

O REGIME JURÍDICO DAS BOLSAS DE VALORES E SUA AUTONOMIA FRENTE AO ESTADO

ARNOLDO WALD
NELSON EIZIRIK

I — Introdução. II — Âmbito de atuação das Bolsas de Valores e sua caracterização no Direito Comparado. III — As Bolsas de Valores no regime jurídico brasileiro. IV — A natureza jurídica das Bolsas de Valores. V — A autonomia das Bolsas de Valores. VI — Conclusão.

I — Introdução

1. Após a criação da Comissão de Valores Mobiliários, mediante a Lei 6.385/76, começaram a ser trazidas à discussão uma série de questões relativas à disciplina legal do mercado de capitais. Entre elas avulta a questão da auto-regulação no mercado de ações, exercida pelas Bolsas de Valores, tendo em vista, principalmente, a natureza de tais entidades e o tratamento jurídico conferido à relação por elas mantidas com os órgãos públicos encarregados da fiscalização do mercado.

2. O presente estudo constitui uma análise jurídica da natureza das funções desenvolvidas pelas Bolsas de Valores, bem como do grau de autonomia por elas apresentado, frente ao órgão estatal disciplinador do mercado de capitais, qual seja, a Comissão de Valores Mobiliários.

II — Âmbito de atuação das Bolsas de Valores e sua caracterização no Direito Comparado

3. As Bolsas de Valores, de um modo geral, são entidades com uma dupla função:

a) fornecer o local ou sistema adequado para que seus membros possam efetivar transações envolvendo, geralmente, ativos financeiros, bem como estabelecendo sistemas de negociações que propiciem continuidade de preços e liquidez aos títulos;

b) preservar elevados padrões éticos de negociação para os seus membros, baixando normas, fiscalizando o seu cumprimento e aplicando as sanções cabíveis, no exercício de suas funções de entidades auto-reguladoras.

4. Por auto-regulação do mercado compreende-se a normatização e fiscalização, pelo órgão corporativo (a Bolsa de Valores), das atividades de seus membros, com vistas à manutenção de elevados padrões éticos na prática dos negócios. O conceito de auto-regulação, conforme veremos em seguida, constitui

noção diretamente associada à de “corporação”, cujas origens históricas são antigas.

5. Com efeito, a noção de auto-regulação é bastante antiga e remonta às “cidades livres” dos Séculos XI e XII, cuja emergência caracteriza os primeiros sinais de insurreição contra a ordem feudal. Como organizações centrais das cidades livres constituíam-se determinadas fraternidades, conhecidas como “irmandades” nas cidades latinas e grêmios ou “guildas” nas alemãs. Tais fraternidades incluíam todos os componentes de determinada corporação profissional, com vistas à autoproteção do grupo, principalmente contra as guerras entre os senhores feudais. As cidades livres eram constituídas mediante uma permissão outorgada por um senhor feudal, que vendia sua proteção aos comerciantes. Gozavam em geral de autonomia, chegando mesmo a estabelecer uma determinada ordem jurídica, com princípios diversos do Direito então vigente no País. Assim, algumas cidades tinham permissão para eleger uma assembléia municipal, elaborar leis e manter tribunais de justiça. Em muitos casos, tais conselhos eram compostos, basicamente, por representantes das guildas, ou seja, das corporações profissionais.

6. Formava-se, então, uma espécie de sistema legal, nos limites das cidades livres, paralelo ao direito feudal. Sua função básica era regular as atividades das corporações profissionais, permitindo o desenvolvimento de uma incipiente burguesia mercantil. Com efeito, as feiras — acontecimento central nas cidades livres — desenvolveram-se com pouca interferência do senhor feudal, limitada à arrecadação de impostos. Eram, por outro lado, reguladas com detalhes pelos próprios mercadores, com regras estabelecendo preços, proibindo certos tipos de propaganda e proporcionando proteção aos comerciantes (Nelson Eizirik, “Auto-regulação: perspectiva após o “Caso Capalma”, Rio, IBMEC, *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, vol. 5.º, n. 13, 1979, p. 9).

7. Esta forma de regulação do mercado (ou auto-regulação) estava condicionada então, tipicamente, ao modo *voluntário* de seu estabelecimento. Os membros de determinada corporação criavam, voluntariamente, “convênios reguladores de mercado”, monopólios voluntários e cartéis de preços entre si, com vistas a uma autoproteção, bem como à preservação de padrões de conduta compatíveis com o desenvolvimento dos negócios.

8. As Bolsas de Valores, em sua feição moderna, apresentam, desde a constituição da primeira Bolsa de Valores de Londres (1773), características tipicamente corporativas. Sempre se caracterizaram pela reunião de comerciantes de títulos, que iam estabelecendo, no decorrer de suas práticas de negociações, determinadas regras de comportamento e de autoproteção do grupo contra eventuais concorrentes externos. Ou seja, constituíram-se sempre entidades tipicamente auto-reguladoras, embora com algumas distinções importantes em função dos diferentes sistemas legais com os quais coexistiam (Nelson Eizirik, artigo cit., p. 10).

9. Podemos identificar, nos diversos sistemas jurídicos contemporâneos, determinados modelos legais quanto às feições corporativas das Bolsas de Valores. Cabe ressaltar, inicialmente, que, na generalidade dos países, com exceção da Dinamarca, único país onde a administração da Bolsa de Valores de Copenhague, nos termos da Lei dinamarquesa 220, de 7.6.72, cabe a um Conselho de pessoas nomeadas por decreto ministerial, as Bolsas são tipicamente entidades

corporativas, dirigidas por seus membros, variando apenas a natureza dos poderes de supervisão exercidos pelo Estado.

10. A natureza essencialmente *privada e corporativa* das Bolsas pode ser explicada pelo fato de, na generalidade dos países, ter a sua existência de fato em muito precedido a sua existência legislativa ou oficial (Rafael Laborda, *La Bolsa en el Mundo*, Bilbao, Deusto, 1980, p. 74). Ou seja, com exceção apenas da Dinamarca, em todos os demais países, as Bolsas de Valores são entidades privadas, tipicamente corporativas. As diferenças existentes nos distintos sistemas referem-se apenas, conforme examinaremos em seguida, ao grau de autonomia das Bolsas frente ao Estado, dada a existência de poderes de supervisão atribuídos às agências reguladoras governamentais criadas para disciplinarem o mercado de capitais.

11. Assim, podemos identificar, inicialmente, o modelo de auto-regulação inteiramente *voluntária*, sem qualquer interferência governamental nos negócios desenvolvidos na Bolsa de Valores. Trata-se, tipicamente, da situação existente nos países do norte da Europa, nos quais a disciplina do mercado de capitais é desenvolvida essencialmente pelas Bolsas de Valores, numa base puramente voluntária, ou seja, mediante regras de conteúdo ético, de natureza contratual ou associativa. Tal situação pode ser observada claramente nos casos da Inglaterra, Irlanda e Holanda. Em tais países, a auto-regulação, exercida pelas Bolsas de Valores, repousa numa base essencialmente associativa e contratual, praticamente sem qualquer ingerência governamental.

