FERNANDO DE ANDRADE MOTA

**Abusos no mercado de capitais: conceituação e repressão
pela Comissão de Valores Mobiliários**

Tese de Doutorado

Orientador: Professor Dr. José Marcelo Martins Proença

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo-SP

2018

FERNANDO DE ANDRADE MOTA

**Abusos no mercado de capitais: conceituação e repressão
pela Comissão de Valores Mobiliários**

Versão Original

Tese apresentada a Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob orientação do Professor Dr. José Marcelo Martins Proença.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo-SP

2018

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Catálogo da Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Mota, Fernando de Andrade

Abusos no mercado de capitais: conceituação e repressão pela
Comissão de Valores Mobiliários / Fernando de Andrade Mota ;
orientador José Marcelo Martins Proença -- São Paulo, 2018.

303 p.

Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito
Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2018.

1. Direito Comercial. 2. Mercado de Capitais. 3. Bolsa de
Valores. 4. Manipulação de Mercado. 5. Insider Trading. I. Proença, José
Marcelo Martins , orient. II. Título.

Nome: MOTA, Fernando de Andrade

Título: Abusos no mercado de capitais: conceituação e repressão pela Comissão de Valores Mobiliários

Tese apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, para obtenção do título de Doutor em Direito.

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof. Dr.

Instituição:

Julgamento:

Assinatura:

Prof. Dr.

Instituição:

Julgamento:

Assinatura:

Prof. Dr.

Instituição:

Julgamento:

Assinatura:

Prof. Dr.

Instituição:

Julgamento:

Assinatura:

Prof. Dr.

Instituição:

Julgamento:

Assinatura:

Para Ana Carolina Hirano Mota, com amor, sempre

Agradecimentos

Ao Professor Doutor José Marcelo Martins Proença, orientador na especialização, no mestrado e no doutorado, pelo incentivo à dedicação perene ao aperfeiçoamento acadêmico e ao magistério. As veredas da investigação científica foram mais serenas sob o tranquilo lume do seu conhecimento.

Aos Professores da Faculdade de Direito, que na graduação, mestrado e doutorado tanto ensinaram. Tive a oportunidade de cursar excelentes matérias ao longo do doutorado, ministrada pelos Professores Doutores Arthur Barrionuevo Filho; Calixto Salomão Filho; Eduardo Secchi Munhoz; Fernando Menezes de Almeida; Francisco Satiro; José Alexandre Tavares Guerreiro; Mauro Rodrigues Penteado; Nina Ranieri Stocco; Paula Andréa Forgioni; Paulo Salvador Frontini e Rodrigo Broglia Mendes.

Aos Professores Doutores Francisco Satiro e Arthur Barrionuevo Filho, em especial, pelos importantes comentários no exame de qualificação, que muito contribuíram para a evolução do trabalho.

Aos colegas de trabalho da BSM, com quem tenho a oportunidade de discutir muitos dos assuntos abordados neste trabalho, e em especial ao Luiz Felipe Amaral Calabro e ao Henrique Fratta Lobo, com quem pude falar de temas relevantes para a análise empreendida.

Aos demais profissionais com quem pude trabalhar e aprender tanto nos últimos anos, especialmente ao Paulo Cezar Aragão, pelos ensinamentos constantes, pelo exemplo, e pelo incentivo à dedicação acadêmica.

Minha família sempre valorizou e incentivou o estudo. Agradeço a meu pai, em memória, minha mãe Selma e a meus irmãos Patrícia e Felipe por todo o apoio. Agradeço também ao Sedi Hirano e sua família, pela inesgotável empolgação com a pós-graduação.

À Ana Carolina, por tudo.

RESUMO

MOTA, Fernando de Andrade. **Abusos no mercado de capitais: conceituação e repressão pela Comissão de Valores Mobiliários**. 2018. 303. p. Tese (Doutorado em Direito Comercial) Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

A tese explora as condutas usualmente consideradas abusivas nos mercados de valores mobiliários. Descreve diversas condutas indicadas pela doutrina e pela jurisprudência como potencialmente abusivas, aborda a conceituação pela Comissão de Valores Mobiliários e no direito comparado, com foco nos conceitos norte-americano e da União Europeia, e individualiza os elementos centrais destas condutas.

As vantagens e desvantagens dos conceitos amplos usualmente empregados para definir tais condutas são analisadas de modo crítico, demonstrando a imprecisão das definições adotadas, que colocam em questão a própria justificativa para a delegação de competência para conceituar tais práticas.

Para propor uma forma melhor de definição, são analisados os elementos que integram as condutas usualmente consideradas abusivas, bem como os fatores que influenciam os preços dos valores mobiliários e os mecanismos para sua fixação e modificação.

À luz de tais considerações, é proposta uma nova classificação de potenciais abusos.

ABSTRACT

MOTA, Fernando de Andrade. **Market abuse: definition and enforcement by the Brazilian Securities and Exchange Commission**. 2018. 303. p. Doctorate Thesis. School of Law, University of São Paulo, São Paulo, 2018.

The thesis explores the conduct usually considered abusive in the securities markets. It describes several behaviors indicated by doctrine and jurisprudence as potentially abusive, addresses the conceptualization by the Brazilian Securities and Exchange Commission and comparative law, focusing on the concepts of the US and the European Union, and individualizes the central elements of these conduct.

The advantages and disadvantages of the broad concepts usually employed to define such behaviors are analyzed in a critical way, demonstrating the imprecision of the definitions adopted, which call into question the very justification for delegating competence to conceptualize such practices.

In order to propose a better form of definition, the elements that integrate the behaviors usually considered abusive, as well as the factors that influence the prices of the securities and the mechanisms for their fixation and modification are analyzed.

In the light of these considerations, a new classification of potential abuse is proposed.

RIASSUNTO

MOTA, Fernando de Andrade. **Abusi nel mercato dei capitali: concettualizzazione e repressione da parte della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa brasiliana**. 2017. 303. p. Tesi di Dottorato: Facoltà di Giurisprudenza, Università di São Paulo, São Paulo, 2018.

La tesi esplora la condotta solitamente considerata abusiva nei mercati mobiliari. Descrive diversi comportamenti indicati dalla dottrina e dalla giurisprudenza come potenzialmente abusivi, affronta la concettualizzazione da parte della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa brasiliana e del diritto comparato, concentrandosi sui concetti di Stati Uniti e Unione Europea, e individua gli elementi centrali di tali comportamenti.

I vantaggi e gli svantaggi dei concetti generali normalmente utilizzati per definire tali comportamenti sono analizzati in modo critico, dimostrando l'imprecisione delle definizioni adottate, che mettono in discussione la giustificazione stessa della delega delle competenze per concettualizzare tali pratiche.

Al fine di proporre una migliore forma di definizione, sono analizzati gli elementi che integrano i comportamenti solitamente considerati abusivi, nonché i fattori che influenzano i prezzi dei titoli e i meccanismi per la loro fissazione e modifica.

Alla luce di queste considerazioni, è proposta una nuova classificazione del potenziale abuso.

