

**INFIEL EXECUÇÃO DE ORDEM NA ALIENAÇÃO DE VALORES
MOBILIÁRIOS E A RESPONSABILIDADE ILIMITADA DO FUNDO DE
GARANTIA DA BOLSA DE VALORES**

1. INTRODUÇÃO

O mercado de ações, a exemplo do que ocorre com praticamente todos os demais ramos negociais, não está a salvo de fraudes, atraídas muitas vezes pelas altas cifras que giram ao redor das bolsas de valores.

Longe de ser um acontecimento esporádico, as tentativas de fraudes têm sido constantes no sistema bursátil, apesar da atuação firme dos órgãos de fiscalização e de auditoria, o que impôs a adoção de um mecanismo que resguardasse os investidores contra esses infortúnios.

Daí o surgimento do Fundo de Garantia tendente a ressarcir os investidores prejudicados dos danos aflorados no caso concreto, inspirando tranquilidade e confiança no momento de investir, uma vez que os investidores ficam cômicos de que eventuais lesões decorrentes de falhas administrativas, fraudes, má-fé ou deficiência na fiscalização serão suportadas pelas cômruas que compõem aquele Fundo, geradas, dentre outras fontes, por aportes vertidos pelas corretoras de valores, com base na comissão de corretagem cobrada dos investidores.

O objetivo do Fundo de Garantia é recompor qualquer lesão patrimonial sofrida pelos investidores, por obra dos administradores, empregados ou prepostos das corretoras nas operações em bolsa e na guarda de valores ou numerários, a título provisório ou de custódia. Estando presentes as condições necessárias ao comparecimento do Fundo (dano, nexu causal entre ele e as atividades da sociedade corretora e culpa), torna-se ele devedor da reparação, pois sua *ratio essendi* é justamente garantir ao mercado segurança e confiabilidade.

Nada obstante a previsão normativa dessa proteção, houve um caso recente, envolvendo discussão iniciada no ano de 2000 e concluída no ano de 2002, em que vários investidores foram desfalcados em sua posição acionária pela sociedade corretora a que estavam vinculados, mediante a transferência de valores mobiliários para terceiros sem a devida autorização, ocasião em que a BOVESPA argumentou haver responsabilidade apenas limitada do Fundo.

É essa argumentação que se pretende examinar no presente artigo, através da revisitação à teoria da aplicação das leis no tempo, da análise do fim social da norma e da interpretação conceitual do termo "infiel execução de ordem", prevista no artigo 40 da Resolução nº 2.690/00.

2. SUBSÍDIOS NECESSÁRIOS SOBRE O CASO CONCRETO

As fraudes acima mencionadas não se esgotaram em um único ato ou momento, antes, perduraram no tempo, perpassando de um ano a outro (início de 1999 a meados de 2000), sendo justamente esta circunstância que fez a BOVESPA afirmar que seu Fundo de Garantia apenas responderia limitadamente pelos prejuízos sofridos pelos investidores.

É que até a data de 31.01.2000, vigorava a Resolução CMN nº 1.656/89, cujo artigo 41, parágrafo único determinava a responsabilidade limitada do Fundo até o valor de 150.000 BTN. Na prática, caso os danos fossem inferiores a este limite, haveria ressarcimento integral; caso superassem, a indenização dar-se-ia de forma apenas parcial, ficando a descoberto o que sobejasse.

Mas quando descoberta a fraude, a referida resolução deixara de existir porque substituída pela Resolução nº 2.690/00, a qual, diferentemente daquela, excluía qualquer limitação de ressarcimento a cargo do Fundo de Garantia.

A posição da BOVESPA foi no sentido de que, como grande parte dos desfalques ocorreu antes de 01.02.2000, o ressarcimento sujeitava-se à limitação timbrada na

Resolução CMN nº 1.656/89, muito embora este ato normativo já estivesse expressamente revogado ao tempo da reclamação formulada junto ao Fundo de Garantia.

3-ILEGITIMIDADE RECURSAL DA BOVESPA

Antes de examinar o mérito das alegações da BOVESPA, cabe uma referência à ilegitimidade da autarquia para apresentar recurso administrativo objetivando a reforma da decisão colegiada de segunda instância.