12. Nesse sentido, em sistemático estudo sobre os controles exercidos nos mercados de capitais da Comunidade Econômica Européia, observou-se que: "In the northern European countries, securities regulation is essentially stock exchange regulation. This pattern is marked by an organization which is mainly based on private law, whereby rules are framed imposed by marketing use primarily of the techniques of the law of associations and for the law of contract. The state holds itself completely aloof, but respects the private organization and sometimes gives it some privileges" (E. Wymeersch, *Control of Securities Markets in the European Economic Community*, Commission of the European Communities, Bruxelas, 1977, p. 105).

13. As vantagens fundamentais do sistema de auto-regulação puramente voluntária, ou corporativa, decorrem do fato de serem as regras, baixadas pela Bolsa de Valores, de conteúdo basicamente ético. Nesse sentido, permitem maior flexibilidade na fiscalização dos negócios, estando voltadas para a institucionalização de práticas equitativas no mercado, já consagradas pelo uso. Ademais, seus custos são suportados pelos próprios participantes do mercado (David Leroy-Lewis, "Regulação da Indústria de Títulos no Reino Unido", Rio, IBMEC, *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, vol. 2.º, n. 13, jan.-abr./1979, p. 455 e ss.).

14. No outro extremo dos sistemas legislativos, referentemente à atuação das Bolsas, podemos identificar os países do sul da Europa, que seguiram modelo similar ao da regulação federal sobre títulos dos Estados Unidos.

15. Nos Estados Unidos, o sistema de regulação federal do mercado de capitais foi estabelecido, em seus marcos iniciais, por intermédio do "Securities Act", de 1933, que disciplinou o mercado primário de títulos, e do "Securities Exchange Act", de 1934, que estabeleceu o ordenamento do mercado secundário de títulos.

16. Até o advento do "Securities Exchange Act", as Bolsas de Valores não estavam sujeitas a qualquer regulação governamental, exercendo, portanto, autoridade absoluta e única sobre seus membros, as Sociedades Corretoras. Conforme foi observado, as Bolsas consideravam-se como "clubes de negócios", inteiramente autônomos e com poderes estatutários de estabelecer as regras quanto à admissão e disciplina das Corretoras associadas. A jurisprudência dos Tribunais aceitava tal situação, considerando que as regras das Bolsas, contidas em seus estatutos, expressavam uma relação contratual de tais entidades com seus membros, os quais, aderindo ao contrato, consentiam em ter suas condutas disciplinadas e limitadas pelo órgão corporativo. (Nelson Eizirik, *O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais*, Rio, IBMEC, 1977, p. 83).

17. A Lei de 1934, estabeleceu um sistema de auto-regulação exercido pelas Bolsas, com supervisão governamental, atribuída à "Securities and Exchange Commission" (SEC), entidade federal encarregada da regulação do mercado de capitais.

18. As Bolsas de Valores, porém, continuaram a ser consideradas privadas, enquanto associações aptas a prover as necessárias condições de negociabilidade aos títulos. Nesse sentido, a SEC 3(a) do "Securities Exchange Act" assim as define: "(1) The term *exchange* means any *organization, association, or group of persons*, wheter incorporated or unincorporated, which constitutes, maintains, or provides a *market place* or facilities for bringing together purchasers and sellers of securities or for otherwise performing with respect to securities the functions commonly performed by a stock exchange as that term is generally understood, and includes the market place and the *market facilities* maintained by such exchange".

19. Nos termos da "Section 6" da mesma lei, dispôs-se sobre a necessidade de registro das Bolsas de Valores diante da "*Securities and Exchange Commission*". Ademais determinou, a Lei de 1934, que as regras das Bolsas deveriam impedir fraudes e prática de manipulação, incentivar a competição entre os membros da entidade e, em geral, proteger os investidores e o interesse público (Section 6 (b) (5)).

20. No sistema legal norte-americano, há alguma discussão sobre a possibilidade de serem invocadas em Juízo as regras baixadas pelas Bolsas de Valores.

21. Com efeito, a aceitação pelos Tribunais norte-americanos de que caberia propor uma ação judicial com fundamento nas regras baixadas pelas Bolsas ou pela NASD (*National Association of Securities Dealers*), dentro dos poderes a elas delegados por lei, ou por Resoluções da *Securities and Exchange Commission*, ainda não é consensual. Nos últimos anos, porém, parece ter havido alguns casos importantes nesse sentido. Com relação às regras referentes à conduta dos intermediários financeiros, membros das entidades auto-reguladoras, tal aceitação é mais freqüente nos Tribunais, a partir de alguns casos envolvendo as "regras de adequabilidade" da NASD, "NYSE — New York Stock Exchange" e "AMEX — American Stock Exchange". Tais regras, basicamente, visam obrigar os corretores a adequar suas ofertas de negócios aos interesses e necessidades financeiras de cada cliente, tendo sido invocadas, em Juízo, nos últimos anos, com vistas à indenização por prejuízos sofridos por investidores decorrentes de recomendações "inadequadas". Por outro lado, mais problemática tem sido a proposição de ações contra sociedades com títulos listados em Bolsa ou negociados no Mercado de Balcão, que infringiram as regras das entidades auto-reguladoras.

Isto porque a Lei de 1934 (*Securities and Exchange Act*) não obriga diretamente as sociedades emissoras a cumprir tais regras. Um primeiro caso de importância foi o “Colonial Realty Corp. vs. Bache & Co.”, no qual o Tribunal reconheceu que, de acordo com o princípio legal da auto-regulação com supervisão governamental, certas regras das Bolsas poderiam ser consideradas como substitutas das Resoluções da SEC e, então, aceitas em Juízo.

22. Mais significativo, porém, foi o “Van Gemert vs. Boeing Co.”, que constitui um *leading case* na Jurisprudência. Nesse caso, a Boeing Co., foi condenada a indenizar uma série de investidores por não ter cumprido determinadas regras da Bolsa de Valores de Nova Iorque. A ação havia sido proposta por investidores em debêntures conversíveis da companhia, que alegaram falta de adequada divulgação da chamada para conversão. O Tribunal aceitou o pedido, que se baseava não em dispositivo da legislação federal sobre títulos, mas sim no acordo de listagem dos títulos em Bolsa (*listing agreement*) e em alguns preceitos do *New York Stock Exchange Company Manual*. Considerou, ademais, que tais regras integravam o esquema legal de proteção aos investidores, composto então pelas leis federais, Resoluções da SEC e Regras das entidades auto-reguladoras (Nelson Eizirik, “Auto-regulação: perspectiva após o “Caso Capalma”, cit., p. 13).

