipulado no artigo anterior, o Conselho de Administração da Bolsa de Valores decidirá sobre o pedido de admissão, cabendo à sociedade corretora, no caso de recusa, recorrer no prazo de 10 (dez) dias ao Banco Central que deliberará, dentro de 60 (sessenta) dias, <b>ouvida previamente a Bolsa interessada</b>.</p>

Como se vê, ao não mais contemplar a consulta da Bolsa à autoridade sobre a admissão de membro, nem tampouco o recurso do membro inadmitido à autoridade reguladora, a regulamentação do CMN **extinguiu** explicitamente o procedimento contraditório que até então se assegurava em ambos os casos (direito da corretora manifestar-se, no caso de consulta da Bolsa, direito da Bolsa manifestar-se, no caso de recurso da corretora).

Por isto, me parece uma interpretação excessivamente ampliativa, para o caso concreto, aquela que entende que, ao manter-se, na Resolução 2.690/00, a obrigação dos outros membros da Bolsa de fundamentar suas objeções a um candidato, quis o CMN assegurar o direito da Corretora de conhecer a fundamentação da decisão do Conselho de Administração.

Fosse isto verdade, e então, em minha opinião, o contraditório deveria ser assegurado antes da decisão do Conselho de Administração, o que não ocorre, nem foi considerado indevido pela própria Corretora.

Assim, prefiro crer que a fundamentação pelos demais membros impugnantes, desde sempre exigida, tinha e tem por finalidade permitir a análise de tal impugnação pelo Conselho de Administração, e não se relaciona com a garantia constitucional do contraditório e da ampla defesa.

#### c) A natureza da decisão da Assembléia Geral das Bolsas quanto à inadmissão

A questão que remanesce, a meu ver, diz respeito à necessidade de a assembléia, que eventualmente examinará o pedido de revisão pela corretora membro inadmitida pelo Conselho de Administração, conhecer os fundamentos da decisão do Conselho.

Em outras palavras: pode a assembléa prescindir do conhecimento dos fundamentos adotados pelo Conselho de Administração para adotar a deliberação assemblear de admissão ou inadmissão?

A resposta a tal questão, a meu ver, passa pela análise da natureza da deliberação assemblear a ser tomada. E, curiosamente, a natureza de tal decisão é explicada pela própria regra aqui controvertida, que dispensa o Conselho de Administração de manifestar o fundamento de sua decisão de inadmissão.

Com efeito, ao dispor, no § 2º do art. 12, que "o Conselho de Administração da BM&F deliberará sobre a admissão ou não de novos associados, **estando dispensado de revelar os motivos de sua decisão**", e considerando o cabimento do pedido de revisão de tal decisão pela assembléa (em obediência ao disposto no art. 31 do regulamento anexo à Resolução CMN 2.690/00), o estatuto confirma que o Conselho, neste caso como na maioria das vezes, age por delegação da assembléa, que é, afinal, o órgão que tem o poder de decidir sobre a admissão de membros.

Ao dispensar a revelação da justificativa pelo Conselho de Administração (delegatário), o estatuto confirma a natureza discricionária da decisão a ser tomada pela assembléa (delegante), mantendo a regra vigente para esta, que é a da dispensa de motivação explícita. Para a formação da deliberação assemblear, os sócios (no caso associados) estão submetidos exclusivamente ao dever de votar no interesse da companhia (no caso da associação), na forma do art. 115 da Lei das S.A., reproduzido no § 2º do art. 10 do regulamento anexo à Resolução CMN 2.690/00, sem obrigação de revelar seus motivos. Repita-se a regra constante do regulamento:

"§ 2º - A sociedade membro deve exercer o direito de voto no interesse da instituição: considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à instituição ou a outras sociedades membros, ou de obter para si, ou para outrem, vantagem a que não fez jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a instituição ou seus membros"

As decisões de um Conselho de Administração, embora sempre exercidas em delegação do poder assemblear, podem ter, por vezes, natureza ou ritos distintos daqueles adotados quando a decisão compete à assembléa. Tomem-se dois exemplos opostos.