LISTA DE SIGLAS E ABREVIACÕES

Ala. L. Rev. – Alabama Law Review

Alb. L. Rev. – Albany Law Review

Am. Crim. L. Rev. – American Criminal Law Review

B3 – B3 S/A – Brasil, Bolsa, Balcão

B.C. L. Rev. – Boston College Law Review

BSM – BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados

CFTC – Commodity Futures Trading Commission

Colo. Tech. L.J. – Journal on Telecommunications and High Technology Law

Colum. Bus. L. Rev. – Columbia Business Law Review

Colum. L. Rev. – Columbia Law Review

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

Cornell L. Rev. – Cornell Law Review

Duke L.J. – Duke Law Journal

FASB – Financial Accounting Standards Board

FINRA – Financial Industry Regulatory Authority

Geo. Wash. L. Rev. – The George Washington Law Review

Harv. L. Rev. – Harvard Law Review

ICVM – Instrução CVM

IOSCO – International Organization of Securities Commissions

j. – julgado

J. Bus. – Journal of Business

J. Corp. L. – The Journal of Corporation Law

J. Fin. – The Journal of Finance

J.L. & Econ. – Journal of Law And Economics

Loy. L.A. L. Rev. – Loyola of Los Angeles Law Review

Maastricht J. Eur. & Comp. L. – Maastricht Journal of European and Comparative Law

Minn. L. Rev. – Minnesota Law Review

NTU L. Rev. – National Taiwan University Law Review

NYSE – The New York Stock Exchange

N. Y. L. F. – New York Law Forum

Nw. U. L. Rev. – Northwestern University Law Review
PAD – Processo Administrativo Disciplinar
PAS – Processo Administrativo Sancionador
Rutgers U. L. Rev. – Rutgers University Law Review
S. Cal. L. Rev. – Southern California Law Review
St. John's L. Rev. – St. John's Law Review
Stan. L. Rev. – Stanford Law Review
SSRN – Social Science Research Network
Touro L. Rev. – Touro Law Review
Transactions Tenn. J. Bus. L. – Transactions: The Tennessee Journal of Business Law
U. Cin. L. Rev. – University of Cincinnati Law Review
UCLA L. Rev. – UCLA Law Review
U. Miami L. Rev. – University of Miami Law Review
U. Pa. J. Bus. L. – University of Pennsylvania Journal of Business Law
U. Pa. L. Rev. – University of Pennsylvania Law Review
Val. U. L. Rev. – Valparaiso University Law Review
Va. L. & Bus. Rev. – Virginia Law & Business Review
Va. L. Rev. – Virginia Law Review
Wm. & Mary L. Rev. – William and Mary Law Review

DECISÕES DA CVM

Caso Fabrizio – PAS CVM nºRJ2015/9909, j. em 05.09.2017.
Caso Hugo – PAS CVM nºRJ2016/1742, j. em 18.04.2017.
Caso TOV/churning – PAS CVM nºRJ2014/12921, j. em 10.02.2017.
Caso Mundial – PAS CVM nº RJ2012/11002, j. em 08.12.2016.
Caso D&F – PAS CVM nº RJ2014/2797, j. 27.09.2016.
Caso Teka – PAS CVM nº RJ2012/13605, j. em 23.08.2016.
Caso Sanepar – PAS CVM RJ2012/9808, j. em 18.12.2015.
Caso Hera – PAS SP2012/480, j. em 06.10.2015.
Caso Credit – PAS CVM SP2013/12, j. em 18.08.2015.
Caso Marambaia – PAS CVM nº RJ2013/5194, j. em 19.12.2014.
Caso Gradual – PAS CVM nº 12/2010, j. em 07.10.2014.

Caso C&D – PAS CVM nº 24/2010, j. em 27.05.2014.
Caso São Paulo CV – PAS CVM nº SP2011/233, j. em 25.03.2014.
Caso Quantech – PAS CVM nº 04/2013, j. em 25.02.2014.
Caso Nossa Senhora de Lourdes – PAS CVM RJ2013/1730, j. em 18.08.2015.
Caso Brasmotor – PAS CVM nº 29/2000, j. em 17.12.2013.
Caso Cruzeiro do Sul 2013 – PAS CVM RJ2011/12660, j., em 19.11.2013.
Caso Alpes – PAS CVM SP2007/140, j. em 15.10.2013.
Caso Elite – PAS CVM nº SP2010/266, j. em 15.10.2013.
Caso TOV – PAS CVM nº SP2007/139, j. em 30.07.2013.
Caso BI Capital – PAS CVM nº 01/2010, j. em 16.07.2013.
Caso BVL/Intra – PAS CVM nº 03/2009, j. em 30.04.2013.
Caso Oswald – PAS CVM nº SP2007/0113, j. em 26.03.2013.
Caso Librium – PAS CVM nº 05/2008, j. em 12.12.2012.
Caso Refer – PAS CVM nº 30/2005, j. em 11.12.2012.
Caso Laeta – PAS CVM nº 08/2004, j. em 06.12.2012.
Caso Faceb – PAS CVM nº 21/2006, j. em 07.08.2012.
Caso Umuarama — PAS CVM nº 20/2005, j. em 12.04.2011.
Caso Ceres e Postalis – PAS CVM nº 03/2006, j. em 01.12.2010.
Caso Ipanema – PAS CVM nº 06/2004, j. em 09.11.2010.
Caso ASM – PAS CVM nº 06/2007, j. em 28.09.2010.
Caso Real Grandeza – PAS CVM nº 14/2006, j. em 31.08.2010.
Caso São Paulo 2010 – PAS CVM nº 12/2004, j. em 11.05.2010.
Caso Incontrade/Rural – PAS CVM nº 09/02, j. em 19.07.2006.
Caso RMC – PAS CVM Nº 31/98, j. em 30.11.2005.

DECISÕES DA SUPREMA CORTE NORTE-AMERICANA

Caso Hochfelder – Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 199 (1976)
Caso Schreiber – Schreiber v. Burlington N., Inc., 472 U.S. 1, 7 (1985)

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	19
1 BASES DA REGULAÇÃO E OPERAÇÕES CONTROVERTIDAS	28
1.1 As Bases da Regulação	29
1.1.1 Aspectos positivos e negativos da regulação	29
1.1.2 Proteção contratual contra a manipulação	33
1.1.3 Quem deve regular	34
1.1.4 Abrangência da regulação	43
1.1.5 Técnicas de regulação	44
1.1.6 Identidade dos regulados	51
1.1.7 Reparação de danos	52
1.2 Operações usualmente consideradas irregulares	54
1.2.1 Pools	54
1.2.2 Touting	58
1.2.3 Pump and dump ou scalping	59
1.2.4 Boiler room	60
1.2.5 Transações fictícias	60
1.2.5.1 Operações de mesmo comitente - OMC	61
1.2.5.2 Wash sales	61
1.2.5.3 Matched orders	61
1.2.5.4 Round Robin	64
1.2.5.5 Parking	64
1.2.6 Bear raids, trash and cash	65
1.2.6.1 Predatory trading	66
1.2.7 Esquentar esfria ou <i>money pass</i>	67
1.2.8 Compra e venda	68
1.2.9 Painting the tape	69
1.2.10 Concentrated trading	69
1.2.11 Limiting the supply	70
1.2.12 Pegging	71
1.2.12.1 Estabilização de preços	71
1.2.13 Sucessive bids at higher prices ou advancing the bid	75
1.2.14 Spoofing ou layering	76
1.2.15 Comprar sem querer comprar	77
1.2.16 Corner	78
1.2.17 Reverse corner ou squeeze	79
1.2.18 Position Fraud	79
1.2.19 Ownership Fraud	80
1.2.20 Banging the close	80
1.2.21 Punching	82
1.2.22 Benchmark Manipulation	83
1.2.22.1 Libor	84
1.2.23 Negotiated offsetting trades	84
1.2.24 Short Sales, short selling ou vendas a descoberto	85
1.2.25 Naked Short Sell	86
1.2.26 Short Squeeze	87

