

Interessados: Tov Corretora de Câmbio Títulos e Valores Mobiliários Ltda.

Bolsa de Mercadorias e Futuros — BM&F

Diretor-Relator: Sergio Weguelin

Relatório

1. A Tov Corretora de Câmbio Títulos e Valores Mobiliários Ltda (Tov) apresentou reclamação em face da Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), aduzindo em síntese o seguinte:

- a) A Tov é sócia da BM&F na categoria de Sócio Efetivo Patrimonial desde 14/11/2001, operando na Bolsa através de outras corretoras;
- b) Em 10/03/2004, a Tov adquiriu título patrimonial da Múltipla Corretora de Mercadorias Ltda na categoria de Sócio Corretora de Mercadorias, o que, uma vez admitido pela BM&F, permitir-lhe-ia "executar operações em todos os mercados da BM&F, exceto no mercado à vista de algodão em pluma, por conta própria ou de terceiros" (art. 15 dos Estatutos Sociais da BM&F);
- c) Em 12/03/2004, a Tov apresentou a referida documentação à BM&F, solicitando por consequência a sua admissão como Sócio Corretora de Mercadorias;
- d) Em 05/04/2004, a Tov efetuou o pagamento da taxa de transferência do título patrimonial na categoria de Sócio Corretora de Mercadorias, no valor de R\$ 27.104,78;
- e) Em 14/04/2004, a BM&F informou à Tov que o seu Conselho de Administração, em sessão realizada em 13/04/2004 e com fundamento no § 2º do art. 12 dos Estatutos da Bolsa, deliberara pelo não acolhimento do pedido de admissão da Tov como Corretora de Mercadorias, sem no entanto declinar as razões que resultaram no indeferimento do pedido;
- d) Em sessão de 13/07/2004, o Conselho de Administração da BM&F desclassificou Termo de Compromisso apresentado pela Tov, pelo qual a Corretora requeria a reapreciação do seu pedido de admissão; o Conselho deliberou ainda que, caso a Tov desejasse apresentar fato novo que pudesse motivar a revisão da deliberação de indeferimento de 13/04/2004, deveria formular novo pedido de admissão.

2. Com base nessa descrição fática e amparada em Parecer Jurídico subscrito por José Luiz Bulhões Pedreira, Luiz Carlos Piva e José Delton Moreira Reis, a Tov requereu à CVM o seguinte:

- a) Manifestação da CVM sobre a possibilidade da existência de múltiplos procedimentos admissionais a cada aquisição de novo título por associado da BM&F;
- b) Determinação da CVM para que a BM&F reconhecesse e declarasse os direitos da Tov, decorrentes da transferência de título já operada;
- c) Manifestação da CVM a respeito da adequação à legislação vigente dos procedimentos da BM&F quanto à aquisição do Título Patrimonial de Sócio Corretora de Mercadorias, inclusive para que, em face da legislação vigente, fosse determinado pela CVM à BM&F a realização de nova reunião e consequente nova votação da matéria, de cujo resultado deveria constar, expressamente, a fundamentação dos Srs. Conselheiros da Bolsa.

3. A SMI notificou a BM&F (Ofício/CVM/SMI/N.º041/04), solicitando fosse informado à CVM o teor da decisão do Conselho de Administração da BM&F sobre o pedido de admissão da Tov na categoria de Sócio Corretora de Mercadorias, bem como as razões que fundamentaram a decisão tomada.

4. A BM&F, em resposta ao ofício da SMI, limitou-se a esclarecer que o pedido de admissão da Tov fora denegado, bem como que a deliberação fora tomada com base no art. 26 do Regulamento anexo à Resolução CMN 2.690/00 e no § 2.º do art. 12 dos Estatutos Sociais da BM&F, estando o Conselho de Administração dispensado de revelar os motivos da sua decisão.

5. A SMI, após ter consultado a Procuradoria Federal Especializada (PFE) sobre a matéria (MEMO/PFE-CVM/GJU-1/N.º432/04) e acompanhando o entendimento da Procuradoria, respondeu em ofício à Tov (OFÍCIO/CVM/SMI/nº61/2004, fls. 241/242) e em ofício à BM&F (OFÍCIO/CVM/SMI/nº62/2004, fls. 241/242) que:

- a SMI estava acompanhando o posicionamento manifestado pela Procuradoria Federal Especializada, especificamente no respeitante ao seguinte:
- em princípio, a BM&F está autorizada a adotar diferentes "procedimentos de admissão" quando se tratar de mudança de categoria do associado;
- a CVM não tem competência para determinar a admissão da Tov como "Sócio Corretora de Mercadorias"; e
- ao denegar o pedido de admissão, o Conselho de Administração da BM&F deveria ter exposto ao interessado as razões pelas quais tomou aquela decisão.

6. Na prática, portanto, o objeto da demanda da Tov perante a CVM restou circunscrito à manifestação da SMI (OFÍCIO/CVM/SMI/nº62/2004, fls. 241/242) de que acompanhava o entendimento da PFE, no sentido de que a BM&F deveria expor à Tov as razões pelas quais indeferira o pedido de admissão da Corretora.