23. A doutrina e a jurisprudência norte-americanas têm reconhecido o caráter privado da Bolsa, como se verifica pelo seguinte trecho do julgamento no caso Baird vs. Franklin (141 F 2d. 238/2d Circ. 1944): “The New York, Stock Exchange is a *voluntary association* of individuals dealing in securities through an organization based upon a Constitution signed by each member, whereby he pledged himself to abide by the Constitution and all rules and regulation adopted thereto” (ap. David L. Ratner, *Securities Regulation*, St. Paul Minn, West Publishing Co., 1975, p. 844).

24. Considera-se, no sistema legal norte-americano, que a regulação do mercado de capitais deve ser exercida, numa forma cooperativa, entre a SEC, as Bolsas de Valores e a NASD, esta última encarregada de auto-regulação no mercado de balcão. Os princípios de tal sistema, conforme o Congresso norte-americano, são os seguintes:

a) O Congresso investiu a SEC dos poderes necessários e capazes de garantir a plena eficácia da legislação sobre “Securities”.

b) Parte da responsabilidade da SEC foi delegada às entidades auto-reguladoras (Bolsas e NASD), autorizadas a estabelecer padrões de conduta para seus associados, os “broker-dealers”.

c) Visando o desempenho satisfatório de suas atribuições, as entidades auto-reguladoras, *para a fiscalização de seus membros*, foram investidas de poderes delegados pelo Estado, os quais devem atender ao interesse público.

d) Conferiu-se à SEC certos poderes de supervisão sobre as entidades auto-reguladoras, para que as suas atividades de normatização e fiscalização efetivamente atendessem ao interesse público (United States House of Representatives, *Report of the Sub-Committee on Commerce and Finance of the Committee on Interstate and Foreign Commerce*, Washington, 1972).

25. Em alguns países da Europa, como a França e a Itália, os sistemas de regulação dos respectivos mercados de capitais sofreram uma forte influência do modelo norte-americano. A partir de 1967, na França, com a criação da “Commission des Opérations de Bourse” (COB) e de 1974, na Itália, com o estabelecimento da “Commissione Nazionale per le Società e la Borsa”

(CONSOB), verificou-se em tais países, uma crescente intervenção estatal nos mercados de capitais.

26. Tanto na França como na Itália, a regulação exercida pelas agências governamentais (COB e CONSOB) refere-se, principalmente, às emissões no mercado primário, à prestação de informações (“disclosure”) por parte das empresas emissoras, à repressão ao “insider trading”, à fiscalização das ofertas públicas de aquisição de ações por ocasião da alienação de controle acionário de companhias abertas, bem como ao exercício de determinados poderes de fiscalização sobre as operações desenvolvidas em Bolsa de Valores. Ademais, tais agências governamentais exercem poderes referentes à admissão e exclusão de ações em Bolsa e no Mercado de Balcão.

27. Mesmo detendo a COB e a CONSOB poderes de fiscalização bastante abrangentes, que caracterizam os modelos de regulação francês e italiano como aqueles onde se verifica o maior nível de tutela estatal sobre o mercado, entre os países europeus, considera-se, ainda assim, que, na Itália e na França, *não existe supervisão estatal sobre as atividades das entidades corporativas (as Bolsas)*.

28. Com feito, nessa linha entende-se que: “*The corporation itself is not subject to State supervision. Nor are there any measures of higher supervision. The power which are vested in the corporation and which are exercised by the latter mainly through the issuing of stock exchange regulation are much wider in France than in Italy. In both cases we find that they cover all “personal” matters, such as supervision of the brokers, or of their financial and other obligations, disciplinary investigations, etc. In France, the corporation is also entitled to ensure the general management of the official market, including its organization, the type of transaction suitable to exchange dealing; opening and closing times, etc. This power also involves the day-to-day running of the exchange market. In Italy, this last-mentioned field was primarily reserved to a corporative body while the Government reserved innumerable aspects of stock exchange management for the public body mentioned below*” (E. Wymeersch, ob. cit., p. 111).

29. Albert Rabut, em monografia sobre o direito das Bolsas de Valores, esclarece, por sua vez, que na França, o Conselho de Estado não considera a Bolsa como um estabelecimento público e a Corte de Cassação nela reconhece uma associação civil que, pela sua natureza, se sujeita à Justiça comum (e não aos Tribunais administrativos). (Albert Rabut, *Le Droit des Bourses de Valeurs et des Agents de Change*, Paris, Litec Editor, 1983, pp. 158 a 160).

30. Finalmente, cabe mencionar o modelo de regulação existente na Alemanha, Bélgica, Luxemburgo, Áustria e Suíça, países nos quais as autoridades governamentais limitam-se a editar normas gerais sobre o mercado, delegando a sua administração às entidades corporativas. Assim, as autoridades públicas não participam diretamente da regulação do mercado, reservando-se o poder de nele intervir, supervisionando a atuação das entidades corporativas, caso assim o exija o interesse público.

31. A legislação em tais países não prevê uma “política pública oficial” com relação ao mercado de capitais, limitando-se a estabelecer, genericamente, quais as operações que devem ser tidas como ilegais. Ademais, não existe uma fiscalização constante sobre as instituições do mercado, nem supervisão referentemente à atuação das entidades corporativas, como são as Bolsas de Valores. Apenas diante de casos extremos, na hipótese de grave crise no mercado, o

Estado poderia intervir e determinar o fechamento das Bolsas de Valores, dado que não há previsão legal para que o Governo possa dar diretrizes de atuação às Bolsas ou mandá-las realizar determinadas atividades.

32. Cabe observar que no caso de Luxemburgo, a Bolsa de Valores, nos termos da Lei de 30.12.27, é constituída como sociedade anônima, tendo como acionistas os corretores e sendo dirigida por um Conselho de Administração (Organization for Economic Co-operation and Development, "Self-Regulating Security Market", *Report by a Working Party of the Committee on Financial Markets*, maio de 1976, p. 52) o que também acontece no México, Argentina, Chile e Colômbia.

33. No caso da Alemanha, nos termos da Lei de Mercado de Capitais de 1975, o modelo de regulação do mercado foi levemente alterado, na medida em que ficou estabelecida uma certa supervisão exercida pelas autoridades estaduais (não há naquele país uma agência reguladora federal) sobre as Bolsas de Valores. Nessa linha, os Conselhos de Administração das Bolsas de Valores têm as suas Resoluções presentemente sujeitas à confirmação pelas autoridades estaduais. A lei, ademais, estabeleceu que os Conselhos das Bolsas não poderiam mais ser formados apenas por representantes dos Bancos, devendo também abrigar representantes das Corretoras, das companhias com títulos negociados e dos investidores (Klaus Hopt, "Institutional Problems of German Stock Exchange Law and Securities Regulation", *Report from a Symposium in Lund*, 27.2.84, in *Acta Societatis Juridicae Lundensis*, n. 68).