Na deliberação de eleição da diretoria o Conselho de Administração atua sem obrigação de motivar seus atos, ou explicitar sua motivação. A razão básica, para isto, é a impossibilidade de responsabilização dos membros do Conselho, perante a companhia, por sua decisão em tal matéria — salvo, naturalmente, se não observarem os requisitos objetivos elencados pelos §§ 1º e 2º do art. 147 da Lei das S.A.

Imagine-se, agora, o caso da deliberação do Conselho de Administração quanto a uma proposta de aumento de capital formulada pela Diretoria. Neste caso os administradores respondem caso não justifiquem adequadamente as razões pelas quais escolheram este ou aquele critério para fixação do preço de emissão das ações.

A diferença de natureza entre ambas as deliberações está na potencial responsabilidade do administrador pelo ato decisório, que impõe seu dever de justificação explícita. Como afirmei recentemente em um voto envolvendo questão de aumento de capital de uma companhia aberta (processo RJ2004/5476, reunião do Colegiado de 01.03.2005):

"A disposição do §7º do art. 170 da lei não é apenas de caráter informacional. Ela contém, também, um elemento relevante de prestação de contas e responsabilização (accountability e liability), destinando-se reforçar o comprometimento dos administradores com os critérios escolhidos e propostos à assembléa, bem como sua eventual responsabilização no caso de falha em seus deveres de diligência e probidade."

É esse elemento de prestação de contas e responsabilização que me parece claramente faltar na decisão atribuída pela Resolução 2.690/00 à assembléa geral das Bolsas. E considerando o fato de que, ao contrário do que ocorre, por exemplo, com a deliberação de aumento de capital, o Conselho de Administração, no caso da admissão de corretora membro, está expressamente dispensado pelo Estatuto de expor os motivos de sua decisão, entendo que a natureza discricionária da decisão assemblear está confirmada por tal disposição estatutária, não se impondo, por isto, como condição à deliberação da assembléa, o conhecimento dos fundamentos do Conselho.

Trata-se, em verdade, a revisão pela assembléa, de uma nova decisão. Trata-se do direito, atribuído à corretora inadmitida pelo Regulamento anexo à Resolução 2.690/00, de obter que a decisão sobre sua admissão seja tomada não pelo órgão representativo, que é o Conselho, mas pelo órgão pleno, que é a assembléa.

O exercício desse direito independe do conhecimento das razões do Conselho de Administração, porque não são elas que serão examinadas. Não há critérios objetivos a seguir, nem controle externo, como havia à época das Resoluções CMN 39/66 e 922/84. Há uma deliberação de admissão, a qual, tanto como aquela do Conselho, deve ser tomada apenas tendo em conta os atributos da corretora candidata, e o interesse da Bolsa e de seus membros.

Qualquer outra natureza, para tal decisão, somente pode vir a ser atribuída por ato normativo geral, antes do CMN, agora da CVM, que venha a estabelecer o direito de ingresso nas Bolsas a toda e qualquer corretora — respeitado o número de membros e outros critérios objetivos. Este não é, entretanto, a meu sentir, o quadro atual.

#### **d) O Parecer CVM/SJU/N.º 074/85**

A Superintendência Jurídica da CVM entendeu, em 1985, na vigência da Resolução CMN 922/84, que a existência de um direito a recurso para a CVM quanto à decisão de inadmissão implicava na necessidade de o recorrente obter os fundamentos da decisão, sob pena inclusive de a própria CVM não poder exercer seu mister na hipótese.