7. Contra a manifestação de entendimento da SMI e amparada em Parecer Jurídico subscrito por José Alexandre Tavares Guerreiro e Erasmo Valadão França, a BM&F apresentou recurso ao Colegiado da CVM, requerendo a reconsideração da opinião da SMI, o reconhecimento da nulidade do processo administrativo por desrespeito ao direito de defesa e, finalmente, a reformulação do entendimento da SMI pelo Colegiado, de modo a que restasse claro que "a CVM não tem o poder de interferir nos procedimentos admissionais de novos associados adotados pela BM&F e que, ademais, esta não tem o dever de motivar a decisão que denega pedido de admissão, reconhecendo, em consequência, a plena validade e eficácia do art. 12, § 2.º, dos Estatutos Sociais da Bolsa." Inobstante a Tov sustente a intempestividade do recurso da BM&F (fls. 687), estou convencido de que a matéria merece ser conhecida pelo Colegiado, porquanto a "manifestação de entendimento" pela CVM pode muito bem decorrer da atuação de ofício da CVM e, portanto, a qualquer tempo e independentemente de provocação tempestiva das partes interessadas. Parece-me ainda ser conveniente que, diante do caso concreto, o

Colegiado firme o entendimento da autarquia reguladora sobre a necessidade de os Conselhos de Administração das Bolsas fundamentarem ou não as decisões que inadmitem novos sócios em seu quadro societário.

Voto

8. Permito-me, com a licença da boa técnica jurídica, abordar em primeiro lugar o mérito da matéria ora colocada perante este Colegiado, para depois analisar as preliminares levantadas pela BM&F. A meu ver, esse caminho inverso ajudará a deixar claro o meu entendimento sobre a matéria, bem como tornará evidente as razões pelas quais entendo serem insubsistentes as preliminares e demais impugnações apresentadas pela BM&F.

9. Inicialmente, portanto, limito-me a analisar a seguinte questão: em face da legislação vigente, o Conselho de Administração da BM&F deve apresentar ou está dispensado de apresentar as razões pelas quais indeferiu o pedido de admissão da Tov como Sócio Corretora de Mercadorias?

10. Parece-me que as versões defendidas, de um lado pela Tov e do outro lado pela BM&F, ensejam um maniqueísmo jurídico que não ajuda ao deslinde da questão.

11. A Tov sustenta que a função pública exercida pela BM&F implica a sua sujeição a dispositivos constitucionais, legais e regulamentares que consagram, dentre outros aspectos, o direito de defesa, o direito ao contraditório, o direito à informação e o dever de fundamentação das decisões, elementos que demarcavam as fronteiras do regime jurídico público.

12. Por sua vez, a BM&F sustenta que, inobstante o interesse público de que se reveste a atividade da Bolsa, ela se trata de entidade de natureza privada, fundada na *affectio societatis*; como tal, a BM&F não estaria sujeita ao regime jurídico público, sendo incontestável que a constituição da entidade ou a admissão de associados independeria de autorização governamental da CVM, cuja tutela se restringiria unicamente à regulação do funcionamento da Bolsa; nesse sentido, a BM&F estaria submetida tão-somente aos elementos que demarcavam o regime jurídico privado.

13. É esse o maniqueísmo inadequado a que me refiro: regime jurídico público *versus* regime jurídico privado. Inadequado porque hoje, a cada dia, percebe-se a perda da importância da dicotomia entre regime jurídico público e regime jurídico privado, em grande medida em decorrência da dificuldade cada vez maior para se estabelecerem fronteiras nítidas capazes de diferenciar seus respectivos campos de aplicação. Por isso que, nos parágrafos anteriores, fiz questão de fazer referência aos elementos que demarcavam, e não que demarcam, o regime jurídico público e o regime jurídico privado. A dificuldade em se estabelecerem fronteiras nítidas e a conseqüente relatividade da importância da dicotomia entre direito público e direito privado é lapidarmente explicitada por Juan María Bilbao Ubillos(1):

"Nadie en su sano juicio puede pretender la desaparición de la frontera entre las dos esferas, la pública y la privada, porque la invasión de la sociedad por el Estado, la abolición de la esfera privada, es justamente el rasgo más característico de un régimen totalitario. Pero no puede negarse que esa frontera se ha ido difuminando, es cada vez menos nítida. Lo que vemos realmente es una continuidad, un progresivo entrecruzamiento. La clásica contraposición que se remonta al Derecho romano se hace cada vez más tenue. Pensemos, por ejemplo, en los convenios colectivos, en los partidos políticos o en entidades como las Cajas de Ahorro o RTVE: el propio Tribunal Constitucional se ha visto en dificultades a la hora de calificar algunas de estas entidades. O en fenómenos tan significativos como el de la espectacular expansión de la seguridad privada, una función típicamente estatal. Hay una gama cada vez mayor de instituciones u organizaciones difícilmente catalogables que se sitúan en una franja intermedia, justamente en el límite entre lo público y lo privado. Para complicar aún más las cosas, asistimos al apogeo de otro fenómeno, el de la 'huida' del Derecho Administrativo. En numerosos ámbitos (desde la Seguridad Social a la recaudación de impuestos), la Administración recurre a técnicas jurídico-privadas para poder alcanzar más fácilmente sus objetivos."

14. Logo, não é de causar estranheza se, após a análise do presente caso, chegarmos à conclusão de que se aplicam à BM&F tanto normas jurídicas de origem privatista quanto normas jurídicas de origem publicista.

15. Creio, entretanto, que não me cabe aqui elaborar um tratado jurídico no sentido de acolher ou de refutar os bem fundamentados Pareceres Jurídicos anexados ao processo. Seria pretensioso da minha parte. Tampouco não me parece pertinente adentrar no terreno tortuoso da conceituação de serviço público, cuja significação dá ensejo a inúmeros debates acadêmicos(2). Parece-me pertinente, isso sim, levantar e desenvolver um enfoque que, suscitado pela PFE mas não suficientemente trabalhado nos Pareceres, me parece ser a chave para o deslinde da questão.