34. Da análise do Direito Comparado até aqui realizada, ressalta, inicialmente, que as Bolsas de Valores são organizadas, na generalidade dos países, como *entidades privadas de natureza tipicamente corporativa*. Ainda que, em alguns países, a legislação tenha delegado às Bolsas certos poderes de fiscalização e sobre elas exerçam as autoridades governamentais determinado nível de supervisão, tais fatos não desnaturam a sua natureza essencialmente privada. São, portanto, as Bolsas de Valores, essencialmente, entidades corporativas, sujeitas ao direito privado, ainda que exercendo, eventualmente, determinadas funções de normatização e fiscalização, que devem atender ao interesse público, na medida em que destinadas ao estabelecimento e manutenção de elevados padrões éticos nas negociações desenvolvidas no mercado secundário de títulos.

35. A observação da legislação de outros países, com efeito, permite-nos estabelecer uma distinção fundamental nas atividades desenvolvidas pelas Bolsas de Valores. Nos países do norte e do centro da Europa, conforme visto, particularmente nos primeiros, as Bolsas detêm uma autonomia quase absoluta frente ao Estado, tanto em suas atividades de administração ordinária, como em sua atuação enquanto entidades auto-reguladoras. Nos países do sul da Europa e nos Estados Unidos, as Bolsas de Valores são plenamente autônomas nas suas atividades de administração interna (contratação de pessoal, aplicação de recursos, etc.), sendo, porém, supervisionadas pelo Estado apenas no que se refere ao exercício de seus poderes delegados por lei, ou seja, enquanto entidades que normatizam e disciplinam os seus associados.

36. Nessa linha, observou-se que: "The stock exchange structure is the result of two forces. On the corporate side, one finds the people and interests involved in the securities trade; these people are as a rule organized as a corporation, a united body of persons. Simultaneously, action is taken by the public authorities, who, as guardians of the public interest, make available the necessary

basic framework, or as controllers, supervise compliance with laws and regulations; more recently, public authorities in some countries have been active in restoring and stimulating the role of the exchanges in financial mechanisms" (E. Whymeersch, ob. cit., p. 36).

37. Da análise do Direito Comparado, podemos concluir, preliminarmente, que as atividades desenvolvidas pela Bolsa de Valores devem ser visualizadas numa dupla perspectiva. Enquanto atuam como entidades auto-reguladoras, exercendo poderes delegados em lei, nos casos em que ocorre tal delegação estão sujeitas à supervisão governamental. Cabe ser ressaltado, a propósito, que tal supervisão, mesmo no caso dos Estados Unidos, onde, a partir do "Securities Reform Act of 1975", a SEC passou a ter o poder de aprovar previamente as regras das Bolsas, refere-se apenas ao exercício dos poderes normativo e disciplinar. Ou seja, existe o poder governamental de supervisão referentemente às "rules of an exchange" (regras de uma Bolsa de Valores), tendo em vista o funcionamento ordenado do mercado, a prevenção de fraudes, a promoção da competição, a remoção de impedimentos à livre concorrência e a proteção dos investidores. Não existe, porém, qualquer supervisão governamental referente aos atos praticados pelo conselho da Bolsa, ou seus gerentes, que dizem respeito à administração ordinária da entidade, não estando, portanto, inseridos no modelo de regulação do mercado de capitais e neles não se vislumbrando um interesse público relevante.

38. O princípio acima mencionado deve, portanto, conduzir o intérprete de determinado ato da Bolsa de Valores, sempre e necessariamente, a identificar a sua natureza, para poder concluir se ele está ou não subordinado ao interesse público e, conseqüentemente, passível de supervisão governamental, ou se diz respeito apenas aos interesses privados da entidade corporativa e de seus associados. Assim, em tese, quando a Bolsa exerce o seu poder de fiscalização sobre o mercado, tal atividade deve ser desempenhada em consonância com a legislação aplicável, tendo em vista o interesse público. Por outro lado, quando contrata ou demite seu pessoal, realiza aplicações de recursos próprios, contrata com terceiros, etc., no desempenho de sua administração ordinária, não cabe, em princípio, qualquer supervisão ou tutela estatal.

III — As Bolsas de Valores no regime jurídico brasileiro

39. Examinados os princípios gerais aplicáveis à atuação das Bolsas de Valores no Direito Comparado passaremos a analisar, no presente tópico, a questão do regime jurídico das Bolsas em nosso sistema legal.

40. Cabe, inicialmente, mencionar, ainda que resumidamente, alguns marcos históricos de maior relevo na evolução das Bolsas de Valores em nosso País.

41. No Brasil, as Bolsas de Valores foram institucionalizadas no Século XIX, a partir da atuação dos corretores, organizados em moldes corporativos e sob o controle do Estado. Já em 1809 existiam muitos corretores atuando no Rio de Janeiro, tendo sido, em 1845, estabelecida a sua disciplina legal. Mediante o Dec. 417, de 14.6.1845, foi definida juridicamente a figura do corretor, ficando estabelecido que a patente seria concedida pelo Ministro da Fazenda, tendo o ofício de corretor caráter vitalício.

42. Em 1848, foi constituída a Junta dos Corretores de Fundos Públicos da Corte, que pode ser considerado o embrião da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. A Junta, subordinada ao Ministério da Justiça, foi dotada de maior

autonomia quando transformada em Câmara Sindical dos Corretores de Fundos Públicos, em 1893, já então sob a supervisão do Ministério da Fazenda.

43. Em março de 1897, foi promulgado o Dec. 2.475, que se constituiu no principal marco da legislação sobre os corretores.

44. O aspecto corporativo da Câmara Sindical, que então correspondia à atual Bolsa de Valores, foi salientado pela doutrina, que chegou a caracterizá-la como verdadeiro Tribunal de honra (*Ehrengericht*) parecido com os criados na Alemanha, pela Lei de 1896, a fim de julgar os atos incompatíveis com a honra, ou com a confiança que os corretores devem merecer dos clientes (J. X. Carvalho de Mendonça, *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, S. Paulo, Cardozo Filho & Comp., 1911, vol. II, t. II, n. 364, p. 365).

45. Até as reformas ocorridas em 1965, com a Lei 4.728 (Lei do Mercado de Capitais), os Corretores de fundos públicos eram pessoas físicas, que, pela sua função, garantiam as operações nas quais intervinham. Ademais, detinham o monopólio das transações de câmbio, operando com taxas fixas de intermediação. O modelo de funcionamento das Bolsas era, até então, fortemente influenciado pelo sistema francês. Conforme foi observado, o Corretor fora sempre empresário rico de uma empresa pobre (a Bolsa), o que ensejava o comentário de que, em lugar de “corretores de Bolsa”, havia se institucionalizado a imagem de uma “Bolsa de Corretores” (Maria Bárbara Levy, *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*, IBMEC, 1977, p. 621).