Com efeito, por força das reclamações formuladas pelos investidores, os autos do procedimento administrativo são encaminhados ao Conselho de Administração da BOVESPA, para julgamento. Dessa decisão cabe recurso à Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários - SMI e, posteriormente, ao Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

No caso concreto - aliás, como em todos os outros que percorrem o mesmo *iter* procedimental -, a BOVESPA, vencida na segunda instância administrativa, apresentou recurso contra a decisão proferida pela SMI, objetivando a sua reforma e o restabelecimento da tese acolhida na primeira instância, quando o caso foi julgado pelo seu próprio Conselho de Administração.

Não nos parece afinado com o Estado Democrático de Direito a previsão normativa que assegura ao próprio órgão julgador de primeira instância a faculdade de interpor recurso ao órgão julgador de terceira instância, irredutível com a decisão proferida pelo órgão de segunda instância que reformou sua decisão anterior, de modo que esse ato jurídico, embora disposto no texto da resolução, padece de constitucionalidade, não podendo ser aceito ou validado.

Tal situação, além de não se compaginar com a garantia que deve ter a parte quando do julgamento de suas pretensões, evidencia a parcialidade que possivelmente ocorre nas decisões levadas a efeito pelo Conselho de Administração da BOVESPA em casos que

tais, onde, ao invés de julgar o pedido com a isenção esperada, antes visa a proteger o patrimônio gerido pelo Fundo de Garantia, sentenciando o investidor ao abandono de toda e qualquer proteção.

Essa circunstância já foi, ademais, observada pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM ao julgar recursos de investidores lesados, consoante se extrai do Parecer/CVM/SJU/nº 076/84 e do Processo CVM nº SP99/0379, cujos trechos vão abaixo transcritos, na ordem da citação:

“(...) a finalidade do Fundo de Garantia é o ressarcimento pleno do investidor, a benefício do normal funcionamento do mercado de valores mobiliários.” (Parecer da advogada Maria da Aparecida Cunha Lana, vistada pela Gerente de Consultoria e Legislação, Norma Janssen Parente, e pelo Superintendente do Jurídico, Luiz Tavares Pereira Filho).

“(...) não posso deixar de manifestar estranheza em relação à postura das bolsas de valores nos processos de fundo de garantia que, embora investidas da responsabilidade de julgar os processos em primeira instância, o que pressupõe a apuração isenta dos fatos e o julgamento de acordo com as normas, passaram a atuar mais como parte a tal ponto que as decisões, em quase sua totalidade, são contrárias aos investidores reclamantes.

Ora, o que se espera das bolsas é que elas cumpram sua função institucional como órgãos auxiliares da CVM e sejam mais rigorosas na fiscalização de suas aliadas visando a preservação e a credibilidade do mercado de valores mobiliários e não se limitem a defender os seus interesses.” (Diretor Relator Wladimir Castelo Branco Castro, em decisão de março de 2000).

Não há dissenso tanto na doutrina quanto na jurisprudência a respeito da ilegitimidade do órgão julgador para interpor recursos aos órgãos superiores, consoante leciona, por todos, NELSON NERY JUNIOR (Princípios fundamentais - Teoria Geral dos Recursos, 5ª edição, Editora RT, págs. 260-266).

Com efeito, se a BOVESPA figurou como órgão julgador na primeira instância administrativa, parece claro que não tem legitimidade para interpor recurso ao órgão julgador de terceira instância (SMI) na condição de parte, na medida em que não detém tal posição jurídica. Em outras palavras: se foi juiz, não é parte.

4- IMPOSSIBILIDADE DE APLICAÇÃO DA RESOLUÇÃO REVOGADA

Vencida essa questão, cumpre examinar se a Resolução CMN nº 1.656/89 poderia ser invocada para impor limitação ao ressarcimento dos valores transferidos fraudulentamente, tendo como referência a data em que ocorreram os desfalques.

A BOVESPA, como visto, invocou a aplicação da referida resolução por ser a que vigorava à época dos desfalques, muito embora estivesse revogada pela Resolução nº 2.690/00, que vigia (i) à época da ciência da fraude pelas partes (administradores da corretora, Bolsa de Valores e investidores) e (ii) no momento em que foram formuladas as reclamações junto ao Fundo de Garantia.

Analisando-se o aspecto legal da tese, entendo não haver como prevalecer a pretendida limitação do ressarcimento, por ser contrária não só às normas do Decreto-lei nº 4.657/42 (Lei de Introdução ao Código Civil), como também às próprias normatizações do Conselho Monetário Nacional (CMN), em especial a de nº 2.690/00.