Com efeito, o Parecer CVM/SJU/N.º 074/85, examinando decisão de inadmissão proferida pelo Conselho de Administração da Bolsa de Valores de São Paulo, considerou necessária a motivação da decisão da Bolsa, de maneira a permitir a interposição de recurso à CVM. Dizia o Parecer:

"Como se vê, a atividade desempenhada pelas bolsas, por ser de interesse público evidente, é predominantemente regulada pelo Estado, e legalmente submetida à supervisão da Comissão de Valores Mobiliários. **Daí porque a Resolução CMN n.º 922 prevê a competência recursal da CVM caso o Conselho de Administração da bolsa negue pedido de admissão à sociedade corretora que pleiteie a condição de membro.**

(...)

Para concluir, e seguindo a linha interpretativa exposta, entendo que a competência atribuída à CVM para decidir sobre o recurso da sociedade corretora abrange não apenas a revisão dos aspectos formais, **mas também o aspecto de mérito. Neste particular, a discussão se dirige ao preenchimento, pelos administradores, das condições exigidas na regulamentação pertinente.**"

Alguns pontos do Parecer revelam a sensível diferença do Regulamento então vigente para o atual.

Em primeiro lugar, o Parecer entendia que a justificativa para a existência do recurso para a CVM das decisões de inadmissão de membro — que, como

visto anteriormente, foi então o único remanescente(7) da longa lista de recursos existente sob a égide da Resolução CMN 39/66 — estava no fato de que "a atividade desempenhada pelas bolsas, por ser de interesse público evidente, é predominantemente regulada pelo Estado, e legalmente submetida à supervisão da Comissão de Valores Mobiliários".

Em segundo lugar, há outra diferença entre a situação tratada pelo Parecer e a destes autos. O Estatuto Social da Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, em vigor em 1982, e que foi objeto da análise pelo Parecer CVM/SJU/N.º 074/85, em linha com a regulamentação vigente à época, não previa a possibilidade de decisão **não** fundamentada quanto à admissão de corretora como membro, estabelecendo, em seus artigos 14 e 15, o seguinte:

"Art. 14 – A indicação da denominação e da sede da sociedade corretora, que tenha requerido sua admissão como membro da Bolsa, bem como o nome de seus administradores e representantes na sala de negociações, devem ser afixados no quadro de avisos, no interior do prédio da Bolsa, durante 10 (dez) dias, período em que qualquer dos membros poderá, por escrito e fundamentadamente, opor-se ao pedido.

Parágrafo único – Deve, também, ser afixada, no quadro de avisos da Bolsa, qualquer alteração de administradores e representantes na sala de negociações.

Art. 15 – Nos 15 (quinze) dias subseqüentes ao término do prazo estipulado no artigo anterior, o Conselho de Administração da Bolsa decidirá sobre o pedido, ressalvado à sociedade corretora, no caso de indeferimento, o direito de recurso à Comissão de Valores Mobiliários."

Tal fato revela, mais uma vez, a distinção entre o quadro regulatório de então, e o atual, pois somente se não existe controle externo da decisão sobre a admissão de membro se pode dispensar a sua fundamentação. Foi isto, em essência, o que entendeu o Parecer, mas tal conclusão, pelas razões antes expostas, não se aplica a este caso, pois a natureza das decisões do Conselho e da Assembléia da Bolsa era diversa, quando existia recurso à CVM.

#### **e) Segurança Jurídica e Nova Interpretação Retroativa**

Isto não quer dizer que eu discorde da conclusão contida no voto do Relator, no sentido de que a interpretação por ele adotada não viola a vedação legal à "aplicação retroativa de nova interpretação" (art. 2º, parágrafo único, inciso XIII, da Lei 9.784/99). Concordo com tal conclusão, embora por fundamento diverso do adotado pelo Relator.

Sustenta o Diretor Relator que a interpretação da CVM para a matéria em debate seria a aquela consubstanciada, há vinte anos, no Parecer CVM/SJU/N.º 074/85, por ele adotada em seu voto.