1.2.27 Excessive Mark up	88
1.2.28 Program trading.....	88
1.2.29 Front running.....	89
1.2.30 Piggybacking.....	90
1.2.31 Churning ou overtrading	91
1.2.32 Window dressing.....	93
1.2.33 Falsificação de documentos	93
1.2.34 Fraudes contra fundos	94
1.2.35 Especificação posterior	95
1.2.36 Operações de seguro	96
1.2.37 Laddering ou tie-in agreements.....	97
1.2.38 Shell Game.....	97
1.2.38.1 Shell game – spin off variation	98
1.2.39 Merchandising.....	98
1.2.40 Backdating options.....	99
1.2.41 Má administração	99
1.2.42 Proxy e manipulação	100
1.2.43 Esquemas de Pirâmide ou Ponzi	100
1.2.44 Death Spiral.....	100
1.2.45 Manipulação por envenenamento	101
1.3 Circunstâncias usualmente associadas a abusos	101
1.3.1 High Frequency Trading	101
1.3.2 Rebate arbitrage	104
1.3.3 Dark Pools e ordens ocultas	105
1.3.4 Negociar durante ofertas e transações envolvendo controle societário	105
1.3.5 Negociações com as próprias ações	107
1.3.6 Liquidez, Microcap fraud e mercados suscetíveis	109
1.3.7 Especulação excessiva e bolhas especulativas.....	114
2 CONCEITOS DE ABUSO	116
2.1 Dificuldades com o conceito de abusos	116
2.2 Normas jurídicas	120
2.2.1 Brasil	120
2.2.2 Estados Unidos.....	135
2.2.2.1 Legislação anterior às leis federais sobre valores mobiliários.....	135
2.2.2.2 As leis federais dos mercados de valores mobiliários de 1933 e 1934	136
2.2.2.3 Outras normas	142
2.2.3 União Europeia	144
2.3 Conceitos doutrinários de abuso e manipulação	150
3 ELEMENTOS CONDENÁVEIS.....	156
3.1 Dimensões da artificialidade.....	156
3.1.1 Natural, Normal e Comum.....	158
3.1.2 Múltiplos critérios	161
3.1.3 Impacto sobre preços	162
3.1.4 Fraude.....	165
3.1.4.1 Operações ditas fictícias.....	171
3.1.4.2 Segredo: tudo o que for divulgado é permitido?	172
3.1.5 Efetiva transferência e simulação	175
3.1.6 Intuito lucrativo	179

3.1.7 Necessidade de negociar	180
3.1.8 Risco e resultados pré ajustados	182
3.1.9 Artificio.....	188
3.2 Induzir a negociar	189
3.3 Equidade	191
4 FORMAÇÃO DE PREÇOS E FUNCIONAMENTO DO MERCADO	193
4.1 Tipos de Mercado e efeito sobre preço	194
4.2 Ordens, ofertas e negócios	197
4.3 Preços.....	198
4.3.1 Formação de preços como essencial para os conceitos de abuso	199
4.3.2 A expectativa de resultados futuros como base para a formação do preço de um valor mobiliário	200
4.3.3 Formação do preço, hipóteses de informação e pressão	202
4.3.4 Negociações como fonte de informação	209
4.3.5 O processo de mudança de preços	212
4.3.6 Tempo de ajuste de preços e momentos da manipulação	213
4.3.7 Tempo e tecnologia.....	215
4.4 Viabilidade e limites da manipulação por negociação.....	219
4.4.1 Os casos Sanepar, Marambaia e Bombril	224
4.5 Pressão sobre os preços.....	228
4.5.1 O sentido da influência sobre o preço importa?	230
4.5.2 Impacto no preço – materialidade.....	232
4.5.3 Impacto no preço – perenidade.....	234
4.6 Ações com potencial de influenciar as cotações.....	235
4.7 Poder de mercado.....	237
4.8 Abuso por contrato.....	240
4.9 Intermediários, gestores e confiança.....	241
5 NOVA TIPOLOGIA DOS ABUSOS	243
5.1 Classificações de abusos	244
5.2 Intenção.....	246
5.2.1 Prova em geral e da intenção em particular	251
5.3 Resultado: influência efetiva e tentada	258
5.4 O domínio da informação	263
5.4.1 Divulgação de informações falsas	263
5.4.2 Uso indevido de informações verdadeiras	266
5.5. Negociações e modos de negociar: operações dissimuladas e camuflagem.....	269
5.6 Abuso de posição dominante	276
5.7 Outros atos praticados com o intuito de induzir terceiros em erro	278
5.8 Infrações por intermediários e outros agentes	278
5.9 Implicações criminais	280
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	284
BIBLIOGRAFIA	289

INTRODUÇÃO

(...) There are many vexing problems in securities law that might benefit from consideration of fresh possibilities, which generate new lines of thinking if not obvious answers. (...) ¹

(...) That securities markets exist at all is magical, in a way. Investors pay enormous amounts of money to strangers for completely intangible rights, whose value depends entirely on the quality of the information that the investors receive and on the sellers' honesty. ²

Em 20 de junho de 1814 De Berenguer e outros sete conspiradores foram condenados na Inglaterra por propagar falsos rumores acerca da morte de Napoleão Bonaparte e da iminente paz com a França, com o intuito de influenciar o preço dos títulos da dívida do Reino Unido. Naquela ocasião, reputou-se fictício o preço decorrente dos falsos rumores. A simples compra e venda, ainda que com efeitos sobre os preços, não seria considerada irregular, como expressamente declarado na decisão, caso não acompanhada da divulgação de falsos rumores ³.

Os abusos no mercado de capitais estão associados a crises que extrapolam os limites das bolsas de valores, de modo que sua prevenção representa interesse não apenas daqueles diretamente envolvidos em operações bursáteis, mas da comunidade como um todo. Não surpreende, portanto, que determinados episódios de abuso de mercado transcendam o interesse de especialistas, passando a integrar o folclore da indústria de valores mobiliários ⁴.

A repressão à manipulação foi um dos principais objetivos visados com a regulamentação adotada pelos Estados Unidos após a crise de 1929 ⁵, que inspirou o Brasil e outros países. Um dos seus pilares consiste na atribuição de competência a uma agência reguladora para disciplinar os mercados de capitais. Essa delegação justifica-se, sobretudo,

¹ LANGEVOORT, Donald C. Taming the animal spirits of the stock markets: a behavioral approach to securities regulation. 97 **Nw. U. L. Rev.** 135, 2002-2003, p. 139.

² BLACK, Bernard. The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets, 48 **UCLA L. Rev.** 781, 803 (2001), p. 782.

³ Rex v. DeBerenger, 3 M. & S. 67, 105 Eng. Rep. 536 (K.B. 1814).

⁴ JARROW, Robert A. Market Manipulation, Bubbles, Corners, and Short Squeezes. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 27, No. 3 (Sep., 1992), p. 311.

⁵ ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Stock-Price Manipulation. **The Review of Financial Studies**, Vol. 5, No. 3 (1992), p. 521.

por permitir a normatização mais específica por técnicos especializados e mais célere que aquela possível para o Parlamento.

Um dos principais problemas na disciplina da matéria é a imprecisão conceitual. Por esse motivo o título do presente trabalho, no lugar de remeter aos termos utilizados pela Lei nº 6.385/76 ou pela Instrução CVM nº 8/79 adota a palavra “abusos”, inspirada pela regulamentação europeia. A expressão alinha-se ao conceito de abuso de direito, que pode ser visto como fundamento geral para a vedação das práticas irregulares no mercado de valores mobiliários. A menção a tipos específicos, enfim, não é a premissa do trabalho, mas o resultado da reflexão pretendida.

A importância do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico é amplamente reconhecida. Dela decorre a relevância de sua adequada regulação, incluindo a repressão de condutas abusivas. A necessidade de intervenção estatal para tutela da eficiência e integridade dos mercados⁶ não chega a ser um ponto seriamente controvertido.

Nesse contexto, um estudo que permita identificar de forma mais precisa as condutas com potenciais efeitos danosos para o mercado justifica-se, na medida em que pode fornecer subsídios para o aperfeiçoamento da fiscalização e dos processos sancionadores.

Por outro lado, quando se trata de regras com conceitos vagos – como é o caso das normas que disciplinam a matéria no direito brasileiro – o detalhamento na análise contribui para maior segurança na identificação de quais condutas são permitidas.

Diante da ambiguidade que circunda o problema da manipulação, deve-se evitar intervenção legislativa impensada. O tratamento jurídico da matéria não pode ser estabelecido por meros voos da imaginação jurídica⁷, sendo necessário rigor no estabelecimento dos comportamentos a serem vedados, bem como clareza quanto às razões que justificam tal proibição.

Não é isso o que se constata na realidade contemporânea, em que situações amplamente aceitas no mercado, como a estabilização de preços⁸, podem ser enquadradas em uma interpretação literal das normas de repressão a abusos.