46. Com as reformas da década de 60, foi suspenso o caráter vitalício da função de corretor, bem como extinta a Junta dos Corretores de Fundos Públicos. Surgem, então, as Sociedades Corretoras, organizadas como sociedades anônimas ou limitadas. Paralelamente, o sistema de Bolsa de Valores, seguindo a nova estrutura legal estabelecida no período, passa a ser influenciado pelo modelo norte-americano. Com efeito, a Res. 39/66, do Conselho Monetário Nacional, que regulamentava detalhadamente a estrutura das Bolsas e as operações nelas admitidas, seguiu, nitidamente, modelo jurídico dos Estados Unidos, quanto às modalidades de negociações e ao sistema de auto-regulação.

47. Presentemente, a estrutura administrativa da Bolsa de Valores, assim como as normas sobre as negociações realizadas em seu recinto, estão disciplinadas pela Res. 992/84 do Conselho Monetário Nacional.

48. No estudo da evolução histórica da legislação sobre Bolsa de Valores, no Brasil, observou-se, recentemente, após sistemática análise, que:

“Se olharmos esta evolução em suas grandes linhas, veremos os Corretores, que eram livres no exercício de suas profissões, passarem a necessitar, ato seguinte, da patente; o seu número passa a ser objeto de regulação; a legislação destina lugar específico para a intermediação de fundos públicos; e, finalmente, a Bolsa é tida como órgão auxiliar do governo. A qualificação das Bolsas como órgãos é criticável pela maneira apressada e ligeira com que a legislação assim as definiu, já que as Bolsas e os Corretores não realizaram uma tarefa inerente ao Estado, não exercendo suas funções por delegação deste, as quais, inclusive, a ele não pertencem, mas são pelo Estado fiscalizadas e regradas. As Bolsas de Valores, muito embora criadas por lei, não cresceram como órgãos da administração direta como se verifica na legislação mencionada; elas foram regradas como foram os Tabeliães de Notas. Pelo mesmo motivo elas não foram consideradas autarquias, isto é, quer pela falta de lei criadora do vínculo, quer porque os empregados das Bolsas não eram mantidos direta ou indiretamente

pelos Estados ou pela União, quer, ainda, porque os representantes das Bolsas, que eram os Síndicos, eram eleitos só por seus pares, agindo sem subordinação hierárquica face ao governo e demais autoridades constituídas. Assim, por falta de caracterização, as Bolsas foram consideradas como “entidades particulares”, ou como “corporações” e “entidades de Direito Privado” (Ary Oswaldo Mattos Filho, “A natureza jurídica das Bolsas de Valores”, *Revista da Comissão de Valores Mobiliários*, vol. 3.º, n. 7, pp. 22-23).

49. Com efeito, a discussão sobre a natureza jurídica das Bolsas de Valores deveu-se basicamente ao fato de serem seus associados — os Corretores — durante muito tempo detentores de patente governamental e exercendo, a partir de 1849, ofício vitalício.

50. Mesmo antes do advento da Res. 39/66 do Conselho Monetário Nacional — que definiu as Bolsas como *associações privadas* — a doutrina já as considerava, inequivocamente, como entidades de direito privado, ainda que desempenhando determinadas funções que poderiam ser consideradas de interesse público (Oscar Barreto Filho, “Natureza jurídica das Bolsas de Valores”, RT 283/7), mas não de direito público.

51. Nessa linha, Pontes de Miranda acentuava que a intervenção do Estado na criação das Bolsas e na edição de regras jurídicas a respeito de seu funcionamento e de suas atribuições de modo algum tornava-as órgãos de direito público. Criticando o disposto na Lei 2.146, de 29.12.53, que em seu art. 1.º definia as Bolsas como “órgãos auxiliares dos poderes públicos”, acrescentava, com certa dose de humor, que: “A intervenção do Estado na criação das Bolsas e na edição de regras jurídicas sobre elas e suas atribuições de modo nenhum torna de direito público as Bolsas, ou as próprias Câmaras Sindicais, ou os Corretores oficiais. A ingerência publicitária não chega a publicizar o instituto da Bolsa ou da Câmara Sindical. A Bolsa e a Câmara Sindical desempenham o papel que o Estado quer e esperava que fosse desempenhado; não as faz seus “órgãos”. Salvo se admitimos que haja órgãos heterotópicos, órgãos “fora” do organismo. A muleta seria o órgão. A cadeira de rodas seria o órgão. Os patins seria órgão, como o esquí. Há, na verdade, instituições e pessoas paraestatais: não são órgãos. A autarquia, sim. A Bolsa não é autarquia, nem instituição paraestatal” (*Tratado de Direito Privado*, S. Paulo, Ed. RT, 1984, 3.ª ed., 2.ª reimpressão, 1984, t. XLIII, § 4.745, pp. 420-421).

52. A Lei 4.728/65, corrigindo a evidente imprecisão técnico-jurídica da Lei 2.146/53, não considerou as Bolsas de Valores como “órgãos auxiliares dos poderes públicos”, dispondo apenas, em seu art. 6.º que teriam elas autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a “supervisão” do Banco Central, de acordo com a regulamentação a ser expedida pelo Conselho Monetário Nacional.

53. Em seu art. 7.º, I, da Lei 4.728/65 delegou ao Conselho Monetário Nacional competência para fixar as normas relativas à constituição e extinção das Bolsas e de seus órgãos de administração, ao poder disciplinar a ser por elas exercido, bem como à sua “forma jurídica”.

54. Com base em tal disposição legal, o Conselho Monetário Nacional baixou a Res. 39/66, a qual, em seu art. 1.º, definiu as Bolsas de Valores como *associações civis*, sem finalidades lucrativas. Ficou, então, expressamente estabelecida a natureza jurídica das Bolsas de Valores, em nosso sistema legal, e constituem elas, tipicamente, entidades de direito privado, posto que definidas regularmente como associações civis.

55. A Lei 6.385/76, em seu art. 17, parágrafo único, voltou a incidir na imprecisão da legislação anterior à Lei 4.728/65, ao considerar as Bolsas como “órgãos auxiliares da CVM”, nos seguintes termos:

“Art. 17 — As Bolsas de Valores terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários.

“Parágrafo único — As Bolsas de Valores incumbe, como *órgãos auxiliares* da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações nelas realizadas”.