Ocorre que tal Parecer foi exarado à luz da Resolução CMN 922/84, a qual expressamente ainda previa a possibilidade de recurso à CVM contra a decisão de inadmissão pelas Bolsas. O Parecer, como creio haver demonstrado, declarava que a necessidade de fundamentação da decisão, naquele caso, decorria da "competência atribuída à CVM para decidir sobre o recurso da sociedade corretora", competência que, ainda segundo o Parecer, abrangeria "não apenas a revisão dos aspectos formais, mas também o aspecto de mérito".

Como atualmente, e desde a edição da Resolução CMN 1.656/89 — isto é, há quinze anos —, a CVM não tem poder revisor da decisão de inadmissão pelo Conselho de Administração, poder esse que foi transferido para a Assembléia Geral das próprias Bolsas, em minha opinião não mais existe o fundamento pelo qual o Parecer entendia necessária a divulgação, para a CVM, das razões da decisão do Conselho, como acima conclui.

É verdade que o voto do Relator entende que a mesma utilidade da fundamentação para a CVM existiria para a Assembléia Geral da Bolsa, e que portanto as razões da conclusão do Parecer estariam preservadas. Contudo, pelas razões que tentei demonstrar, parece-me que a natureza da decisão da assembléia não se compara com a natureza que tinha a decisão da CVM.

De todo modo, mesmo que se concluisse pela necessidade de divulgação da fundamentação à Assembléia Geral, estar-se-ia necessariamente adotando uma interpretação de uma nova regra, substancialmente nova em relação àquela analisada pelo Parecer, pois para chegar-se a tal conclusão ter-se-ia, necessariamente, que analisar a natureza da revisão a ser procedida pela Assembléia Geral, e concluir que ela teria a mesma natureza da revisão antes atribuída à CVM.

Não existe nenhuma manifestação da CVM quanto à interpretação das Resoluções CMN 1.656/89 e 2.690/00, no que se refere à natureza da revisão da decisão do Conselho de Administração pela Assembléia, ou à necessidade de manifestação de motivos pelo Conselho nesta hipótese. Assim, a interpretação que a CVM venha a adotar neste caso não será nova, no sentido de diversa de uma anterior para um caso semelhante — como veda a lei. Tal interpretação será a primeira e a única interpretação da CVM sobre o tema, considerando um texto regulamentar completamente diferente daquele interpretado pelo Parecer CVM/SJU/N.º 074/85.

Assim, concordo com a conclusão do Relator quanto à inaplicabilidade, ao caso, da vedação do inciso XII do parágrafo único do art. 2º da Lei 9.784/99, mas dele discordo quanto ao fundamento adotado, pois entendo que o Parecer CVM/SJU/N.º 074/85 não tem o condão de constituir o paradigma de interpretação da CVM sobre uma regra que, há mais de quinze anos, sofreu alteração substancial na questão chave enfrentada pelo Parecer, qual seja, o exercício do poder revisor da CVM, que não existe mais.

#### **f) A Segurança Jurídica e suas outras facetas**

Contudo, não é apenas através de nova interpretação retroativa que se pode ameaçar a segurança jurídica. Uma decisão administrativa que coloque uma das partes por ela afetada em uma situação excessivamente onerosa, e imprevisível, e confira a outra das partes afetadas uma vantagem ou um benefício com o qual não poderia legitimamente contar, antes da decisão, pode igualmente atingir a segurança jurídica.

Como visto anteriormente, há mais de uma década vigora regra estatutária explícita e indubitosa que dispensa o Conselho de Administração da BM&F de declarar os motivos da inadmissão de um membro. Desde 1991, quando entrou em vigor, tal regra nunca foi impugnada por quem quer que seja.