Iniciando a exposição pelo Decreto-lei acima citado, notam-se várias normas que tratam da aplicação da lei no tempo e no espaço, a começar pelo artigo 2º, §1º, que assim dispõe:

"Art. 2º. *omissis.*"

§1º. *A lei posterior revoga a anterior quando expressamente o declare, quando seja com ela incompatível ou quando regule inteiramente a matéria de que tratava a lei anterior.*"

Também dispõem sobre esse importante tema os artigos 5º e 6º, cujas transcrições se fará por amor à clareza:

"Art. 5º. *Na aplicação da lei, o juiz atenderá aos fins sociais a que ela se dirige e às exigências do bem comum.*"

"Art. 6º. *A lei em vigor terá efeito imediato e geral, respeitados o ato jurídico perfeito, o direito adquirido e a coisa julgada.*"

Examinando esse compilado de normas, constrói-se uma regra de hermenêutica que pode ser resumida na seguinte exposição: a lei posterior entra imediatamente em vigor revogando as disposições que lhes forem contrárias, dela servindo-se o juízo com vistas ao atendimento de sua finalidade.

Aplicando-se imediatamente a lei nova ao caso concreto, decorre daí a impossibilidade lógica e jurídica de invocar-se uma lei anterior que já se encontre expressamente revogada para a solução de determinado litígio. Alvitrar o contrário seria desestimar os indigitados artigos legais, já que importaria em prostrar no tempo a aplicação da lei nova (que tem efeito imediato e geral) e preservar a aplicação da lei expressamente revogada (embora banida do ordenamento jurídico), além de relegar ao oblívio o fim social daquela primeira, que foi justamente o de oferecer maiores garantias aos investidores, geradas pela revogação do limite de ressarcimento até então vigente.

Aplicar a Resolução CMN nº 1.656/89, mesmo após expressamente revogada pelo artigo 4º da Resolução nº 2.690/00, importaria em fechar os olhos para o incremento que se pretendeu dar ao mercado bursátil.

Em suma, revogada a Resolução nº 1.656/89, ela desapareceu do mundo jurídico, sendo inteiramente substituída pela resolução revogadora que, para todos os efeitos, a anulou, retirando o vigor de sua norma jurídica a partir do momento em que entrou em vigência. A resolução revogada feneceu, saindo de circulação jurídica, o que impede seja aplicada até mesmo aos efeitos futuros de situações passadas.

Nem se poderia alegar, em sentido contrário, a parêmia *tempus regit actum*, na medida em que este axioma subordina-se ao princípio maior da aplicação imediata da lei nova, conforme reconhecido pelos tribunais da federação, sobretudo o Superior Tribunal de Justiça e o Supremo Tribunal Federal.

Exatamente porque a Resolução nº 1.656/89 estava revogada ao tempo da ciência da fraude e das reclamações formuladas junto ao Fundo de Garantia da BOVESPA, e, ainda que assim não fosse, porque o fim social da Resolução nº 2.690/00 foi aumentar o rol de garantias ofertadas aos investidores, é que me parece deva ser esta a norma aplicável ao caso concreto.

5- DA JURISPRUDÊNCIA E DOUTRINA A RESPEITO DA APLICAÇÃO DA LEI NO TEMPO

Os tribunais são uníssonos em afirmar a inaplicabilidade da lei revogada para reger determinado litígio surgido após o seu banimento do ordenamento jurídico, o que se observa da ementa abaixo transcrita, da lavra do Superior Tribunal de Justiça:

"EMBARGOS DE DECLARAÇÃO. RECURSO ESPECIAL. PREVIDENCIÁRIO. LEI MAIS BENÉFICA. EFEITO IMEDIATO. CONTRADIÇÃO. INOCORRÊNCIA.

1. No sistema de direito positivo brasileiro, o princípio *tempus regit actum* se subordina ao do efeito imediato da lei nova, salvo quanto ao ato jurídico perfeito, ao direito adquirido e à coisa julgada (Constituição da República, artigo 5º, inciso XXXVI e Lei de Introdução ao Código Civil, artigo 6º).

2. A lei nova, respeitados o ato jurídico perfeito, o direito adquirido e a coisa julgada, tem efeito imediato e geral, alcançando, sem dúvida, não apenas as relações jurídicas que lhe são anteriores, mas os seus efeitos continuados, que se produzam a partir do início da sua vigência.