16. Ninguém há de negar que a CVM tem por objetivo inarredável a busca da eficiência do mercado de capitais brasileiro. A Lei 6.385/76, aliás, é expressa em dizê-lo:

Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;

II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;

III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;

17. A eficiência ou ineficiência do mercado de capitais pode ser vista sob vários prismas. Geralmente é associada à racionalidade da alocação da poupança pública ou à capacidade de reação das cotações dos títulos às novas informações publicamente disponíveis(3). Todavia, para efeito do presente caso, é preciso ver a eficiência do mercado de capitais sob o prisma da transferência de títulos: a eficiência do mercado depende de que os custos de transação sejam reduzidos tanto quanto possível(4), sob pena de afastamento dos investidores para outros investimentos em outros mercados.

18. Nesse sentido, não há dúvida de que, com vistas à redução do custo da aquisição dos valores mobiliários, a CVM deve impedir eventual concentração do poder econômico que possa impedir, obstruir ou eliminar a competição no que diz respeito aos intermediários financeiros. Com efeito, se não há competição entre os intermediários financeiros, qualquer mercado corre o risco concreto de se ver refém de uma estrutura cartelizada, com evidente prejuízo à sua eficiência.

19. Faço notar que, na busca do mercado eficiente, a preocupação da CVM para que haja efetiva competição entre os intermediários financeiros está claramente reconhecida no texto *Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios*(5), editado pela própria CVM ainda nos idos de sua constituição (1979).

3. Mercado Eficiente

Considera-se como objetivo permanente a ser perseguido pelas autoridades na regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, a constante busca de maior eficiência.

É do interesse público a existência de um mercado eficiente, seja tanto no plano alocacional quanto no plano operacional. Assim, sua organização deve permitir que as poupanças dirijam-se naturalmente às unidades produtivas que apresentem maior rentabilidade, consideradas ao mesmo nível de risco, e que as transferências desses recursos se realizem aos menores custos possíveis.

4. Competitividade

A prática da competição é fator fundamental para se atingir um mercado eficiente.

A competitividade reduz a necessidade de regulação e estimula a criatividade dos participantes do mercado, influenciando positivamente o seu desenvolvimento.

A CVM em sua atuação deverá preservar a competitividade nas atividades e entre os participantes do mercado de valores mobiliários."

20. A doutrina, tanto nacional quanto norte-americana, é também explícita ao relacionar a eficiência do mercado de capitais com a eficiência na transferência dos títulos, o que, como vimos, pressupõe uma prática comercial competitiva.

21. Nelson Eizirik(6), amparado em trabalho de James Lorie, esclarece que constitui um dos objetivos da regulação do mercado de capitais a eficiência na transferência dos títulos, alertando também para o perigo da cartelização dos intermediários financeiros.

"O benefício da cartelização para seus membros é claro — elevar os preços acima dos níveis em que poderiam ser cobrados em um mercado de competição perfeita.

(...)

Em importante trabalho, James Lorie relaciona quais devem ser os objetivos da regulação do mercado de capitais, tendo em vista aumentar a competição e fazer com que o mercado opere equitativa e eficientemente:

a) (...)

b) eficiência nas transferências de títulos entre os participantes do mercado. O desejável é que os custos de transação sejam reduzidos tanto quanto possível. Os principais componentes dos custos de transação são: os custos de corretagem; o risco envolvido, quando o intermediário é também um fazedor de mercado, que mantém carteira própria de títulos, pelos possíveis conflitos de interesse inerentes a esta posição; os custos de efetivação física das transferências de títulos, em geral desnecessariamente elevados. Os custos de transação poderiam ainda ser bastante reduzidos através de uma regulação que diminísse os custos nas execuções de ordens dos clientes. Isto poderia ser alcançado mediante um aumento da competição entre os corretores, desde que a regulação não estabelecesse restrições injustificadas à competição. Via de regra, conforme vimos, tais restrições são estabelecidas pelas entidades auto-reguladoras, com efeitos similares aos da cartelização privada."

22. Na mesma direção, as lições de autores norte-americanos apontam no sentido de que a regulação do mercado de capitais implica a preocupação da entidade reguladora com a prática competitiva entre os intermediários financeiros. É o que se extrai das lições, respectivamente, de David Ratner(7) e de Thomas Lee Hazen(8) sobre a regulação do mercado de capitais nos Estados, em cujo modelo inegavelmente se inspirou a regulação brasileira:

"SEA § 19, as amended in 1975, expanded and consolidated the SEC's authority over all self-regulatory organizations. The SEC's new authority with respect to exchanges and the NASD is roughly comparable to, but even broader than, its previous authority over the NASD. In particular, the SEC must now give advance approval for any exchange rule changes, and has review power over exchange disciplinary actions. The 1975 amendments also confirmed the SEC action terminating the power of exchanges to fix minimum rates of commission (which both Congress and the SEC found to have been a major cause of market distortion) and directed the SEC to eliminate any other exchange rules which imposed unwarranted restraints on competition."

"Although the fixing of brokerage commission rates has been abolished, the Commission and self regulatory organizations seek to prevent the charging of excessive commissions. For example, the SEC not only determines the types of entities that can receive remuneration from securities trades, it also imposes disclosure requirements regarding the basis of customer charges. The SEC also has an interest in assuring that the competitive rate system works smoothly. Additionally, the NASD through its mark-up policy provides guidelines as to what would constitute an excessive brokerage commission."