⁶ AUSTIN, Janet. Unusual Trade or Market Manipulation? How Market Abuse is Detected by Securities Regulators, Trading Venues and Self-Regulatory Organizations. **Journal of Financial Regulation**, 2015, 1, p. 265. Por outro lado, sobre o papel do próprio Mercado como indutor de transparência no âmbito específico das empresas estatais, cf. PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa Estatal: função econômica e dilemas societários**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, pp. 374 e ss.

⁷ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 **Cornell Law Review**. 219 1993-1994, p. 280.

⁸ LOMBARDO, Stefano. **Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni**. Milano: Giuffrè, 2011.

A necessidade de maior clareza e detalhamento na regulação de determinadas condutas já foi reconhecida no âmbito da BSM – BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados⁹, que adotou e divulgou regras específicas de padrões para a detecção de *churning* (operações realizadas com o objetivo de gerar maiores receitas para o intermediário, e não benefício para o cliente). Conforme registrado no Relatório de Análise GAE - 01/2011, de 1.07.2011¹⁰:

No Brasil, essa prática [churning] pode ser tipificada como quebra do dever de lealdade em razão da atuação contrária ao melhor interesse do investidor (infração ao artigo 4º, parágrafo único, da Instrução Normativa CVM Nº 387/03) e como operação fraudulenta nos termos dos itens I e II, alínea “c” da Instrução Normativa CVM Nº 8/79. Contudo, as análises efetuadas até então carecem de indicadores objetivos por meio dos quais se possa afirmar que houve negociação excessiva e geração de receitas acima de níveis aceitáveis.

As alegações francas da Vinci Equities Gestora de Recursos, condenada pela prática de manipulação de mercado no Caso Sanepar (PAS RJ2012/9808, j. em 18.12.2015, pelo voto de qualidade do Presidente da CVM), são um indicativo da falta de clareza dos conceitos.

A previsibilidade é um elemento essencial para o cálculo dos custos, benefícios e riscos pelos agentes econômicos. Uma análise crítica da matéria pode auxiliar nesse ponto, bem como na formação de um juízo quanto à oportunidade e conveniência de alterações na legislação e regulamentação.

O estudo dos abusos no âmbito das transações bursáteis, embora se justifique pelos efeitos que têm sobre tais mercados, extrapola seus limites para fornecer subsídios à disciplina de outros mercados. Como se sabe, os mercados de capitais reúnem condições propícias para atingir elevados níveis de eficiência (são líquidos, transparentes e competitivos¹¹), sendo considerados como correspondentes, ou muito próximos, aos

⁹ Braço regulador da B3 S/A – Brasil, Bolsa, Balcão.

¹⁰ Disponível em <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/REL-GAE-01-2011-Churning.pdf>, acesso em 23 jan. 2017. A CVM também divulgou estudo intitulado Indicadores de Churning, elaborado pela Assessoria de Análise e Pesquisa (ASA), datado de junho de 2013, disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Estudo_Churning.pdf, acesso em 27 jun. 2017.

¹¹ LANGEVOORT, Donald C. Taming the animal spirits of the stock markets: a behavioral approach to securities regulation. 97 *Nw. U. L. Rev.* 135, 2002-2003, p. 138.

mercados ideais da teoria econômica (especialmente os mercados futuros¹² e os de títulos com maior liquidez¹³).

Isso não significa, porém, que se deva adotar a premissa da perfeição dos mercados. Pelo contrário, como será examinado adiante, o pressuposto de determinadas práticas irregulares é justamente a imperfeição dos mercados¹⁴.

Nesse contexto, uma teoria dos abusos no mercado de capitais deveria ser apta a estabelecer alguns postulados de aplicação geral para mercados próximos a mercados perfeitos ou explorar as razões pelas quais tais postulados não poderiam ser formulados de modo abrangente.

Um dos óbices para tal espécie de consideração é a natureza predominantemente reativa da regulação. Já se observou que o sentimento hostil para com o mercado de capitais em períodos de crise traduz-se em demanda por alguma espécie de intervenção estatal¹⁵, que decisões aparentemente surpreendentes são, com frequência, respostas a uma crise e que a regulação de valores mobiliários têm sido historicamente o produto de calamidades.¹⁶

O próprio estabelecimento da estrutura central de regulação pelos Estados Unidos, amplamente reproduzida por outros países, teve sua origem na crise de 1929. O mesmo ocorreu com outras normas, como o Sarbanes-Oxley Act de 2002, cuja rápida adoção, sem amplos debates e reflexão cuidadosa, foi criticada pela doutrina¹⁷. Não foi outro o cenário em que houve a edição do *Dodd Frank Act*: embora tenha demorado mais para ser editado, em vista da crise que o inspirou, seu rápido trâmite no Congresso fundamenta dúvidas quanto à sua eficácia para atingir os fins que propõe¹⁸. No Brasil, a infeliz tentativa de reforma da Lei nº 6.385/76 por meio da Medida Provisória nº 784 não constitui propriamente tentativa de resposta a uma crise específica do mercado de capitais, mas não

¹² EASTERBROOK, Frank H. Monopoly, Manipulation, and the Regulation of Futures Markets. **The Journal of Business**, Vol. 59, No. 2, Part 2: Futures and Options Markets (abr., 1986), p. S104.

¹³ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 **U. Miami L. Rev.** 671 1985-1986, p. 730.

¹⁴ JARROW, Robert A. Market Manipulation, Bubbles, Corners, and Short Squeezes. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 27, No. 3 (Sep., 1992), pp. 311-312.

¹⁵ HANNA, John. The Federal Regulation of Stock Exchanges, 5 **S. Cal. L. Rev.** 9, 18-24 (1931).

¹⁶ THEL, Steve. The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act. 42 **Stan. L. Rev.** 385 1989-1990, pp. 397-398 e 407.

¹⁷ BRADLEY, Caroline. The confidence game: manipulation of the markets by governmental authorities. 11 **Transactions Tenn. J. Bus. L.** 59 2009-2010, p. 62.

¹⁸ GRINSHTEYN, Allana M. Horseshoes and Hand Grenades: The Dodd-Frank Act's (Almost) Attack on Credit Rating Agencies. **Hofstra Law Review**. Vol. 39: Iss. 4, (2011), pp. 926-948.

deixa de suscitar perplexidade quanto ao meio escolhido (grande parte das normas ali propostas e algumas adicionais, foram implementadas pela Lei nº 13.506/17).

Dessa constatação, ao menos duas conclusões interessam ao presente trabalho: a primeira é que uma reflexão fora do âmbito e dos limites de uma crise específica pode contribuir para a evolução da matéria. A segunda constatação relevante é que a análise das legislações existentes não pode prescindir da avaliação do contexto de sua edição. A própria regulação federal dos mercados de valores mobiliários norte-americanos, que estabeleceu, em grande medida, o padrão mundial de tutela dos mercados, tem sua justificativa formal naquilo que poderia ser equiparado à sabedoria popular acerca do tema¹⁹.

Crises podem ser uma condição indispensável para a existência de interesse político em reformas legislativas e talvez não seja possível as dissociar do ciclo evolutivo do direito comercial, mas as investigações com pretensões científicas se beneficiam de não se limitar a tais eventos. Essa é uma das diretrizes do presente trabalho.

O risco da regulação *ad hoc* não se limita à falta de conhecimento ou de ponderação na adoção açodada de novas regras, porque também pode incentivar comportamentos indesejáveis; a expectativa de que os resultados danosos do comportamento inadequado ou imprudente dos agentes financeiros serão sanados por nova legislação e medidas extraordinárias, em prol da manutenção da confiança do mercado, pode induzir condutas ainda mais arriscadas e imprudentes²⁰.

Considerando, de um lado, o caráter reativo da regulação, não surpreende que, a despeito dos danos provocados por práticas abusivas, elas não ocupem papel de destaque nas reflexões fora dos momentos específicos de crise.