3. "L'effet immédiat de la loi doit être considéré comme la règle ordinaire: la loi nouvelle s'applique, dès sa promulgation, à tous les effets qui résulteront dans l'avenir de rapports juridiques nés ou à naître". (Les Conflits de Lois Dans Le Temps, Paul Roubier, Paris, 1929).

4. O direito subjetivo do segurado é o direito ao benefício, no valor irredutível, uniforme, equivalente e suficiente que, a qualquer tempo, a lei lhe atribua presumidamente em função das necessidades do beneficiário, como é da natureza alimentar dos benefícios previdenciários e dos princípios constitucionais que os informam, insculpidos nos incisos II e IV do artigo 194 e parágrafo 2º do artigo 201 da Constituição da República, e, não, a este ou àquele valor do tempo da concessão do benefício, fundamentalmente porque as suas modificações legais subsequentes estão, por óbvio, pelo fim de melhor atender às necessidades básicas dos beneficiários.

5. Inexistente a contradição. Embargos rejeitados."

(EDRESP 238816/SC - EMBARGOS DE DECLARAÇÃO NO RECURSO ESPECIAL (1999/0104554-1) – DJ:05/02/2001 - PG:00137 – Relator Min. HAMILTON CARVALHIDO – 6ª Turma) - grifos acrescentados.

Idênticos julgamentos foram proferidos no Resp nº 263697/AL, DJ:18/12/2000, pág. 280 e no Resp nº 264514/AL, DJ:09/10/2000, pág. 214, ambos da 6ª Turma, sob a relatoria do Ministro HAMILTON CARVALHIDO.

Como bem se nota do acórdão transcrito, a lei nova colhe não apenas as relações jurídicas posteriores à sua vigência, mas também os efeitos continuados das relações anteriores, o que autoriza concluir que, por ter a fraude se perpetrado no tempo, os efeitos da lesão se estenderam até o momento em que os investidores tiveram inequívoca ciência do desfalque.

A propósito, cita-se outras decisões do e. STJ proferidas em idêntico sentido:

"PROCESSUAL CIVIL. DIREITO INTERTEMPORAL. PRAZO PARA AJUIZAR AÇÃO RESCISÓRIA. ART. 188, DO CPC. MP Nº 1.703-14. ALCANCE.

- Nossa tradição jurídica de direito intertemporal consagra o princípio de que a lei processual nova tem eficácia imediata, incidindo sobre os atos processuais praticados a partir do momento em que se tornam obrigatórias, sem alcançar, todavia, os atos consumados sob o império da legislação anterior, à luz do princípio *tempus regit actum*, sob pena de retroagir para prejudicar o direito adquirido, o ato jurídico perfeito e a coisa julgada.

- Não sendo a Medida Provisória convertida em lei em tempo oportuno, perde sua eficácia, restabelecendo-se a legislação então em vigor.

- Recurso especial não conhecido."

(Resp nº 250579/PB - DJ: 11/09/2000, PG:00300 e Resp nº 250580/PB; DJ: 04/09/2000, PG:00204, ambos da 6ª Turma e da relatoria do Ministro VICENTE LEAL)

Examinando-se a decisão sobre a ótica do que estritamente interessa ao caso em estudo, pode-se afirmar que, ainda que as reclamações houvessem sido apresentadas sob a égide da Resolução nº 1.656/89, esta normatização apenas regeria os aspectos procedimentais do pleito, já que em vigor à época do ato. E uma vez revogada, o direito dos investidores passaria a ser regido pela nova legislação, que apenas não poderia ferir seus direitos adquiridos.

No entanto, nem isso ocorreu nos casos a que se teve acesso, já que a Resolução nº 2.690/00 é que estava vigente ao tempo em que os investidores formularam suas reclamações— e não a Resolução nº 1.656/89, já revogada há quase um ano -, de modo que aquela norma é que tem eficácia para reger o procedimento da reclamação e o direito de ressarcimento daqueles.

Nesse diapasão se posiciona o acórdão abaixo:

“PROCESSUAL CIVIL. ALÇADA RECURSAL. LEI N. 6.825/80. APELAÇÃO INTERPOSTA NO LUGAR DOS EMBARGOS INFRINGENTES. INAPROVEITAMENTO. LEI N. 8.197/91. PRECEDENTES.

I - O PRINCÍPIO ‘TEMPUS REGIT ACTUM’ IMPÕE ÀS PARTES A OBSERVÂNCIA DA LEI VIGENTE AO TEMPO DA PRÁTICA DO ATO PROCESSUAL.