23. No mesmo sentido, a manifestação da PFE (fls. 234) ressalta que " o exercício da atividade regulatória da CVM objetiva, dentre outros aspectos, manter as condições consideradas fundamentais para assegurar o pleno desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, devendo, por isto, preservar a competitividade nas atividades e entre os participantes desse mercado."

24. É, portanto, sob esse enfoque que a meu ver a legislação brasileira vigente exige do Conselho de Administração das entidades auto-reguladoras, assim como exige do Conselho de Administração da BM&F, a exposição ao interessado dos fundamentos de sua decisão, no caso de inadmissão de novo sócio.

25. Esse é o sentido e a melhor interpretação que decorre do art. 25 da Resolução CMN nº 2.690/00, o qual, regulamentando o disposto hoje no art. 18 da Lei 6.385/76(9), dispõe que a oposição à admissão de pretendente a novo sócio só pode ser feita por escrito e fundamentadamente.

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 assembleia 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.

26. Esse também é o sentido e a melhor interpretação que decorre do art. 5.º, LV, da Constituição Federal, garantia constitucional fundamental que garante aos litigantes em geral o direito ao contraditório e à ampla defesa.

LV – aos litigantes, em processo judicial ou administrativo, e aos acusados em geral, são assegurados o contraditório e a ampla defesa, com os meios e recursos a ela inerentes;

27. Esclareço que, se por um lado não há dúvida sobre aplicabilidade ao caso do art. 25 da Resolução CMN 2.690/00, também não deve haver dúvida sobre a aplicabilidade ao caso da garantia fundamental ao contraditório e à ampla defesa. Hoje é amplamente reconhecido que os direitos fundamentais não têm sua aplicação restrita às relações entre o particular e o Estado, aplicando-se também às relações entre particulares (horizontalidade dos direitos fundamentais), especialmente naquelas em que se revela manifesta desigualdade material entre as partes⁽¹⁰⁾.

28. Evidentemente, não estou a defender o contraditório e a ampla defesa em qualquer relação privada, o que seria de todo absurdo, totalitário e sem sentido. Estou afirmando, isso sim, a necessidade do contraditório e da ampla defesa nas relações privadas de caráter processual, isto é, nas relações em que é claro o conflito de interesses entre partes que litigam em rito procedimental tendente a uma decisão final.

29. E é exatamente isso que se verifica na relação entre a Tov e a BM&F (representado pelo Conselho de Administração), em que há relação tipicamente processual (nos termos da Resolução CMN 2.690/00), litigiosa (conflito de interesses), tendente a uma decisão final (admissão ou inadmissão de novo sócio), sob a qual há relação de manifesta desigualdade material (aplicabilidade da garantia constitucional do contraditório e da ampla defesa). Todos esses fatores, em conjunto, me fazem concluir pela aplicação ao caso do art. 5.º, LV, da Constituição.

30. Além disso, nunca é demais lembrar que o § 1º do art. 17 da Lei 6.385/76 deixa claro que as bolsas de valores são órgãos auxiliares da CVM. Assim sendo, em que pese sua personalidade jurídica de direito privado e sua autonomia administrativa, financeira e patrimonial (elementos essenciais ao conceito de auto-regulação), as Bolsas devem exercer os poderes que lhes foram delegados com as mesmas finalidades que orientam a CVM⁽¹¹⁾, dentre elas a de preservar o caráter competitivo do mercado. E, sem dúvida, até que as razões de inadmissão da Tov pelo Conselho de Administração da BM&F sejam expostas, o indeferimento poderá ter acontecido com finalidade diversa, isto é, com a finalidade de reserva de mercado. Lembro ainda que a delegação de poderes às entidades auto-reguladoras não exime da CVM a responsabilidade primária pela regulação do mercado de valores mobiliários, cabendo-lhe exercer a supervisão sobre as bolsas quando o interesse da regulação se mostrar ameaçado.

Art. 17. As Bolsas de Valores, as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários.

§ 1º Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas.

31. Assim, tendo em vista a preocupação da CVM de preservar a competição entre os intermediários, tendo em vista o disposto no art. 25 da Resolução CMN 2.690/00 e no art. 5.º, LV, da Constituição, bem como tendo em conta o dever da CVM de supervisionar as entidades auto-reguladoras (art. 17 da Lei 6.385/76), entendo que o Conselho de Administração da BM&F deve declinar à Tov os motivos pelos quais indeferiu seu pedido de admissão como sócio Corretora de Mercadorias.

32. O dever do Conselho de Administração da BM&F de fundamentar sua decisão tem, portanto, dois principais objetivos: (i) em primeiro lugar, permitir que as Corretoras inadmitidas possam se defender plenamente no curso do processo de admissão previsto pela Resolução CMN 2.690/00, sendo certo que o recurso à assembleia especial da Bolsa só tem sentido caso a Corretora inadmitida tenha conhecimento das razões pelas quais o Conselho da Bolsa lhe negou a admissão; (ii) em segundo lugar, permitir que a CVM fiscalize a atuação da Bolsa, verificando e corrigindo eventual desvio cartelizante, prejudicial à eficiência do mercado, sendo essa, inclusive, a razão pela qual a CVM deve ser comunicada sobre a decisão da Bolsa (art. 26, parágrafo 2.º, da Resolução CMN 2.690/00).