Isso poderia ser justificado a partir do entendimento, esposado por alguns autores, de que a manipulação seria um fenômeno raro²¹. Uma das bases para o ceticismo quanto à existência de manipulação são os diversos custos em qualquer investimento, ainda que reduzidos em uma era de mercados eletrônicos²², que tornariam difícil ou talvez até mesmo impossível a manipulação em várias situações.

¹⁹ THEL, Steve. Regulation of manipulation under Section 10(b): security prices and the text of the Securities Exchange Act of 1934. 1988 **Colum. Bus. L. Rev.** 359, p. 372).

²⁰ BRADLEY, Caroline. The confidence game: manipulation of the markets by governmental authorities. 11 **Transactions Tenn. J. Bus. L.** 59 2009-2010, p. 61.

²¹ EASTERBROOK, Frank H. Monopoly, Manipulation, and the Regulation of Futures Markets. **The Journal of Business**, Vol. 59, No. 2, Part 2: Futures and Options Markets (abr., 1986), pp. S119-S120.

²² VERSTEIN, Andrew. *Benchmark Manipulation*. 56 **B.C. L. Rev.** 215 2015, p. 222.

Há quem entenda que determinadas formas de manipulação – por exemplo, a manipulação baseada em informação ou em ações (classificação que será abordada adiante) – teriam interesse apenas histórico. Isso porque teriam sido eliminadas pelas regras que tornaram ilegais as práticas que facilitavam sua ocorrência, tais como as vendas a descoberto por administradores e a divulgação de informações falsas²³.

No entanto, como será mencionado adiante, tal afirmação é bastante questionável: a proibição específica de determinadas práticas pode ter eliminado a discussão acerca de sua aceitabilidade ou mesmo a sua realização de forma aberta, mas a evidência empírica demonstra que a manipulação, inclusive nas modalidades por informação ou ação, continua a ocorrer.

Diversos autores, ainda que com o cuidado de restringir suas afirmações a práticas ou mercados particulares, oferecem informações acerca da ocorrência de múltiplas práticas abusivas.

Nesse sentido, um estudo sustenta haver declínio da manipulação nas bolsas principais, mas sua permanência como problema relevante nos mercados de balcão americanos e nos mercados emergentes²⁴, citando especificamente os casos do Paquistão e da China. Com relação a esta última, mencionam que a ocorrência de abusos seria um dos impedimentos para o desenvolvimento do mercado de capitais chinês²⁵.

Negociações pré-definidas com a finalidade de inflar preços são, contudo, um problema endêmico mesmo em mercados desenvolvidos²⁶, o que pode ser vislumbrado em

²³ ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Stock-Price Manipulation. **The Review of Financial Studies**, Vol. 5, No. 3 (1992), p. 521.

²⁴ AGGARWAL, Rajesh K.; WU, Guojun. Stock Market Manipulations. **The Journal of Business**, Vol. 79, No. 4 (July 2006), p. 1916.

²⁵ AGGARWAL, Rajesh K.; WU, Guojun. Stock Market Manipulations. **The Journal of Business**, Vol. 79, No. 4 (July 2006), p. 1918.

²⁶ BLACK, Bernard. The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets, 48 **UCLA L. Rev.** 781, 803 (2001), p. 812. Na mesma linha, Norman Poser, tratando dos mercados de ações, menciona a manipulação como crime conhecido pelo menos desde o século XIX e que ainda ocorreria (seu texto é da década de 1980 POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 **U. Miami L. Rev.** 671 1985-1986, p. 734. No mesmo sentido, Nancy Toross entende necessário também registrar a existência de manipulação, a despeito do pouco uso de determinada regulamentação norte-americana a respeito: “(...) Clearly, market manipulation under section 9(a)(2) is not a statutory dinosaur, even if its muscles are rarely flexed.” (TOROSS, Nancy. Double-Click on This: Keeping Pace with On-Line Market Manipulation, 32 **Loy. L.A. L. Rev.** 1399 (1999), p. 1415). No mesmo sentido, mas com relação aos mercados de futuros, se manifesta Gregory Scopino, referindo a ocorrência de práticas abusivas desde o início das negociações com futuros em Chicago, pouco antes da Guerra Civil SCOPINO, Gregory. Do Automated Trading Systems Dream of Manipulating the Price of Futures Contracts? Policing Markets for Improper Trading Practices by Algorithmic Robots. 67 **Florida Law Review** 221 (2015), p. 259. Fazendo referência a um tipo específico de abuso (manipulação do preço de fechamento), Carole Comerton-Forde e Tālis Putniņš mencionam que tal prática seria comum, mas o conhecimento a seu respeito limitado pela escassez de dados e opacidade das autoridades regulatórias (COMERTON-FORDE, Carole; PUTNIŅŠ, Tālis

todas as medidas adotadas pelos agentes privados para se protegerem de eventual manipulação²⁷.

No Brasil, diversas decisões da CVM evidenciam a existência de práticas abusivas, sendo que entre 2002 e 2014, 118 processos envolviam algum dos ilícitos previstos na ICVM nº 8/79, correspondendo a cerca de 16,5% dos processos julgados no período²⁸. Número significativo dos processos da BSM abordam essas infrações²⁹.

Nesse cenário, não é surpresa que autoridades reguladoras enfrentem dificuldade para punir práticas irregulares. É impressionante a situação da agência norte-americana reguladora de futuros e *commodities* que, segundo artigo de 2012, havia vencido apenas um caso questionando abuso em 37 anos³⁰.

A ocorrência de práticas abusivas e a necessidade de sua reafirmação decorre da imperfeição da regulamentação de tais condutas, que em diversos aspectos pode ser melhorada, como se pretende demonstrar.

A análise do conceito de práticas abusivas no mercado de capitais se justifica, adicionalmente, pela escassez de estudos específicos a respeito do tema. A base para o conceito de práticas abusivas reside nos tipos mencionados pela Lei nº 6.385/76 e regulamentados pela Instrução CVM nº 08/79. Por tal motivo, exclui-se de exame detalhado a prática do *insider trading* – objeto de monografias específicas, dentre as quais se pode destacar as dos Professores Luís Gastão Paes de Barros Leães³¹ e José Marcelo Martins Proença³² – dado que essa é objeto de normas próprias (inclusive na Lei nº 6.404/76³³, o que não ocorre em relação à maioria das condutas contempladas na citada Instrução).

J. 2009. **Measuring Closing Price Manipulation.** Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=1009001>, acesso em 19 jan. 2016, p. 2).

²⁷ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 **Cornell L. Rev.** 219 1993-1994, pp. 279-280.

²⁸ PRADO, Viviane Muller e VILELA, Renato. **Radiografia da punição dos ilícitos no Mercado secundário – ICVM nº 8 de 1979 (2002-2014).** Núcleo de Estudos em Mercados e Investimentos – FGV Direito SP (Agosto de 2015).

²⁹ Disponíveis em <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos>.

³⁰ ABRANTES-METZ, Rosa M.; RAUTERBERG, Gabriel; VERSTEIN, Andrew. Revolution in manipulation law: the new CFTC rules and the urgent need for economic and empirical analyses. 15 **U. Pa. J. Bus. L.** 357 2012-2013, p. 359.

³¹ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Mercado de Capitais & “Insider Trading”.** São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1982.

³² PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais.** São Paulo: Quartier Latin, 2005.

³³ Além de tipificado como crime pelo art. 27-D da Lei nº 6.385/76, o uso de informação privilegiada é proibido também pelo art. 155 da Lei nº 6.404/76.

A limitação dos estudos acerca do tema é mencionada pela doutrina estrangeira, que atribui esse fenômeno, parcialmente, à ausência de dados disponíveis sobre manipulação de mercado, em razão da qual haveria a prevalência de estudos sobre *insider trading*³⁴.