II - A LEI N. 8.197/91 NÃO TEM O CONDÃO DE TORNAR APROVEITÁVEL RECURSO QUE, AO TEMPO DE SUA INTERPOSIÇÃO, NÃO ERA CABÍVEL.

III - RECURSO ESPECIAL IMPROVIDO.” (Resp nº 29372/SP - DJ: 22/11/1993 - PG:24902 – 1ª Turma – Ministro CESAR ASFOR ROCHA).

Para finalizar, cita-se a exegese já pacificada no âmbito do e. Superior Tribunal de Justiça a respeito da impossibilidade de se invocar lei revogada para efeito de aplicação a determinado caso concreto posto em julgamento após a perda de sua eficácia, justamente o que estava sendo pretendido pela BOVESPA. Veja-se o teor do acórdão:

“PREVIDENCIÁRIO E PROCESSUAL CIVIL. CONVERSÃO DE APOSENTADORIA POR TEMPO DE SERVIÇO EM ESPECIAL. DECISÃO EXTRA PETITA. PREQUESTIONAMENTO. AUSÊNCIA. PROCESSO ADMINISTRATIVO. ENCERRAMENTO. APLICAÇÃO. LEI POSTERIOR.

- Se não cabe ao segurado invocar a lei revogada para concessão de sua aposentadoria, devendo pautar-se pela lei vigente à época da concessão do benefício, da mesma forma não cabe à autarquia federal utilizar-se do mesmo fundamento, mormente quando, no decorrer do processo administrativo, houve alteração da legislação previdenciária.

- Recurso especial não conhecido.”(Resp nº 293681/RS - DJ: 23/04/2001 - PG:00199 – 6ª Turma – Ministro VICENTE LEAL)

Inegável a orientação do Superior Tribunal de Justiça quanto à impossibilidade de aplicação de lei revogada, sobretudo para reger lesões a direito reclamadas após a cessação de sua eficácia, sob pena de conferir-se ultratividade à legislação banida do ordenamento jurídico e indevida suspensão dos efeitos da lei nova, que ficaria impedida de aplicar-se imediatamente ao caso concreto.

A doutrina não discrepa desse entendimento, conforme se observa dos ensinamentos de CAIO MÁRIO DA SILVA PBEIRA (Instituições de Direito Civil, 10ª edição, Editora Forense, pág. 109), que expressa a uníssona exegese perfilhada pelos doutos:

“No silêncio da lei a respeito de sua aplicação às situações geradas sob o império da lei antiga, cujos efeitos se prolongarem na constância da lei nova é que se deve fazer apelo aos princípios diretores da solução dos conflitos de leis no tempo. Neste sentido, enuncia quatro regras, que desenvolve com ilustrações de natureza prática.

A primeira regra é simples e de fácil aplicação: a lei nova não atinge as situações nascidas e definitivamente cumpridas sob o império da lei antiga, de tal forma que a lei estatuinte para o futuro, e não para o passado, respeita o que se constituiu e juridicamente se esgotou sob o império da lei velha. É esta, por conseguinte, que deve reger tais situações. Ao revés, aquelas situações que nasceram sob o império da lei antiga, mas continuam a produzir seus efeitos sob o da lei nova (efeitos futuros das situações jurídicas), passam à incidência da segunda regra.

A segunda é esta: a lei nova aplica-se imediatamente, mesmo aos efeitos futuros das situações nascidas sob o império da lei anterior. É uma consequência natural do efeito imediato da lei, que tanto abraça no seu domínio as situações inteiramente novas e nascidas na sua vigência, como ainda regula os efeitos futuros das situações jurídicas que se criaram sob a lei antiga, porém foram alcançadas em curso de produção de efeitos pela lei atual. Os efeitos que se vêm a produzir, já no tempo da lei moderna, são por esta regidos. Significa isto que a lei recente governa todo o futuro, isto é, não somente as situações a nascer, mas ainda as situações já nascidas, desde que chamadas a desenvolver efeitos futuros sob o domínio da lei nova. (...)” (g.n.)

Assim, quando muito, poderia haver controvérsia quanto à aplicação da Resolução nº 2.690/00 aos casos concretos se os investidores houvessem formulado as

reclamações ao tempo em que esta normatização ainda não existisse (mesmo assim seria discutível em razão desta resolução haver colhido uma situação ainda não definitivamente esgotada sob o império da Resolução nº 1.656/89).