33. Faço notar que a decisão do Conselho de Administração, longe de ser despida de importância, é de fundamental importância para a decisão final da assembleia especial prevista na Resolução CMN 2.690/00, pois é ela que encaminha a matéria à apreciação do conclave, informando-lhe todos os detalhes e particularidades do processo de admissão em curso, inclusive com a indicação dos motivos que levaram o Conselho a inadmitir o novo sócio.

34. Aliás, parece-me tão clara a importância da decisão do Conselho de Administração que me parece inviável, sob pena de descumprimento da Resolução CMN 2.690/00, qualquer tentativa de permitir que a assembleia especial aprecie o pedido de admissão antes da manifestação fundamentada do Conselho de Administração. Se assim fosse possível, não teria qualquer sentido o art. 26 da Resolução 2.690/00 falar em recurso para a assembleia especial. Estou convencido de que, se a Resolução exigiu a decisão prévia do Conselho, foi porque pretendeu instaurar um procedimento de admissão de novos sócios claro, transparente, com a possibilidade de contraditório e ampla defesa, bem como passível de fiscalização pela CVM. É isso, na verdade, que faz a conexão entre o regime de competição perseguido pela CVM e o processo de admissão de novos sócios pelas Bolsas.

35. Devo esclarecer que, quando levanto o argumento da eficiência do mercado, não estou levando o argumento ao extremo, a ponto de achar que a inadmissão de um único pretendente a sócio configure um movimento cartelizante da BM&F. Claro que não. Na verdade, ao falar de preservação da competição, quero dizer que, sejam quantos forem os sócios da BM&F (número autorizado pela CVM), deve haver a possibilidade de, mediante procedimento transparente, haver entrada e saída de novos sócios, quando estes adquiram títulos de outras corretoras, sendo incabível a vedação do acesso ao mercado mediante decisão sumária e imotivada pelo Conselho de Administração.

36. Com efeito, se não fosse exigida a fundamentação pelo Conselho de Administração da BM&F, estaríamos a igualar situações indiscutivelmente díspares: por exemplo, a inadmissão de sócio em um clube social, que naturalmente prescinde de fundamentação, e a inadmissão de sócio pelo Conselho de Administração da única Bolsa de Futuros do Brasil. Ou, em outra metáfora ilustrativa ainda mais radical, estaríamos a tratar igualmente a BM&F e as corporações de ofício, que historicamente foram abolidas em prestígio dos princípios liberais da igualdade e da concorrência. Como bem ressalta a PFE

(fls. 235), "admitir como legítima a decisão da BM&F seria reconhecer que esta bolsa se constitui como um clube fechado para entrada de novos membros, ou cuja entrada somente fosse permitida de acordo com os interesses pessoais daqueles que dele já fazem parte. Isto é, apenas poderiam funcionar como corretora de mercadorias e, conseqüentemente, executar ordens nos mercados da BM&F (art. 15, § 2º, II, b, do Estatuto Social), aquelas entidades que as próprias corretoras – membros da BM&F – desejassem permitir."

37. Desse modo, embora seja pertinente a preocupação da BM&F com a idoneidade e qualidade do pretendente a associado da Bolsa (a preocupação se justifica, dentre outras razões, porque a BM&F deve zelar pela boa liquidação das operações em seus sistemas e também porque o Fundo de Garantia da Bolsa responde pelos prejuízos causados aos clientes das corretoras), o caminho para a preservação do mercado não deve ser o do indeferimento sumário dos pretendentes, e sim o da fiscalização diuturna e rigorosa das atividades dos seus membros, com a imposição, se necessário, de limites e controles operacionais. Nada impediria, por exemplo, que esses limites viessem a ser estabelecidos e regulados em função de um histórico de atuação dos membros, sem prejuízo de outros fatores de risco.

38. Faço questão de deixar claro, todavia, que meu entendimento sobre a necessidade de o Conselho de Administração da BM&F fundamentar sua decisão não pretende, nem direta nem indiretamente, restringir a liberdade das Bolsas de Valores (decorrente do princípio da auto-regulação) para decidir sobre a admissão ou inadmissão de novo sócio. Estou convicto de que essa decisão decorre eminentemente de um juízo discricionário da entidade auto-reguladora, desde que não prejudique os objetivos da regulação da CVM.

39. Assim, me parece que apenas em situações-limite e extremas é que a CVM poderá sancionar o mérito da decisão de inadmissão de novos sócios pelas entidades auto-reguladoras, como seria o caso, por exemplo, na constatação de uma atuação cartelizante. Nesse exame, que somente é viável ser realizado caso a caso, a CVM precisa estar atenta para preservar a liberdade às bolsas (sem liberdade não há auto-regulação), sem que, no entanto, a liberdade prejudique os objetivos da regulação. Essa é a dosagem que, a meu ver, prestigia a supervisão regulatória a cargo da CVM, sem suprimir a auto-regulação.

40. Feitas todas essas observações, parece-me evidente que a CVM não pode fechar os olhos para a forma como a Tov foi inadmitida pelo Conselho de Administração da BM&F. Especialmente em se levando em conta que o mercado brasileiro possui uma única bolsa de futuros: a própria BM&F. Ou seja, para a corretora que pretenda operar com futuros, não lhe resta outra opção senão a de associar-se à BM&F, pelo menos em se tratando do atual estágio do mercado brasileiro. Esclareço também que a tentativa da BM&F de caracterizar a atual situação da Tov como de plena competição não é sustentável, pois é evidente que o Sócio "Corretora de Mercadoria", podendo executar ordens diretamente no pregão da Bolsa, goza de vantagem em relação ao Sócio "Efetivo Patrimonial", que tem que executar suas ordens através de outras corretoras.