Com efeito, nos Estados Unidos, embora haja considerável produção científica, sobretudo nas primeiras décadas após a regulamentação posterior à quebra de 1929, haveria lacuna entre 1952 e 1981, período durante o qual não houve artigos publicados nas revistas jurídicas americanas de maior projeção³⁵. Ainda nos anos 1990 mencionava-se a recente atenção recebida pelo tema³⁶.

No direito comparado, merece nota a obra portuguesa de Gonçalo S. de Melo Bandeira³⁷, com enfoque, como indica o próprio título, na responsabilidade criminal das pessoas jurídicas. No Brasil, a tutela penal foi o foco da recente tese de Marcelo Costenaro Cavali³⁸.

Uma análise específica se justifica hoje, também, por conta de recentes decisões proferidas pela CVM a respeito da matéria, da crescente atuação de agentes não governamentais visando à autorregulação do setor e em razão de novas práticas adotadas por parte dos agentes de mercado.

No âmbito da CVM, a Instrução CVM nº 08/79 permanece inalterada há 39 anos, inspirando reflexão a respeito da sua atualidade, em vista de todo o amplo histórico de precedentes estabelecido pela autarquia.

A repressão a condutas abusivas no âmbito dos mercados de capitais é igualmente relevante no tocante ao estudo da autorregulação pelas bolsas de valores, no qual se destaca a iniciativa a respeito da definição de critérios para apuração da ocorrência de *churning* e orientações ao mercado sobre *spoofing* e *layering*.

³⁴ MINENNA, Marcello. The Detection of Market Abuse on Financial Markets: A Quantitative Approach. **Quaderni Di Finanza**, No. 54. (2003). Disponível em <http://ssrn.com/abstract=483962>, acesso em 19 jan. 2016, p. 10.

³⁵ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 **U. Miami L. Rev.** 671 1985-1986, p. 672.

³⁶ JOHN, Kose; NARAYANAN, Ranga. Market Manipulation and the Role of Insider Trading Regulations. **The Journal of Business**, Vol. 70, No. 2 (April 1997), p. 219.

³⁷ BANDEIRA, Gonçalo S. de Melo. **Abuso de mercado e responsabilidade penal das pessoas (não) colectivas: contributo para a compreensão dos bens jurídicos colectivos e dos “tipos cumulativos” na mundialização**. Curitiba: Juruá, 2011.

³⁸ COSTENARO CAVALI, Marcelo. **Fundamento e limites da repressão penal da manipulação do mercado de capitais: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado**. Tese (Doutorado em Direito Comercial). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017.

Por fim, a expansão do uso de recursos tecnológicos no cotidiano dos mercados de capitais suscita indagações quanto à suficiência dos conceitos existentes para regular novos fenômenos.

Nesse contexto, algumas atitudes iniciais da SEC frente a determinados episódios podem ser consideradas decorrentes de erros na identificação das causas de irregularidade, incluindo indevida atribuição inicial de responsabilidade pelo *Flash Crash* a negociadores de alta frequência³⁹.

A ocorrência de tais equívocos por parte do regulador dos principais mercados mundiais confirma a necessidade de aperfeiçoamento da compreensão de determinados mecanismos, que levam a situações indesejáveis de mercado e das ferramentas aptas a evitá-las.

Nem todas as novas práticas, porém, envolvem inovação tecnológica, como é o caso da chamada *death spiral* (emissão de títulos com taxas de conversão variáveis, examinada no primeiro Capítulo).

Dessa forma, a pesquisa se justifica pela sua importância para desatar alguns nós conceituais buscando obter mais clareza nos elementos envolvidos nas operações abusivas no mercado de capitais.

Ao fim da reflexão empreendida, são propostos conceitos de abuso destinados a proporcionar maior segurança jurídica.

Antes de adentrar nas particularidades conceituais, o trabalho começa por tecer considerações acerca dos elementos particulares da regulação de práticas abusivas, para então apresentar operações usualmente consideradas irregulares, com o fim de estabelecer inicialmente um vocabulário mínimo e uma contextualização preliminar do problema, bem como para explorar os traços centrais de tais práticas.

³⁹ AUSTIN, Janet. Unusual Trade or Market Manipulation? How Market Abuse is Detected by Securities Regulators, Trading Venues and Self-Regulatory Organizations. **Journal of Financial Regulation**, 2015, 1, pp. 281-282, referindo-se também a episódio de desvalorização significativa de ações (sobretudo emitidas por instituições financeiras) ocorrido em setembro de 2008, cuja principal causa teria sido identificada, equivocadamente pela SEC, como sendo a venda a descoberto, que passou a ser objeto de regulação restritiva.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A repressão aos abusos no mercado de capitais, embora objeto de atenção de legisladores e reguladores há muitos anos, permanece com incertezas estruturais.

O presente trabalho procurou mitigar essas incertezas. Para tanto, principiou por abordar aspectos elementares da regulação e, então, examinar diversas práticas usualmente apontadas como abusivas, destacando alguns aspectos essenciais.

Dentre os elementos recorrentes nas condutas reputadas ilegítimas destacam-se o recurso ao emprego de informações falsas e a atuação de pessoas com posições especiais no mercado de valores mobiliários. Fora dessas hipóteses, restam aquelas executadas sem o necessário recurso a tais expedientes, correspondentes à execução de negócios em mercado com o potencial de influenciar os preços e abuso de posição dominante.

Algumas circunstâncias, como negociações em alta frequência; comissões pela realização de negócios em determinado mercado; *dark pools* e ordens ocultas; negociações durante ofertas públicas e transações envolvendo o controle de entidades cotadas; negociações com as próprias ações; liquidez, capitalização e mercados suscetíveis, bem como especulação, embora não configurem por si práticas abusivas, são campo fértil para irregularidades.

Após esse levantamento inicial, foram exploradas as dificuldades existentes na conceituação dos abusos de mercado, examinando como o tema é tratado pela doutrina e pela legislação nacional e estrangeira. Constatou-se haver verdadeiro consenso doutrinário quanto à imprecisão conceitual.

No Brasil, a regulamentação é extremamente abrangente. Tal caráter colhe elogios por lhe conferir abrangência e longevidade, mas a ele também se deve atribuir responsabilidade por fornecer orientação limitada no que se refere às práticas admissíveis, bem como restrita segurança jurídica.

Os tipos estabelecidos pela Instrução CVM nº 8/79, embora tenham servido de fundamento para a condenação das mais variadas condutas abusivas, são pouco elucidativos no que se refere ao modo de proceder de agentes, porque permitem enquadrar como abusivas condutas que a própria CVM admite e regulamenta, como a estabilização de preços e as recompras de ações.

Observa-se, ainda, que os tipos foram criados num determinado contexto histórico. Os gritos dos operadores do pregão de outrora não passam de um sussurro comparados ao pulsar frenético dos algoritmos do amanhã.

No Direito comparado, a atenção foi voltada para a regulamentação norte-americana, tanto pelo seu caráter pioneiro na disciplina da matéria, quanto pelo papel de destaque que ocupa em função da pujança de seu mercado. A dificuldade com a definição da manipulação de mercado não é menor naquele país do que no Brasil, de modo que não há uma regra simples que possa ser importada para aperfeiçoar a disciplina do tema.

Adicionalmente, verificou-se o tratamento adotado pela União Europeia em razão da recente vigência de novas regras, da afinidade dos sistemas jurídicos, da relevância econômica e da influência cultural exercida pelo velho continente sobre o direito brasileiro. A regulamentação europeia apresenta peculiar combinação de normas gerais com exemplos específicos de condutas vedadas, solução inspiradora para os problemas existentes na adoção de uma ou outra estratégia regulatória.

Mesmo nas regras mais recentes, entretanto, foi possível verificar a predominância do recurso a conceitos vagos, especialmente o de artificialidade.

Na tentativa de explorar o cerne das práticas e dos conceitos de abusos, buscou-se detalhar os elementos condenáveis, a começar pela artificialidade, com relação à qual foram identificados outros elementos definidores, tais como os conceitos de operações naturais, normais ou comuns, de impacto sobre preços, fraude, finalidade lucrativa, transferência de valores mobiliários efetiva, necessidade de negociar, resultados pré-ajustados e uso de artifícios. Além desses, ainda foram investigadas a finalidade de induzir terceiros a negociar e a equidade.