Após a edição da Instrução CVM 362/02, que mandou aplicar à BM&F a Resolução CMN 2.690/00, aquela Bolsa promoveu nada menos que cinco alterações em seu estatuto social (25.04.2002, 10.12.2002, 09.12.2003, 23.03.2004 e 07.12.2004), todas enviadas à CVM e divulgadas aos associados e ao público. Não se tem notícia, até a ocorrência deste caso, de qualquer manifestação, da CVM ou de terceiros, questionando a validade do § 2º do art. 12, que foi mantido em todas aquelas versões.

Quando a Corretora adquiriu o título patrimonial da BM&F era aquela a regra que vigorava, e, portanto, ao adquirir o título a Corretora não podia ignorar a possibilidade, expressamente prevista no Estatuto, de vir a ser inadmitida pelo Conselho de Administração sem que este revelasse os motivos que embasassem sua decisão.

Assim, do ponto de vista da previsibilidade dos efeitos das condutas adotadas — previsibilidade que constitui a essência da segurança jurídica —, não pode haver dúvida de que, ao proferir sua decisão de inadmissão da Corretora, e não declinar os motivos pelos quais a adotou, o Conselho de



Administração da BM&F imaginou que estaria agindo de acordo com as regras vigentes, e portanto sem possibilidade de sanção ou perda.

Do mesmo ponto de vista, a Corretora, ao adquirir o título patrimonial, e submeter sua admissão ao procedimento previsto no Estatuto — a cujos termos aderiu expressamente como condição de admissão — não poderia imaginar que teria o direito de ser informada dos motivos de sua eventual inadmissão, pois tal direito não somente não lhe era assegurado pela norma estatutária, mas lhe era por ela expressamente negado.

Uma vez exercitado o direito expressamente previsto pelo Estatuto, o Conselho de Administração, a prevalecer a interpretação adotada pelo voto do Diretor Relator, terminaria punido pelo exercício daquele direito, pois estaria obrigado a revelar um motivo cuja eventual subjetividade poderá levar seus membros, inclusive, a serem responsabilizados civilmente.

A Corretora, por sua vez, seria agora agraciada com benefícios — inclusive o da eventual possibilidade de ser indenizada caso os motivos sejam considerados insuficientes ou subjetivos — com os quais não poderia contar, ao menos legitimamente, quando adquiriu o título patrimonial da BM&F e sujeitou-se às regras vigentes.

Mas o que é pior é que esta completa reversão das expectativas legítimas de ambas as partes envolvidas teria origem em uma decisão exatamente do órgão com poder para baixar regras que disciplinassem de maneira diversa a constituição, a organização e o funcionamento da BM&F, e que teria podido evitar, com tais regras, que as partes fossem prejudicadas e beneficiadas por uma conduta, em completa oposição à suas expectativas legítimas.

Não há eufemismo que afaste esta constatação: a prevalecer o entendimento do voto do Diretor Relator, nós estaremos dizendo que uma regra estatutária da BM&F deve ser interpretada de maneira a não se aplicar à **única** hipótese de fato na qual ela poderia ser aplicada.

**Norberto Bobbio** conclui o seu célebre O Futuro da Democracia – Uma defesa das regras do jogo afirmando:

"Se então, na conclusão da análise, pedem-me para abandonar o hábito do estudioso e assumir o do homem engajado na vida política do seu tempo, não tenho nenhuma hesitação em dizer que a minha preferência vai para o governo das leis, não para o governo dos homens. O governo das leis celebra hoje o próprio triunfo na democracia. E o que é a democracia se não um conjunto de regras (as chamadas regras do jogo) para a solução dos conflitos sem derramamento de sangue? e em que consiste o bom governo democrático se não, acima de tudo, no rigoroso respeito a estas regras? Pessoalmente, não tenho dúvidas sobre a resposta a estas questões. E exatamente porque não tenho dúvidas, posso concluir tranquilamente que a democracia é o governo das leis por excelência. No momento mesmo em que um regime democrático perde de vista este seu princípio inspirador, degenera rapidamente em seu contrário, numa das tantas formas de governo autocrático de que estão repletas as narrações dos historiadores e as reflexões dos escritores políticos."[\(8\)](#)

As regras do jogo, no caso concreto deste processo, eram as regras do Estatuto da BM&F, vigentes há quase quinze anos, às quais a Corretora expressamente aderiu e submeteu-se, nunca antes negadas em sua existência, validade ou eficácia. Sob tais regras o Conselho de Administração da BM&F proferiu sua decisão sem declinar seus motivos.