56. Em 15.5.84, foi baixada, pelo Conselho Monetário Nacional, a Res. 922, a qual revogou a Res. 39/66, constituindo hoje o diploma regulamentar que disciplina as atividades das Bolsas de Valores e Sociedades Corretoras. Referida Resolução, repetindo idêntico preceito da Res. 39/66, estabeleceu, em seu art. 1.º, que as Bolsas de Valores são constituídas como *associações civis*, sem finalidade lucrativa.

57. Conforme foi acentuado na doutrina, em nosso sistema legal, as Bolsas de Valores *não são criadas por lei*, mas formadas pela vontade livre de seus associados, prevendo-se apenas a necessidade de prévia autorização da CVM para o seu funcionamento (Ary Oswaldo Mattos Filho, artigo cit., p. 26). Com efeito, nos termos do art. 2.º da Res. 922/84, as Bolsas de Valores (após constituídas por seus associados), dependem, para o início de suas operações, de prévia autorização da CVM, sob cuja supervisão e fiscalização deverão funcionar.

58. Ficou plenamente caracterizado, assim, que as Bolsas, em nosso sistema jurídico, são associações civis, entidades de direito privado, portanto, embora sujeitas, na sua atuação normativa e disciplinar, à fiscalização exercida pela Comissão de Valores Mobiliários.

IV — A natureza jurídica das Bolsas de Valores

59. Pelo que foi até aqui exposto, evidencia-se que a Bolsa não é órgão administrativo, nem entidade de direito público, e que a sua definição como “*órgão auxiliar*” da CVM, tecnicamente imprecisa, não pode ser interpretada no mesmo sentido que a qualificação do Tribunal de Contas como órgão auxiliar do Poder Legislativo (art. 70, § 1.º da CF).

60. Ao contrário, trata-se de entidade civil, pessoa jurídica de direito privado, que exerce algumas funções delegadas do Poder Público e outras próprias, estas sem qualquer interferência das autoridades administrativas.

61. Assim sendo, podemos qualificar as Bolsas de Valores como um dos órgãos de colaboração do Poder Público, que assumem uma função cada vez mais importante, em virtude da hipertrofia do Estado e da sua conseqüente impossibilidade de exercer, diretamente, todas as suas novas atribuições. Com efeito, a ampliação do papel do Estado teve, como repercussão necessária, uma transformação do direito administrativo, que deixou de ser, em muitos casos, autoritário para assumir um aspecto negocial e democrático, transformando-se num verdadeiro direito da colaboração e da cooperação entre o Estado e a sociedade civil, esta representada pelos órgãos corporativos ou regionais.

62. A mais recente doutrina, no campo do direito administrativo, enfatiza a importância crescente das *entidades de cooperação*, que são associações, sociedades e fundações que atendem ao interesse público, cooperando com o Governo, “na realização de atividades técnicas, científicas, educacionais, assistenciais e

outras que refogem dos misteres burocráticos das repartições estatais centralizadas” (Hely Lopes Meirelles, *Direito Administrativo Brasileiro*, 11.^a ed., Ed. RT, S. Paulo, p. 669).

63. Já Themístocles Cavalcanti se referia às entidades privadas que gozam de certas prerrogativas e que se atribuem finalidades próximas às do serviço público, mas com ele não se confundem (*Curso de Direito Administrativo*, Rio, 1958, p. 347).

64. Os exemplos em geral citados no Brasil são os das Ordens e Conselhos Profissionais, da FUNABEM, do IBGE, dos vários serviços sociais autônomos, com uma vinculação mais restrita do que aquela que se aplica aos serviços públicos propriamente ditos, vinculação que se torna ainda mais tênue dentro dos limites em que a entidade não recebe “dinheiros públicos”, como é o caso das Bolsas de Valores.

65. Bernard Gény dedica à matéria excelente monografia, prefaciada por Georges Renard, na qual salienta a crescente importância da colaboração dos particulares com a Administração Pública, enfatizando que, em certas sociedades e associações, há uma superposição dos interesses privados e públicos, do interesse nacional e do interesse profissional, instituindo-se, assim, uma colaboração constante entre as entidades privadas e o Poder Público (Bernard Gény, *La Collaboration des Particuliers avec l'Administration*, Sirey, Paris, 1930, pp. 265 e 267 e ainda p. 201 e ss.).

66. Essa simbiose entre elementos públicos e privados para a formação de um conjunto de interesse nacional destinado a assegurar uma política integrada se encontra na própria definição do sistema financeiro nacional, dada pela Lei 4.595, de 31.12.64, no seu art. 1.º, quando nele considera abrangidos o Conselho Monetário Nacional, o Banco Central, o Banco do Brasil, o BNDES e todas as demais instituições financeiras públicas e privadas. Não há, no caso, atribuição de um caráter de serviço público, no sentido técnico, às instituições financeiras privadas, mas reconhecimento que elas desempenham uma função de utilidade pública.

67. Podemos concluir, pois, que em sentido técnico, a Bolsa não constitui um serviço público, mas uma entidade de cooperação com o Poder Público. Se, todavia, quisermos dar à expressão “serviço público” um conceito amplo, desvinculado do direito administrativo, podemos afirmar que, pelas suas finalidades, exercem um serviço público, ou equiparado ao mesmo, tanto as Bolsas, como as instituições financeiras privadas em geral, as universidades particulares, os hospitais privados, etc.

68. No Direito francês, a idéia de se atribuir a condição de serviço público aos bancos, desenvolvida por Roger Houin, sofreu uma evolução no sentido de se considerar que a afirmação fora feita no sentido genérico e não técnico da expressão (Arnoldo Wald, “Aspectos peculiares do Direito Bancário”, in RDM 48/5, out.-dez./1981). A mesma idéia se aplica perfeitamente à Bolsa de Valores, como entidade de utilidade pública, mas de estrutura e de regime jurídico de direito privado. Assim, a liberdade de atuação da Bolsa é, em princípio, ampla, prevalecendo em suas atividades não ligadas ao exercício do poder disciplinar sobre seus membros o princípio da liberdade contratual.

69. A regulamentação administrativa das Bolsas e a definição dos atos que ela pode praticar somente se aplica no campo específico da delegação que lhe é dada, pelo Poder Público, e não pode ser interpretada como uma “camisa de força”, inviabilizando as suas demais atividades. Órgão de cooperação do

Poder Público, a Bolsa não é um serviço público e não sofre as restrições, em matéria de competência e atuação, estabelecidas pelo direito administrativo, em relação às pessoas jurídicas de direito público e eventualmente no tocante aos órgãos da administração indireta.

V — A autonomia das Bolsas de Valores

70. Cabe, no presente tópico, empreendermos uma análise da autonomia da Bolsa de Valores frente ao Estado. Com efeito, a legislação vigente, ao mesmo tempo que assegura à Bolsa autonomia, a considera órgão auxiliar da CVM, gerando uma aparente contradição.