Conclui-se que nenhum dos elementos normalmente atribuíveis à ideia de artificialidade fornece isoladamente uma resposta adequada para o problema conceitual dos abusos.

As particularidades do mercado de valores mobiliários foram ignoradas quando foram estabelecidas as primeiras regras sobre abusos que, em grande parte, adotam premissas aplicáveis a quaisquer mercados. Prosseguiu-se com uma análise do processo de formação de preços no mercado de valores mobiliários, cuja compreensão incompleta, ao menos à época das formulações iniciais repressivas de abusos, explica a imprecisão dos conceitos.

No âmbito da formação de preços, constatou-se que esses tanto podem ser influenciados por negociações quanto por informações, o que depende das características

de cada valor mobiliário. Foram examinadas, ainda, propostas inovadoras, mas de limitada utilidade prática, para a definição de abuso, como o exame da extensão e legitimidade de eventual pressão sobre os preços.

Diante disso, após rever as modalidades de manipulação, tais como classificadas pela doutrina e considerando que as condutas são variadas, foram examinadas: a intenção de manipular, os desafios de sua prova e a questão de tratar os abusos de mercado como ilícitos de mera conduta ou resultado.

Minha tese, após o desenvolvimento de todo o trabalho ora apresentado, é a de que a disciplina dos abusos de mercado deve ter por premissa os fatores essenciais de formação dos preços dos valores mobiliários ao ordenar os comportamentos vedados, deixando de lado o recurso a conceitos vagos como artificialidade, focando nos aspectos mais relevantes e característicos dos mercados de valores mobiliários: o uso indevido de informações, o modo de negociação, o abuso de posição dominante e a violação de confiança por intermediários e outros agentes do mercado. Desse modo, uma disciplina organizada e efetiva deveria seguir as seguintes diretrizes:

- 1) A informação é o elemento principal para determinar as negociações com valores mobiliários; as hipóteses iniciais de vedação devem coibir o seu uso indevido, tornando ilegal:
 - a. A divulgação de informações falsas;
 - b. O uso indevido de informações verdadeiras.
- 2) A própria execução de atos no mercado (não apenas negociações, mas também ofertas), difunde informações e tem o potencial de induzir terceiros em erro. O abuso por meio de negociação deve ser regulado substituindo conceitos indevidamente abrangentes, como impacto sobre os preços ou intenção de induzir terceiros a negociar.

Sugere-se adotar como novo paradigma a escolha entre as diferentes modalidades de negociação disponíveis. Com isto:

- i) a intenção de influenciar terceiros deixa de ser o elemento principal da conduta, a ser provada por indícios, e passa a ser potencial indício da escolha de um meio de negociar inadequado;

ii) o impacto sobre os preços não é ilegítimo por si, desde que decorra de qualquer interesse do investidor que não seja maximizar este impacto.

Desse modo, devem ser consideradas ilegais as ordens, ofertas ou negócios que induzam terceiros em erro, consideram-se como aptas a induzir terceiros em erro as operações:

- Com resultados pré-ajustados, visando a transferir recursos por motivos estranhos ao mercado de capitais; ou
- Em que a parte, tendo mais de uma opção para negociar, opte por aquela com maior impacto sobre o mercado, sem outro benefício que não o decorrente de outras negociações influenciadas por esse impacto ou sua influência em outros negócios.

A opção por negociar de modo a minimizar o impacto sobre os preços, não deve ser interpretada como dissimulação da intenção real de realizar operação maior, mas como legítimo exercício de **camuflagem**, com fundamento no direito à privacidade e à propriedade da informação sobre a disposição dos próprios bens.

- 3) O abuso de posição dominante, embora possa ser enquadrado tanto como abuso de informação, por envolver a omissão da estratégia do potencial manipulador, quanto de negociação, por envolver a prática de atos que não correspondem ao mero discurso, deve ser disciplinado de forma expressa, para maior clareza quanto aos comportamentos proibidos. Por outro lado, a mera titularidade de posição dominante não deveria ser considerada ilegítima *a priori*. Desse modo, deve ser considerado ilegal:
 - a. Assegurar uma posição dominante, de forma oculta ou dissimulada, sobre o mercado de um valor mobiliário, com o fim de criar condições de negociação não equitativas.
- 4) A atuação dos intermediários em práticas abusivas é frequente e deve ser abordada expressamente pela regulamentação. Sem prejuízo de regras amplas e residuais, devem ser disciplinados preferencialmente pelo estabelecimento dos

padrões de comportamento esperados em suas atividades. Desse modo, as práticas não equitativas vedadas deveriam ser especificadas. Uma regra para esse fim poderia adotar a linha seguinte:

- a. Caracterizam práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores:
 - i. a indução de cliente em erro, por meio de
 - 1. omissão de informações relevantes;
 - 2. envio de informações falsas, sobre as suas posições em valores mobiliários;
 - 3. recomendações que sabidamente não atendem ao perfil do cliente;
 - ii. a execução de ordens fora da ordem recebida;
 - iii. o favorecimento de um cliente em detrimento do outro;
 - iv. a ausência de divulgação de conflito de interesses para o cliente;
 - v. uso indevido de informações de clientes, inclusive quanto às negociações pretendidas ou realizadas.

Sem prejuízo de a proposta ser formulada *de lege ferenda*, os conceitos propostos podem servir para auxiliar na aplicação das regras atualmente vigentes que, pela sua amplitude, podem ser complementadas e especificadas por essas considerações.

Por fim, sem a pretensão de aprofundar as repercussões criminais do tema, que já foram objeto de estudos específicos, observou-se que a multiplicidade de esferas punitivas suscita debates quanto à observância do *ne bis in idem*, tema que demanda maior desenvolvimento futuro. De todo modo, as diretrizes propostas no presente trabalho podem auxiliar a valoração das condutas práticas à luz do Direito Penal.

BIBLIOGRAFIA

ABRANTES-METZ, Rosa M.; RAUTERBERG, Gabriel; VERSTEIN, Andrew. Revolution in manipulation law: the new CFTC rules and the urgent need for economic and empirical analyses. 15 **U. Pa. J. Bus. L.** 357 2012-2013.

ADIERS, Leandro Bittencourt. Valores mobiliários, especulação e consequências jurídicas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, v. 40, nº 121, p. 173, jan/mar 2001.

AGGARWAL, Rajesh K.; WU, Guojun. Stock Market Manipulations. **The Journal of Business**, Vol. 79, No. 4 (July 2006), pp. 1915-1953.

AKERLOF, George A. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **Explorations in Pragmatic Economics**. New York: Oxford University Press, 2005, pp. 28-38. Publicado originalmente no *Quarterly Journal of Economics* em 1970.

ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Stock-Price Manipulation. **The Review of Financial Studies**, Vol. 5, No. 3 (1992), pp. 503-529.

ALLEN, Franklin; GORTON, Gary. Stock Price Manipulation, Market Microstructure, and Asymmetric Information. **European Economic Review**, 1995, 36: 624-630.

ALONSO, Leonardo. **Crimes contra o Mercado de Capitais**. Dissertação (Mestrado em Direito Penal) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011.

ARAGÃO, Paulo Cezar. A CVM em juízo: limites e possibilidades. **Revista de Direito Bancário**. São Paulo, nº 34, out-dez 2006, pp. 43-44.

ARCHITZEL, Paul M. et al. **CFTC Year in Review and a Look Forward**. Disponível em <https://corpgov.law.harvard.edu/>, acesso em 19 dez. 2017.

ASCARELLI, Tulio. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**. São Paulo: Quorum, 2008.

AUSTIN, Janet. Unusual Trade or Market Manipulation? How Market Abuse is Detected by Securities Regulators, Trading Venues and Self-Regulatory Organizations. **Journal of Financial Regulation**, 2015, 1, 263-283.