41. Ressalto ainda que a questão ora trazida ao Colegiado não é nova. Na verdade, o entendimento por mim adotado constitui a manutenção e a consolidação do entendimento da autarquia já expressado no Parecer/CVM/SJU/N.º074/85, a cujas conclusões ora também me reporto. Naquela oportunidade, restou assentado pela então gerente do Contencioso, Maria Isabel Bocater, que "se o Conselho de Administração da Bolsa recusa admissão do membro-candidato, seja com base nos subsídios ofertados na impugnação feita por outros membros, seja por motivos outros, não há como negar a necessidade de motivar a sua decisão, sob pena de se impedir o direito de recurso previsto na Resolução n.º 922." Ainda naquela oportunidade, restou destacado pela então Superintendente Jurídica, Carmem Sílvia Motta Parkinson, que "a ampla defesa e o 'due process of law' são direitos assegurados pela Constituição Federal, que se impõe observar no caso presente, em razão mesma da natureza de ato administrativo da decisão em tela do Conselho de Administração da BOVESPA, como salientado pela Gerente". Mais à frente, a Superintendente Jurídica ainda acrescentou que devia ser dada "plena oportunidade de defesa ao recorrente".

42. Por todas esses fundamentos, entendo que, em vista da legislação vigente, especialmente o art. 25 da Resolução CMN 2.690/00 e o art. 5.º, LV, da Constituição, o Conselho de Administração da Bolsa deve expor à Tov as razões pelas quais indeferiu o seu pedido de admissão no quadro societário da entidade.

43. Tendo examinado o mérito, cabe sim agora, com a licença da boa técnica jurídica, o exame das preliminares e das demais impugnações suscitadas pela BM&F, cujo conhecimento e refutação, a esta altura do voto, serão de muito mais fácil compreensão.

44. Não procede a alegação da BM&F de que a manifestação do presente entendimento pela CVM violaria ato jurídico perfeito ou o direito adquirido (Constituição, art. 5.º, XXXV), em razão de o estatuto da BM&F ter sido aprovado pela CVM e dele constar cláusula expressa que autorizaria a desnecessidade de fundamentação da decisão (art. 12, § 2.º). Ora, não há dúvida de que o dispositivo estatutário merece "interpretação conforme a legislação em vigor", especialmente o art. 25 da Resolução CMN 2.690/00 e o art. 5.º, LV, da Constituição, os quais, como visto, fazem exigir a fundamentação da decisão do Conselho de Administração da BM&F. Nesse sentido, recorrendo mais uma vez à manifestação da PFE, entendo que o dispositivo estatutário dispensa o Conselho da BM&F de revelar os motivos de sua decisão de inadmissão a terceiros, não podendo, entretanto, prevalecer esse entendimento com relação ao próprio interessado que teve seu pedido de admissão denegado.

45. Outrossim, não há que se falar de violação de qualquer situação jurídica consolidada, muito menos que a CVM esteja editando regras gerais ou nova interpretação para os fatos verificados. Consoante indicado no item 33, a questão ora trazida ao Colegiado não é nova (Parecer/CVM/SJU/N.º074/85), sendo certo que o entendimento manifestado no meu voto, longe de constituir a edição de regra retroativa, consiste tão-somente na manutenção e na consolidação de entendimento histórico da autarquia reguladora. Noto que a aprovação do Estatuto não impede que a CVM tenha, agora, "interpretação conforme a legislação em vigor", em prestígio da própria norma estatutária e dos dispositivos hierarquicamente superiores a ela. Do contrário, estaríamos a prestigiar indevidamente interpretação que vai contra todas as normas constitucionais, legais e regulamentares referidas.

46. Também não procede a alegação de nulidade do presente processo por desrespeito à liberdade de associação (Constituição, art. 5.º, XVII, XVIII e XX). Cabe dizer, em breve síntese e com a apoio na jurisprudência do STF⁽¹²⁾, que nem a liberdade nem qualquer outro direito fundamental é absoluto, devendo ceder o passo diante do interesse público, do interesse social e do interesse da Justiça. É dizer, a liberdade da BM&F está limitada aos contornos estabelecidos pela legislação de regência (Constituição, Lei 6.385/76, Resolução CMN 2.690/00, dentre outros normativos), de cujo conjunto se extrai a necessidade de fundamentação da decisão de inadmissão da Tov.

47. Finalmente, não cabe falar de nulidade do processo por desrespeito ao direito de defesa da BM&F. Primeiro, porque a BM&F foi ouvida antes de a SMI se manifestar sobre a matéria (fls. 222), quando, em resposta a comunicação da CVM (Ofício/CVM/SMI/N.º041/04), a Bolsa limitou-se a esclarecer que o pedido de admissão da Tov fora denegado, estando o Conselho de Administração dispensado de revelar os motivos da decisão. Segundo, porque o Colegiado está agora apreciando a matéria após a reiterada manifestação da BM&F, que teve sempre a oportunidade de ter vista dos autos e que peticionou no processo outras cinco vezes (fls. 244, 249, 538, 765 e 766), fazendo inclusive anexar ao processo minucioso Parecer Jurídico dos juristas José Alexandre Tavares Guerreiro e Erasmo Valadão França, além de outros documentos. Terceiro, porque a manifestação de entendimento pelas áreas técnicas consiste em mecanismo regulatório desprovido de qualquer conteúdo sancionatório, donde não resultar à BM&F qualquer prejuízo em decorrência da manifestação da SMI; conforme destacado em recente Voto do Presidente Marcelo Trindade⁽¹³⁾, a manifestação de entendimento tem efeito persuasório, sendo de acrescentar que a CVM está autorizada a expressar seu entendimento sobre as matérias que lhe são afetas independentemente da consulta ou reclamação de qualquer participante do mercado.