71. No regime legal anterior, a Lei 4.728/65, em seu art. 6.º, já atribuía às Bolsas de Valores autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando as mesmas sob a supervisão do Banco Central. Comentando referida disposição legal, Pontes de Miranda entendia que:

“O Banco Central passou a ter a supervisão — entendemos: a fiscalização, a vigilância, a inspeção (não a direção ou presidência) — das Bolsas de Valores, em qualquer parte do território nacional. As normas, que o Banco Central estabeleça, têm de respeitar o princípio da isonomia ou igualmente perante a lei (Constituição de 1946, art. 141, § 1.º).

“A fiscalização, a vigilância ou a inspeção não pode transformar-se em ingerência na administração, nem no patrimônio da Bolsa, porque está em lei o princípio da autonomia administrativa, financeira e patrimonial” (ob. cit., t. LII, § 5.453, p. 227).

72. A Lei 6.385/76, em seu art. 17, dispôs igualmente que as Bolsas têm *autonomia administrativa, financeira e patrimonial*, operando porém sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários que, assim, substituiu o Banco Central na sua função de fiscalização das Bolsas de Valores, na mesma condição e qualidade.

73. A noção de autonomia (“autos” = próprio e “nomos” = lei) refere-se à capacidade que determinadas entidades detêm de se organizarem juridicamente, estabelecendo regras próprias para o seu funcionamento. Nesse sentido, no Direito Administrativo, considera-se que a autonomia consiste na possibilidade que certas entidades têm de estabelecer, para si próprias, regras de governo, tal como ocorre, por exemplo, com as associações profissionais (José Cretella Júnior, *Curso de Direito Administrativo*, Rio, Forense, 1977, p. 53).

74. Assim, quando a Lei 6.385/76, em seu art. 17, estabelece que as Bolsas são entidades autônomas, tal significa que têm elas poderes legais para decidir, em princípio, sobre *todas* as questões relativas aos seus interesses administrativos, financeiros e patrimoniais.

75. Além de dispor sobre a autonomia administrativa, financeira e patrimonial das Bolsas de Valores, estabelece também o art. 17, da Lei 6.385, que tais entidades devem operar sob a *supervisão* da CVM.

76. O ato de supervisionar compreende o de orientar ou inspecionar em plano superior. Muito embora tal noção possa acarretar, aparentemente, a idéia de subordinação, tal não ocorre justamente porque autonomia e subordinação são conceitos antinômicos. A supervisão é uma tutela que exclui a subordinação e que pode ser exercida sobre entidade autônoma.

77. Tomando-se, por analogia, os princípios que regem a administração indireta, verifica-se que as entidades que a compõe estão sujeitas à supervisão

ministerial, dispondo o art. 26 do Dec.-lei 200, que esta supervisão visará assegurar, essencialmente: "I — a realização dos objetivos fixados nos atos de constituição da entidade; II — a harmonia com a política e a programação do Governo no setor de atuação da entidade; III — a eficiência administrativa; IV — a autonomia administrativa, operacional e financeira da entidade".

78. A doutrina francesa, que inspirou o legislador brasileiro no particular, define a tutela administrativa como uma forma de controle delimitado e definido, de modo específico, pela legislação. Enquanto a subordinação importa em vinculação completa da entidade subordinada, a tutela ou supervisão significa um controle em matérias específicas e nos casos e formas legalmente previstos, que não podem ser interpretados ampliativa ou analogicamente (Francis Paul Benoit, *Le Droit Administratif Français*, Paris, Dalloz, 1968, n. 211, p. 136).

79. Do acima exposto, verifica-se que o ato de supervisionar não compromete, de modo algum, a autonomia do órgão que a esse ato esteja submetido — caso contrário, seria com ela incompatível. Tal supervisão refere-se, tão-somente, à orientação e verificação, por parte da entidade supervisora do cumprimento dos *objetivos e finalidades do ente supervisionado*. A CVM, por exemplo, como órgão autárquico, está submetida à supervisão do Ministério da Fazenda. Entretanto, tal fato não a obriga a submeter à apreciação daquele Ministério todos os atos que, em decorrência de lei, estejam inseridos em sua competência.

80. Nesse sentido, e comentando aparente contradição entre a autonomia e a vinculação da Comissão de Valores Mobiliários ao Ministério da Fazenda, Fábio Konder Comparato observou que: "O Ministro de Estado que expede avisos às autarquias vinculadas ao seu Ministério, para que estas pratiquem ou deixem de praticar atos de sua normal competência, age com excesso de poder, invadindo a competência administrativa de um serviço público autônomo. Vigora, nesse campo, o princípio condensado na máxima francesa: "pas de tutelle sans texte; pas de tutelle au-delà des textes" (*Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio, Forense, 1981, p. 301).

81. Entendemos, portanto, que a supervisão exercida pela CVM sobre as Bolsas de Valores refere-se, única e exclusivamente, à atuação de tais entidades quando no exercício de seus poderes, delegados pela Lei 6.385/76 e pela Res. 922/84, de fiscalização e normatização das Sociedades Corretoras. Ou seja, enquanto entidades auto-reguladoras, as Bolsas de Valores estão sujeitas à supervisão exercida pela Comissão de Valores Mobiliários, detendo, por outro lado, plena autonomia administrativa, financeira e patrimonial quando tratam dos seus próprios interesses como associações civis que são, conforme determinação legal.

82. Da mesma forma, as Bolsas são consideradas "órgãos auxiliares da CVM", apenas no que se refere ao exercício do seu poder de polícia frente aos seus associados. Nesse sentido, observou-se que: "A atuação das Bolsas como órgãos auxiliares da CVM, tal como expresso no parágrafo único do art. 17, *refere-se, unicamente, à fiscalização das Sociedades Corretoras e das operações realizadas em Bolsa*. Ou seja, a CVM pode demandar das Bolsas de Valores uma efetiva fiscalização de seus membros, assim como ter acesso aos relatórios realizados por seus fiscais ou auditores nas Sociedades Corretoras (Nelson Eizirik, "Regulação e auto-regulação no Mercado de Valores Mobiliários", RDM 48/58-59, out.-dez./1982).

83. Idêntico é o entendimento de Ary Oswaldo Mattos Filho, para quem as Bolsas de Valores: “Como associações civis, (elas) gozam de autonomia administrativa, financeira e patrimonial; porém, ao mesmo tempo, elas são órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, *no que diga respeito à fiscalização de seus associados nas operações nelas realizadas, ou a elas subordinadas*” (artigo cit., p. 25).

84. A Jurisprudência do STF também tem reconhecido que a Bolsa é um “órgão auxiliar dos poderes públicos para fiscalização do comércio”, adotando a lição da doutrina argentina que a considera uma “instituição de interesse geral” ou seja, de interesse público (Acórdão do STF, RE 86.771-RJ, in RTJ 89/571).