No entanto, nenhuma dúvida parece poder ser oposta à aplicação única e exclusiva da Resolução nº 2.690/00 aos casos mencionados, já que não apenas a ciência da fraude pelos investidores - e também pela BOVESPA - como a própria formulação das reclamações ocorreram sob o pálio desta resolução. Embora a lesão tenha se iniciado na vigência da Resolução nº 1.656/89, o conhecimento do desfalque (e, portanto, da lesão) apenas ocorreu quando vigente a Resolução nº 2.690/90, forçando concluir que a fraude nasceu sob o império da resolução revogada mas produziu efeitos *pro futuro*, sob a égide da resolução nova, sujeitando-se inteiramente a esta.

6- DA LEGISLAÇÃO MAIS BENIGNA E DO FIM SOCIAL DA NORMA

Ainda que os investidores não contassem a seu favor com a argumentação acima exposta, de qualquer forma a Resolução nº 2.690/00 é que seria a aplicável às reclamações por eles apresentadas, já que indubitavelmente mais benéfica aos mesmos.

O fim social buscado pela citada resolução - de cujo atrelamento não pode prescindir o aplicador da norma - foi justamente o de propiciar maiores garantias aos investidores do mercado bursátil, que, se outrora estavam prisioneiros de uma limitação imposta pela Resolução nº 1.656/89, atualmente têm assegurado o direito ao ressarcimento amplo e integral, na exata dimensão do prejuízo sofrido, em decorrência da fraude perpetrada por sociedade corretora permissionária da bolsa de valores.

Confrontando-se ambas as resoluções, percebe-se que a finalidade da nova legislação foi expungir o limite até então vigente para efeito de indenização, e tal se afirma com base em duas percepções bem claras:

a) a Resolução nº 2.690/00 é cópia quase que fiel da revogada Resolução nº 1.656/89, tendo praticamente repetido todas as disposições que

esta última agasalhava, o que autoriza a concluir que legislou sobre a mesma matéria e de forma quase que acácia;

b) não obstante, a Resolução nº 2.690/00 categoricamente optou por excluir a prefalada limitação como reconhecimento de que toda e qualquer indenização a cargo do Fundo de Garantia deveria ocorrer na proporção exata do prejuízo sofrido, por ser este o fim que inspirou a sua concepção.

Ocorreu, nos casos em estudo, o que se costuma chamar de silêncio elocuente da norma, já que a repetição do texto normativo, mas sem a limitação que até então vigia, teve o mesmo efeito que se declarasse expressamente que a indenização se daria ilimitadamente.

Desta forma, seja pelo ângulo da aplicação da resolução mais benigna, seja pela ótica da finalidade social da norma, forçoso reconhecer que a Resolução nº 2.690/00 é a única aplicável ao caso concreto, notadamente na parte em que afasta a limitação ao ressarcimento.

7- CONFIGURAÇÃO DE INFIEL EXECUÇÃO DE ORDEM

A BOVESPA procurou também afastar o direito dos investidores ao ressarcimento integral dos prejuízos alegando não ter se tratado de "infidel execução de ordem", o que, a seu ver, seria decisivo para o malogro das reclamações formuladas.

Contudo, parece-me que também essa colocação não se sustenta.

Foi alegado que o fato de não ter havido ordem de transferência por parte dos investidores impossibilitaria o seu enquadramento no item 1, alínea a, artigo 40 do regulamento anexo à Resolução nº 2.690/90, do seguinte teor:

"As bolsas de valores devem manter Fundo de Garantia, com finalidade exclusiva de assegurar aos clientes de sociedade membro, até o limite do Fundo, ressarcimento de prejuízos decorrentes:

I - da atuação de administradores, empregados ou prepostos de sociedade membro ou permissionária da bolsa de valores que tiver recebido a ordem do investidor, em relação à intermediação de negociações realizadas em bolsa e aos serviços de custódia, especialmente nas seguintes hipóteses:

a) inexecução ou infiel execução de ordem;"

Com a devida vênia dos que entendem o contrário, afigura-se equivocada tal perspectiva uma vez que, *mutatis mutandis*, a ausência de ordem de transferência à sociedade corretora corresponde sim à ordem para não transferir as ações.

Se assim não fosse, os investidores deveriam participar de hora em hora (quando não de minuto em minuto) a sua vontade de não transferirem os valores mobiliários, sob pena de terem por manifestada a sua vontade de transferir, e isso apenas e tão somente porque não desautorizaram a transferência.