48. Acrescento que não me parece adequada a tese da BM&F de que, tendo a Resolução CMN 1.656/89 e 2.690/89 transferido a decisão final sobre a

admissão de novo sócio a um órgão político (assembléia especial), cujas decisões em regra prescindem de fundamentação, estaria clara a desnecessidade de motivação pelo Conselho de Administração, haja vista o Conselho ser mero delegatário da assembléia da Bolsa.

49. A toda evidência, a "comunicação" de discricionariedade é indevida. Antes de mais nada, porque pretende ter aplicação a órgãos manifestamente distintos quanto à sua finalidade. Além disso, o entendimento nega a própria "razão de ser" do Conselho de Administração, cuja finalidade não é outra senão a de, fundamentadamente e com responsabilidade perante os associados, administrar os negócios das Bolsas. Levando-se o argumento ao extremo, chegaríamos à incongruência de se entender, *mutatis mutandis*, que os administradores das companhias abertas, em sendo meros delegatários da assembléia geral, estariam livres de justificar seus atos de administração em razão de seus mandatos decorrerem da escolha discricionária dos acionistas. Como se vê, a pretendida "comunicação" não tem qualquer sustentação, pois é certo, por exemplo, que os administradores de uma companhia aberta, mesmo tendo poderes em última análise delegados pela assembléia geral, estão obrigados a justificar o aumento do capital, a emissão de novas ações, a proposta de destinação dos lucros da sociedade, etc.

50. Estou certo, portanto, que não foi essa a finalidade da mudança de regime. Aliás, reitero que, tivesse sido essa a intenção legislativa, não haveria por que se exigir prévia manifestação do Conselho de Administração da Bolsa, com recurso para assembléia especial, como destacamos nos itens acima. A meu ver, a nova regulamentação (Resolução CMN 1.656/89 e 2.690/00) modificou a competência recursal da CVM para a assembléia especial não com o fito de dispensar a fundamentação do Conselho de Administração das Bolsas, mas possivelmente para se adequar à nova Constituição de 1988, então promulgada. Com efeito, após a Carta de 1988, que acolheu amplamente o princípio da liberdade de associação, poderia cogitar-se de inconstitucionalidade caso à CVM fosse mantido o direito de decidir em última instância sobre a admissão de novo sócio das Bolsas. A nova Carta Magna, muito mais enfática do que as anteriores na tutela das liberdades individuais e coletivas (14), foi taxativa ao enunciar ser vedada a interferência estatal no funcionamento das associações e ao proibir que o indivíduo seja compelido a associar-se a outros indivíduos.

Constituição de 1967

Art. 150. A Constituição assegura aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade dos direitos concernentes à vida, à liberdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes:

§ 28 – É garantida a liberdade de associação. Nenhuma associação poderá ser dissolvida, senão em virtude de decisão judicial.

Constituição de 1969

Art. 153. A Constituição assegura aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade dos direitos concernentes à vida, à liberdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes:

§ 28 – É assegurada a liberdade de associação para fins lícitos. Nenhuma associação poderá ser dissolvida senão em virtude de decisão judicial.

Constituição de 1988

Art. 5.º 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:

XVII - é plena a liberdade de associação para fins lícitos, vedada a de caráter paramilitar;

XVIII - a criação de associações e, na forma da lei, a de cooperativas independem de autorização, sendo vedada a interferência estatal em seu funcionamento;

XIX - as associações só poderão ser compulsoriamente dissolvidas ou ter suas atividades suspensas por decisão judicial, exigindo-se, no primeiro caso, o trânsito em julgado;

XX - ninguém poderá ser compelido a associar-se ou a permanecer associado;

XXI - as entidades associativas, quando expressamente autorizadas, têm legitimidade para representar seus filiados judicial ou extrajudicialmente;

51. Observo entretanto que, tendo em vista que o atual estatuto da BM&F dá margem a interpretações diversas (tal qual a sustentada pela BM&F), em prejuízo da segurança jurídica e do mercado, sugiro que a CVM determine a sua adequação, nos termos da interpretação ora consignada. Sugiro também, concomitantemente, a elaboração de normativo pela CVM, que exija detalhadamente das entidades reguladoras a previsão, em seus estatutos, de procedimento para a admissão de novos sócios, no qual restem garantidos a ampla defesa e o contraditório. Na linha do entendimento ora adotado, a normatização deve prestigiar a liberdade da entidade auto-reguladora sobre a admissão de novo sócio, assim como deve concretizar a eficiência do mercado (que depende de competição) e o ideário democrático do *due process of law* (que depende do contraditório e da ampla defesa), noções que permeiam todas as normas invocadas no voto.