85. O simples fato de considerar a Bolsa como *órgão auxiliar* do Poder Público a exclui da área administrativa, pois somente pode ser órgão auxiliar aquele que não é integrante da administração, devendo fazer-se no caso a adequada distinção entre as entidades (particulares) de interesse público e os serviços públicos propriamente ditos.

86. As Bolsas de Valores são consideradas “*órgãos auxiliares*” da CVM, sujeitas, portanto, à supervisão desta autarquia, *apenas quando estão exercendo o seu poder de polícia referentemente às operações realizadas em seu recinto ou em sistema por elas mantido*. Assim, ao desempenhar os seus poderes de normatização e fiscalização, previstos no parágrafo único do art. 17 da Lei 6.385/76 e na Res. 922/84 (art. 1.º, V; art. 7.º, III; art. 21, VII, VIII e XI; arts. 27, 89, 90, 91 e 92) e relativos à conduta das Sociedades Corretoras Associadas, as Bolsas de Valores estão incumbidas de um verdadeiro poder de polícia, que deve ser exercido com vistas ao interesse público. Para que tais poderes delegados por lei e por normas regulamentares não sejam utilizados contrariamente ao interesse público, deve a CVM supervisionar as Bolsas de Valores, podendo, inclusive, suspender a execução das normas regulamentares baixadas por estas, bem como determinar-lhes a adoção de outras normas que considere necessárias (Res. 922/84, art. 6.º, I).

87. Por outro lado, as Bolsas de Valores são *autônomas*, no que se refere à sua administração financeira, administrativa e de pessoal. Com efeito, são elas inteiramente independentes para contratar e demitir seus empregados, eleger os membros do Conselho de Administração e o Presidente, contratar o seu Superintendente Geral, comprar e alienar bens que compõem o seu patrimônio, aplicar seus recursos financeiros, bem como participar em outras entidades, genericamente. Com relação a tais atividades de sua administração ordinária, de gestão de seu patrimônio, recursos e pessoal, as Bolsas são entidades autônomas, não cabendo, de decisões tomadas quanto a tais questões, qualquer recurso à Comissão de Valores Mobiliários, nem podendo esta autarquia apreciá-las *ex officio*, sob pena de afrontar o disposto no *caput* do art. 17 da Lei 6.385/76.

88. A interpretação acima confirma-se, claramente, pela sistemática fixada na Res. 922/84, relativamente aos recursos interpostos perante a CVM, contra as decisões do Conselho de Administração das Bolsas. Conforme as disposições do art. 94 e do art. 18, *somente cabe recurso à CVM de decisões do Conselho que se refiram, direta ou indiretamente, a questões decorrentes do exercício dos poderes regulamentar e disciplinar pelas Bolsas*. Assim, são passíveis de recurso à CVM as decisões do Conselho da Bolsa referentes às matérias contidas nos incs. IX, XII, XIV, XVII, XVIII e XIX do art. 18, quais sejam:

“IX — admitir novos membros à Bolsa de Valores, ou impugnar-lhes a admissão;

“XII — fixar as contribuições, emolumentos e comissões cobradas às Corretoras e terceiros pelos serviços desempenhados pela Bolsa;

“XIV — admitir à negociação de títulos e valores mobiliários, bem como cancelar tal admissão;

“XVII — suspender as atividades das corretoras ou o exercício das funções de seus administradores;

“XVIII — conhecer os recursos de decisões do Superintendente Geral, referentes às medidas cautelares (suspensão da negociação de títulos e cancelamento de negócios realizados na Bolsa);

“XIX — julgar e impor penalidades aos infratores das normas cujo cumprimento incumbe à Bolsa fiscalizar, assim como aos que adotarem práticas não equitativas no mercado”.

89. Das decisões adotadas pelo Conselho de Administração da Bolsa, referidas nos incs. I, II, III, IV, V, VI, VII, VIII, X, XI, XIII, XV e XVI, todas tratando de questões referentes à administração da Bolsa, *não cabe qualquer tratado à CVM*. Os mencionados incisos referem-se à competência para:

“I — estabelecimento da política geral da Bolsa;

“II — aprovação do regimento interno e demais normas da Bolsa;

“III — eleição do presidente e vice-presidente;

“IV — criação de comissões e grupos de trabalho;

“V — designação dos integrantes da Comissão Especial do Fundo de Garantia;

“VI — escolha e exoneração do Superintendente-Geral;

“VII — fiscalização da gestão do Superintendente-Geral, bem como deliberação sobre os assuntos que ele submeter ao Conselho;

“VIII — aprovação da estrutura organizacional da Bolsa e definição de cargos e remuneração;

“X — criação de sistema de registro, compensação e liquidação das operações;

“XI — submissão à Assembléia-Geral dos orçamentos e programas de aplicações dos resultados da Bolsa, relatório e demonstrações financeiras, proposta de atualização do patrimônio social (a qual deve ser homologada pela CVM, na forma do § 2.º do art. 9.º da Res. 922/84) e do valor do título patrimonial;

“XIII — envio à CVM dos balancetes da Bolsa e do Fundo de Garantia;

“XV — decretação do recurso total ou parcial da Bolsa;

“XVI — escolha e destituição dos auditores independentes.

90. Tais decisões, que envolvem tipicamente questões referentes à administração da Bolsa, ou aos seus “peculiares interesses”, não são passíveis de recurso à CVM, posto que estão tipicamente inseridas na esfera de autonomia financeira, patrimonial e operacional das Bolsas, com relação à qual, conforme antes analisado, não há supervisão governamental exercida pela CVM.

VI — Conclusão

91. Face à análise desenvolvida, concluímos que:

a) a Bolsa de Valores no Brasil, assim como na generalidade dos países, constitui uma associação privada, tipicamente corporativa; sua natureza jurídica

não é, portanto, a de um serviço público, mas sim a de uma entidade de cooperação do Poder Público;

b) não constituindo a Bolsa de Valores um serviço público a lei lhe assegura ampla liberdade de atuação (art. 153, § 2.º da CF), não sendo sua competência restrita ao estabelecido na regulamentação do Conselho Monetário Nacional (Res. 922/84), que só trata dos casos dos poderes delegados às Bolsas enquanto entidades auto-reguladoras, sem prejuízos dos demais campos de atuação;

c) a supervisão exercida pela CVM refere-se única e exclusivamente aos atos da Bolsa que manifestem o exercício dos seus poderes normativo e disciplinar, posto que apenas em tais casos as Bolsas podem ser consideradas "órgãos auxiliares" da CVM;

d) a autonomia administrativa, patrimonial e financeira da Bolsa de Valores, assegurada pela Lei 6.385/76, permite-lhe decidir, autônoma e independentemente de aprovação governamental, todas as questões ligadas à sua administração e que não envolvam matéria de interesse público.