Ao invés de optar pelo caminho previsto na Resolução CMN 2.690/00, e pleitear a revisão pela Assembléia Geral, a Corretora preferiu impugnar, a posteriori, as regras vigentes. E, a meu juízo, este caminho pode gerar-lhe benefícios não previstos, e ao Conselho da BM&F prejuízos que também não podia antecipar.

#### **g) A questão concorrencial e os outros princípios em jogo**

Cumpram-me ainda destacar que não faço pouco caso da preocupação concorrencial manifestada pelo voto do Relator. Muito ao contrário, parece-me tema a ser considerado sempre, tanto (e principalmente) na seara da regulação, quanto na da interpretação de atos aprovados pela CVM. Contudo, parece-me que a concorrência, no caso — como aliás, reconhece o próprio Relator — não está em jogo, não se podendo atribuir à inadmissão da Corretora um risco para a eficiência da BM&F ou do mercado.

Diante disto, creio que outros princípios devem ser considerados. Os princípios constitucionais citados no voto do Relator (tanto o do contraditório, se eu o entendesse aplicável, quanto o da livre associação) equivalem-se. Preferi, por isto, além de realizar uma análise sistemática das regras legais, regulamentares e estatutárias, e de sua evolução, atribuir a um terceiro princípio, o da segurança jurídica (como adiantei de início), o desempate em qualquer dúvida, que me restasse, sobre o melhor critério de interpretação a seguir.

**Eros Grau**, após salientar, quanto aos Princípios, que nas últimas décadas muitas vezes "toma-se nuvem por Juno, come-se gato por lebre e tudo passa a ser 'principlizado'", e discorrer sobre sua relevância e positivação, alerta para o fato de que "a tensão entre princípios é própria ao sistema jurídico, sempre", cabendo ao intérprete resolver tal contradição apurando "qual dos dois princípios assume, no caso concreto, importância mais significativa em relação aos dados da realidade".[\(9\)](#)

A interpretação que fiz, neste voto, das regras e princípios aplicáveis à espécie, foi, assim, pautada pela obediência aos princípios que devem informar a atuação da Corretora, da BM&F e da CVM, afastando as eventuais colisões entre os princípios aplicáveis pela identificação daqueles que, no caso concreto, assumem maior relevância.

Por isto considere impróprio interpretar as normas objeto do debate como se fossem destinadas à tutela de interesses de hipossuficientes. Uma interpretação dessa natureza não se ajusta, a meu ver, a um conflito entre uma bolsa de mercadorias e uma corretora de valores com muitos anos de atividade, e composta por pessoas com experiência no mercado.

Em tal situação, são a segurança jurídica, a previsibilidade, o respeito pelas regras do jogo, que devem prevalecer, sempre que não houver — e me parece que no caso não — ilegalidade de qualquer das normas a interpretar.

#### **h) Uma omissão do Estatuto da BM&F**

Por fim, saliento que me parece ser necessário que esta CVM manifeste-se quanto a um ponto relevante para o caso concreto em debate. É que, examinando o Estatuto da BM&F em vigor, **não encontrei menção à possibilidade de pedido de revisão à assembléia, da decisão do Conselho que inadmitir corretora membro.**

Naturalmente que tal omissão não tem o condão de afastar a incidência da regra do § 1º do art. 26 do Regulamento anexo à Resolução 2.690/00, aplicável à BM&F por força da Instrução CVM 362/02. Mas não sei se a Corretora, no caso concreto, terá deixado de exercer tal direito porque ele não constava do Estatuto.