Conclusão

52. Finalmente, em última ilustração do voto, valho-me da remissão da PFE à lição de Louis Loss (15), que, em seu clássico *Securities Regulation*, transcreve as palavras de William O. Douglas, ex-presidente da *Securities and Exchange Commission* – SEC, o qual em 1940 já alertava para a necessidade de as bolsas de valores não serem administradas levando-se em conta apenas a sua natureza privada, mas também o interesse público de que se reveste a sua atividade.

"Operating as private-membership associations, exchanges have always administered their affairs in much the same manner as private clubs. For business so vested with the public interest, this traditional method has become archaic."

53. Por todas essas razões, voto pelo improvimento do recurso apresentado pela 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 Tov as razões pelas quais indeferiu o seu pedido de admissão no quadro societário da entidade. Sugiro também sejam realizados estudos para a elaboração de normativo pela CVM, nos termos consignados no item 51.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 31 de maio de 2005.

Sergio Weguelin

Diretor-Relator

[\(1\)](#) Ubillos, Juan María Bilbao, *¿En que medida vinculan a los particulares los derechos fundamentales?*, in Constituição, Direitos Fundamentais e Direito Privado, org. Ingo Wolfgang Sarlet, Livraria do Advogado, Porto Alegre, 2003, p. 305.

[\(2\)](#) Sobre a conceituação de serviço público, vide Eros Roberto Grau, em *A ordem econômica na Constituição de 1988*, 9.ª ed., Malheiros, São Paulo, 2004, p. 101-131.

[\(3\)](#) Eizirik, Nelson, *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*, IBMEC, Rio de Janeiro, 1977, p. 54.

[\(4\)](#) Eizirik, Nelson, *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*, IBMEC, Rio de Janeiro, 1977, p. 55.

[\(5\)](#) *Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios*, CVM, Rio de Janeiro, 1979.

[\(6\)](#) Eizirik, Nelson, *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*, IBMEC, Rio de Janeiro, 1977, p. 47 e 55.

[\(7\)](#) Ratner, David, *Securities Regulation*, West Publishing CO, St. Paul, Minn, 1992, p. 206.

[\(8\)](#) Hazen, Thomas Lee, *The Law of Securities Regulation*, West Publishing CO, St. Paul, Minn, 1996, p. 463.

[\(9\)](#) O art. 18 da Lei 6.385/76 atribui ampla competência para a CVM regular as entidades auto-reguladoras.

[\(10\)](#) Nesse sentido, recorro à lição de Daniel Sarmento, que, além de afirmar a aplicabilidade dos direitos fundamentais às relações privadas, destaca que a aplicação dos direitos fundamentais se dá à proporção da intensidade de desigualdade fática verificada na relação entre os particulares: "Convém destacar que um dos fatores primordiais que deve ser considerado nas questões envolvendo a aplicação dos direitos fundamentais nas relações entre particulares é a existência e o grau de desigualdade fática entre os envolvidos. Em outras palavras, quanto maior for a desigualdade, mais intensa será a proteção ao direito fundamental em jogo, e menor a tutela da autonomia privada. Ao inverso, numa situação de tendencial igualdade entre as partes, a autonomia privada vai receber uma proteção mais intensa, abrindo espaço para restrições mais profundas ao direito fundamental com ela em conflito. (...) Portanto, a desigualdade material justifica a ampliação da proteção dos direitos fundamentais na esfera privada, porque se parte da premissa de que a assimetria de poder prejudica o exercício da autonomia privada das partes mais débeis." SARMENTO, Daniel, *Direitos Fundamentais e Relações Privadas*, Editora Lumen Júris, Rio de Janeiro, 2004, p. 303-304.

[\(11\)](#) Resta assentado no texto da CVM *Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios*: "A delegação de poderes a uma entidade auto-reguladora confere-lhe a condição de órgão oficial e auxiliar do regulador. Assim sendo, os poderes delegados devem ser exercidos com as mesmas finalidades que orientariam seu exercício pelo órgão regulador."

[\(12\)](#) STF, MS 23.452/RJ, Rel. Min. Celso de Mello: "Os direitos e garantias individuais não têm caráter absoluto. Não há, no sistema constitucional brasileiro, direitos ou garantias que se revistam de caráter absoluto, mesmo porque razões de relevante interesse público ou exigências derivadas do princípio de convivência das liberdades legitimam, ainda que excepcionalmente, a adoção, por parte dos órgãos estatais, de medidas restritivas das prerrogativas individuais ou coletivas, desde que respeitados os termos estabelecidos pela própria Constituição. O estatuto constitucional das liberdades públicas, ao delinear o regime jurídico a que estas estão sujeitas — e considerado o substrato ético que as informa — permite que sobre elas incidam limitações de ordem jurídica, destinadas, de um lado, a proteger a integridade do interesse social e, de outro, a assegurar a coexistência harmoniosa das liberdades, pois nenhum direito ou garantia pode ser exercido em detrimento da ordem pública ou com desrespeito aos direitos e garantias de terceiros."

[\(13\)](#) Processo CVM N° RJ/2004/4558, RJ/2004/4559, RJ/2004/4569 e RJ/2004/4583.

[\(14\)](#) STF, MS 20.999-DF, Rel. Min. Celso de Mello: "A Constituição brasileira de 1988 prestigiou os instrumentos de tutela jurisdicional das liberdades individuais ou coletivas e submeteu o exercício do poder estatal - como convém a uma sociedade democrática e livre - ao controle do Poder Judiciário."

[\(15\)](#) Loss, Louis, *Securities Regulation*, second edition, volume II, Little, Brown and Company, Boston – Toronto, 1961, p. 1180.