Tal situação vai de encontro, ainda, à razão de ser da AUTORIZAÇÃO PARA TRANSFERÊNCIA DE AÇÕES, que é condição *sine qua non* para a transferência dos valores mobiliários, uma vez devidamente assinada pelo titular das ações. Se os investidores não desejarem transferir suas ações, basta que nada ordenem à corretora, sendo justamente por isso que se exige a assinatura da ordem em formulário padrão e oficial, sem o qual não é possível a operação.

A infiel execução de ordens necessariamente abarca a circunstância em que, à revelia de seu titular, as ações são negociadas com desprezo à fidelidade que deve caracterizar essa espécie de negócio, a qual não se circunscreve àquele breve instante em que a ordem de negociação é dada pelo investidor, mas se estende aos momentos posteriores, de tal sorte que a ordem de compra de certas ações e a posterior inércia do investidor implica, naturalmente, na ordem de não vendê-las.

Sem autorização expressa dos investidores, a transferência das ações pela sociedade corretora ocorre em flagrante violação à única ordem de compra e de custódia dos

títulos existentes, constituindo-se, assim, em infiel execução de ordem. Em palavras outras, quando os investidores determinam à sociedade corretora que compre as ações e as mantenham custodiadas até nova ordem, estão, na verdade, ordenando à mesma que não as venda, correspondendo o descumprimento à "infiel execução de ordem".

Por outro lado, restringir a aplicação do ressarcimento à hipótese da estrita comprovação de existência de ordem vai além do que pretendeu o legislador, que é proteger o investidor contra malversação e os desmandos dos administradores, empregados e prepostos das corretoras, decorrentes do exercício de intermediação e relativos aos serviços de custódia. O interesse legal é o de proteger o investidor e não o de puni-lo, sendo que o requisito básico está restrito à relação de intermediação entre a corretora e o investidor, perante as bolsas de valores.

Houve, ainda, uma outra argumentação da BOVESPA no sentido de que admitir a responsabilidade do Fundo de Garantia nesses casos equivaleria a criar ordens de "não compra" e de "não venda" sem amparo jurídico. Tal assertiva, particularmente, peca em dois aspectos, de modo que a demonstração dessa equivocidade exige um desdobramento em subitens:

a) como demonstrado acima, não se trata de interpretação extensiva, mas de literal aplicação da garantia para as hipóteses a que se destinava (infiel execução de ordem);

b) ainda que assim não fosse, o rol constante do artigo 40 da Resolução nº 2.690/90 (e também da Resolução nº 1.656/89) é meramente exemplificativo, e não exaustivo - considerando o adjetivo "especialmente" grafado no final do dispositivo - de modo que as hipóteses encartadas nos incisos I, II e III não são as únicas que atribuem responsabilidade ao Fundo de Garantia da BOVESPA. Desta forma, esta última responderá sempre e toda vez que haja "*atuação de administradores, empregados ou prepostos de sociedade membro ou permissionária, em relação à intermediação de negociações realizadas em bolsa e aos serviços de custódia*" (conforme artigo 40, *caput*,

parte final, decisão da SMI no Processo CVM nº SP 96/0008 e Parecer/CVM/SJU/Nº076/84).

É neste sentido o entendimento da Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários, conforme, aliás, se nota do parecer exarado no PROCESSO CVM Nº SP 96/0008, relatado pelo Dr. ROBERTO TADEU ANTUNES FERNANDES, cuja transcrição é de rigor:

"A melhor interpretação que se pode dar ao item 1 do artigo 41 referido é a exigência da necessidade de comprovação da existência de uma relação jurídica entre o cliente e a corretora para que se possa admitir a reclamação. No caso, a relação estava presente, pois todos os reclamantes eram clientes da corretora, há os prejuízos, o nexo causal entre as lesões sofridas e as atividades de intermediação da corretora, bem como houve a substituição indevida da vontade do cliente nas operações de venda quando a obrigação era de manter as ações à sua disposição. Restringir a aplicação de ressarcimento à hipótese da estrita comprovação da existência de ordem do cliente, como quer a BOVESPA, vai além do que pretendeu a norma.

De acordo com a manifestação da SJU, é inequívoco que o cliente que não deu qualquer ordem após a compra das ações tem o direito de exigir seja mantida a ordem de tê-las em carteira, ou seja, o cumprimento daquilo que ordenou em sua última manifestação de vontade junto à corretora. Entendimento contrário não é simplesmente ilógico, de vez que a ordem do cliente existe e é ela a de não vender, como leva a conclusões de clamorosa e flagrante injustiça. Tem sido entendimento desta Casa, há muitos anos, de que a realização de negócio sem ordem consubstanciaria ordem diversa da do investidor.