Assim, na conclusão de meu voto considerarei tal fato, para manifestar o entendimento de que à Corretora deve ser assegurado o direito de apresentar tal

pedido de revisão à assembléia geral da BM&F.

## VII – Conclusão

Por todo o exposto, voto no sentido de manifestar o entendimento da CVM de que a cláusula estatutária da BM&F que dispensa o seu Conselho de Administração de divulgar os motivos pelos quais inadmite uma corretora como membro da Bolsa não viola a regulamentação vigente, sem prejuízo da eventual posterior revisão da regulamentação pela CVM, se e quando entender oportuno.

Também manifesto meu entendimento no sentido de que sendo o Estatuto da BM&F omissivo quanto à Assembléia Geral que pode ser especialmente convocada para examinar pedido de reforma da decisão do Conselho de Administração, prevista pelo art. 26, § 1º, do regulamento anexo à Resolução CMN 2.690/00 (aplicável à BM&F por força do disposto na Instrução CVM 362/02), deve ser assegurado à Corretora o direito de postular a convocação de tal assembléia, no prazo de quinze dias, contados da data em que a BM&F comunicar à a Corretora a existência de tal possibilidade.

É como voto.

Rio de Janeiro, 31 de maio de 2005.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente

- (1) GRAU, Eros Roberto. Ensaio e Discurso sobre a Interpretação/Aplicação do Direito. São Paulo : Malheiros, 2005, 3ª ed., p. 39
- (2) CAPPELLETTI, Mauro. Juízes Legisladores? (Giudici Legislatori?) Tradução de Carlos Alberto Álvaro de Oliveira. Porto Alegre : Sergio Antonio Fabris, 1993, p. 132.
- (3) O Estatuto da Bovespa aprovado em 25 de abril de 1990 já passou a refletir a modificação regulamentar, em seu artigo 16.
- (4) Como mencionado, tratava-se dos recursos contra as decisões relativas à admissão e ao cancelamento da negociação de valores mobiliários; aos valores de contribuições periódicas e emolumentos; à aplicação de penalidades pelas Bolsas a seus membros; e à suspensão cautelar das atividades de associado na Bolsa, no interesse do funcionamento do mercado — com a única exceção do recurso das decisões relativas ao pagamento de indenização pelo fundo de garantia, que foi mantido até hoje.
- (5) Art. 150, § 28 - É garantida a liberdade de associação. Nenhuma associação poderá ser dissolvida, senão em virtude de decisão judicial.
- (6) Desde logo adianto que, em minha opinião, a revisão das regras relativas ao funcionamento das Bolsas deve ser feita com grande preservação da autonomia de tais órgãos. As principais funções da CVM quanto às Bolsas, a meu sentir, devem ser a da aprovação criteriosa de regras de auto-regulação, e a posterior e atenta fiscalização. Lembro, nesta linha, que foi vetado, pelo Exmo. Sr. Presidente da República, no texto aprovado pelo Congresso Nacional que redundou na Lei 10.303/01, um artigo (art. 17-A) que pretendia ampliar o poder da CVM de intervenção no funcionamento das Bolsas, permitindo-lhe nomear um "*diretor-fiscal para participar da administração da Bolsa*", em certos casos. As razões de veto mencionaram expressamente a inconveniência de a CVM *dividir responsabilidades* com as Bolsas, cabendo-lhe, isto sim, fiscalizar suas atividades.
- (7) Exceção feita ao recurso quanto às indenizações pelo Fundo de Garantia, que sempre foi previsto e mantido.
- (8) BOBBIO, Norberto. Il futuro della democrazia. Una difesa delle regole del gioco. Tradução de Marco Aurélio Nogueira. Rio de Janeiro : Paz e Terra, 1987, 3ª ed., p. 171
- (9) GRAU, Eros Roberto. Ob. cit., pp. 42 e 48.