A relação entre o cliente e a corretora nem sempre se esvai com o cumprimento da ordem, o que, na hipótese de uma operação de compra, se daria com a entrega dos títulos ao comprador. É natural que, quando o cliente utiliza o sistema de custódia da própria bolsa ao qual somente a corretora tem acesso, a relação se perpetue e, conseqüentemente, a obrigação de manter os títulos à disposição do cliente. E, no caso de os títulos virem a faltar, nada mais justo que o Fundo seja responsabilizado pela sua reposição. É um direito, até certo ponto, elementar para ser tão questionado e não ser reconhecido desde logo.

Na prática, nenhum negócio é realizado em Bolsa de Valores sem a existência de uma ordem. Portanto, afirmar que não assiste direito aos reclamantes porque eles não foram os autores das ordens que lhes causaram sérios

prejuízos é falacioso. Houve ordem, sim, e ordem infiel à vontade do verdadeiro senhor e proprietário das ações.

Se a norma se preocupa em proteger a execução das ordens em situações de simples falhas ou erros operacionais ou até mesmo na hipótese de sua inexecução, quanto mais aquelas que decorrem de dolo como no presente caso. Não reconhecer essa situação como direito nos levaria à conclusão absurda de que se os prepostos da corretora não tivessem agido com dolo tão exacerbado, mas descumprido ligeiramente uma ordem, o Fundo assumiria os prejuízos."

Não há como negar, pois, responsabilidade do Fundo de Garantia da BOVESPA pelo ressarcimento dos prejuízos causados aos investidores, desprendida de qualquer limitação quantitativa outra que não a do próprio valor dos desfalques fraudulentos.

8- CONCLUSÕES

De todo o acima exposto, podem ser extraídas as seguintes conclusões:

a) a bolsa de valores, porque participa da primeira fase do procedimento na condição de julgador, não tem legitimidade para arvorar-se no papel de parte e, deste modo, interpor recursos contra as decisões que lhe pareçam contrárias, proferidas pelos demais órgãos administrativos;

b) o princípio *tempus regit actum* se subordina ao do efeito imediato da lei nova - salvo quanto à coisa julgada, ao ato jurídico perfeito e ao direito adquirido -, a qual alcança não apenas as relações jurídicas iniciadas a partir da sua vigência como também os efeitos continuados das relações anteriores;

c) uma vez revogada a Resolução nº 1.656/89, que previa a limitação ao ressarcimento dos prejuízos causados aos investidores, ela desapareceu imediatamente do mundo jurídico para dar lugar à resolução revogadora (2.690/00), não sendo possível a sua aplicação nem mesmo aos efeitos futuros de situações passadas;

d) ainda que a Resolução nº 1.656/89 não tivesse sido ab-rogada pela Resolução nº 2.690/00, a inovação trazida por esta última quanto à ilimitação do arcimemento deveria ser aplicada aos casos concretos, tendo em vista o fim social almejado nesse novo ato normativo, objetivando aumentar o rol de garantias oferecidas aos investidores ao assegurar-lhes o direito ao ressarcimento amplo e integral, em espondência ao prejuízo sofrido;

e) a ausência de ordem à sociedade corretora para a transferência dos valores diários corresponde à ordem para não transferi-los, tanto mais porque a operação deve ter a assinatura do termo de autorização para transferência das ações, traduzindo-se em a execução de ordem a negociação das mesmas à revelia de seu titular, contrariamente à a ordem de compra e de custódia dos títulos;

f) a responsabilização do Fundo de Garantia nesses casos não depende de pretensão extensiva, decorrendo, antes, de mera interpretação gramatical, conforme o eleito no artigo 40, inciso I, alínea "a" da Resolução nº 2.690/90;

g) o rol constante das Resoluções nº 1.656/89 (artigo 41) e 2.690/90 (artigo 40) ramente exemplificativo, considerando o adjetivo "especialmente" grafado no final dos sitivos, de modo a responsabilidade do Fundo de Garantia emergirá não apenas nas eses nele previstas, mas sempre que houver atuação de administradores, empregados ou stos de sociedade membro ou permissionária, em relação à intermediação de cizações realizadas em bolsa e aos serviços de custódia.