AVGOULEAS, Emiliós. **The mechanics and regulation of market abuse: a legal and economic analysis**. Oxford: Oxford University Press, 2005.

BAGNOLI, Mark; LIPMAN Barton L. Stock Price Manipulation Through Takeover Bids. **The RAND Journal of Economics**. Vol. 27, N. 1 (Spring, 1996), pp. 124-147.

BANDEIRA, Gonçalo S. de Melo. **Abuso de mercado e responsabilidade penal das pessoas (não) colectivas: contributo para a compreensão dos bens jurídicos colectivos e dos “tipos cumulativos” na mundializao**. Curitiba: Juruá, 2011.

BANNER, Stuart. **Anglo-American Securities Regulation**. Cambridge: Cambridge University Press, 1998.

BARBEDO, Claudio; ARAÚJO, Gustavo Silva e LION, Octavio Manuel Bessada. **Mercado de derivativos no Brasil: conceitos, operaoes e estratégias**. 2ªed. Rio de Janeiro: Record, 2007.

BENSTON, George J. *Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934*. **The American Economic Review**. Vol. 63, no 1 (Mar., 1973), pp. 132-155.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation & Private Property**. New Brunswick: Transaction, 2010.

_____. Stock Market Manipulation. **Columbia Law Review**, v. 38, n. 3, p. 393-407.

BLACK, Bernard. The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets, 48 **UCLA L. Rev.** 781, 803 (2001).

BLACK, Fischer. Noise. 41 **J. Fin.** 529, 533 (1986).

BLANCO, Miguel Iribarren. **Responsabilidad civil por la información divulgada por las sociedades cotizadas: su aplicación en los mercados secundarios de valores**. Madrid: La Ley, 2008.

BRANCO, Sofia Nascimento. **O Direito dos Accionistas  Informao**. Coimbra: Almedina, 2008.

BLOOMENTHAL, Harold S. The case of the subtle motive and the delicate art-control and domination in over-the-counter securities markets. 1960 **Duke L.J.** 196 1960.

_____. Market-makers, manipulators and shell games. 45 **St. John's L. Rev.** 597 1970-1971.

BOMMEL, Jos Van. Rumors. **The Journal of Finance**. Vol. 58, No. 4 (Aug., 2003), pp. 1499-1519.

BRADLEY, Caroline. Disorderly Conduct: Day Traders and the Ideology of "Fair and Orderly Markets". 26 **J. Corp. L.** 63 (2000).

_____. The confidence game: manipulation of the markets by governmental authorities. 11 **Transactions Tenn. J. Bus. L.** 59 2009-2010.

BRUNNERMEIER, Markus K.; PEDERSEN, Lasse Heje. Predatory Trading. **Journal of Finance**, 60(4): 1825-63.

BRUNNERMEIER, Markus K. **Buy on Rumors - Sell on News**. Disponível em <http://www.princeton.edu/~markus/research/papers/rumorsoct2001.pdf>, acesso em 19 jan. 2016.

CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. **Regulação e Autorregulação do Mercado de Bolsa**. São Paulo: Almedina, 2011.

CAMAROTA, João Vicente Soutêllo; ROMANO, Karina Manzella; PAVIANI, Mariana Alves. O processo de Estabilização de Preço de Ações em Ofertas Públicas. In: Castro, Leonardo Freitas de Moraes e. (Org.) **Mercado Financeiro & De Capitais: Regulação e tributação**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 291-301.

CAMERER, Colin F. Can Asset Markets Be Manipulated? A Field Experiment With Racetrack Betting. **Journal of Political Economy**. Vol. 106, No. 3 (June 1998), pp. 457-482.

CAMPOS, Roberto da Cunha. Técnicas Correntes de Análise e Avaliação de Títulos e Seleção de Carteira. CASTRO, Helio O. Portocarrero de (coord.). In: **Introdução ao Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.

CARVALHO, Vinícius Marques de. Regulação Econômica e Serviços Públicos. In: SCHAPIRO, Mario Gomes (coord.). **Direito Econômico Regulatório**. São Paulo: Saraiva, 2010.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *Regulação do mercado de capitais e desenvolvimento*. In: SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação e Desenvolvimento: Novos Temas**. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 190-228.

CHATTERJEA, Arkadev; CHERIAN, Joseph A.; JARROW, Robert A. Market Manipulation and Corporate Finance: a new perspective. **Financial Management**, 1993, pp. 200-209.

CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. *A Reforma do Mercado de Valores Mobiliários*. In: LOBO, Jorge. (coord.) **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 2002, pp. 525-551.

CHOI, Stephen. *Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal*, **88. Cal. L. Rev.** 279 (2000).

CLARK, Robert C. **Corporate Law**. Boston: Little, Brown and Company: 1986.

CLERMONTÉL, Pierre. **Le droit de la communication financière**. Paris: Joly, 2009.

COASE, Ronald Harry. **The firm, the market and the law**. Chicago: The University of Chicago Press, 1988.

CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

COFFEE, John C. Jr. *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*. **70 Va. L. Rev.** 717 (1984).

_____. **Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance**. Oxford: Oxford University Press, 2006.

COMERTON-FORDE, Carole; PUTNIŃŠ, Tālis J. 2009. **Measuring Closing Price Manipulation**. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=1009001>, acesso em 19 jan. 2016.

COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Manipulação do Mercado - Conceitos, Comportamentos Proibidos, Consequências Legais, Linhas de Orientação e Decisões Judiciais**. Disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Recomendacoes/Anexos/Pages/Manipula%C3%A7%C3%A3o-do-Mercado.aspx>, acesso em 4 dez. 2017.

COMPARATO, Fábio Konder. **Aspectos Jurídicos da Macro-empresa**. São Paulo: RT, 1970.

_____. *Insider Trading*: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. Originalmente publicado na **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, nº 2, Ano X, nova série, 1971, p. 41.

COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2005.

COMPIN, Frédéric. **Le Pouvoir du Droit Face à la Désinformation Financière**. Saint-Maur-des-Fossés: Jets d'Encre, 2009.

CONSULICH, Federico. Manipolazione dei mercati e diritto eurounitario. **Le Società**. Ipsoa. Anno XXXV, 2016.

COSTENARO CAVALI, Marcelo. **Fundamento e limites da repressão penal da manipulação do mercado de capitais: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado**. Tese (Doutorado em Direito Comercial). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017.

DI NOIA, Carmine; GARGANTINI, Matteo. The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practice: Some Margins for Future Actions. **Rivista delle Società**. n° 4/2009, 2009, pp. 782-835.

DIAS, Luciana Pires. **Regulação e Auto-regulação no mercado de valores mobiliários**. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

DÍEZ, Carlos Gómez-Jara. **El delito de manipulación de mercado**. Valencia: Tirant Lo Blanc, 2017.

DOMBALAGIAN Onnig H. Substance and Semblance in Investor Protection. 40 **J. Corp. L.** 599 2014-2015.

DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. 6 **NTU L. Rev.** 55 2011.

DUBEUX, Julio Ramalho. **A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do Mercado de Capitais**. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2006.

EASTERBROOK, Frank H. Monopoly, Manipulation, and the Regulation of Futures Markets. **The Journal of Business**, Vol. 59, No. 2, Part 2: Futures and Options Markets (abr., 1986), pp. S103-S127.

EIZIRIK, Nelson. **O papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

_____. A urgente reforma da Lei 6.385/76. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, n° 98, pp. 58-62.

_____. **Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Forense, 1987.

_____. **Aspectos Modernos do Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

_____. Negócio jurídico de underwriting – Questões contemporâneas. In: PERIN JUNIOR, Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis (Coord.) **Direito Empresarial – Aspectos Atuais de Direito Empresarial Brasileiro e Contemporâneo**. São Paulo: Método, 2005, pp. 249-263.

_____. Limites da atuação reguladora da CVM. Ilegalidade das regras da Instrução CVM nº 480/09 referentes à remuneração dos administradores de companhias abertas. In: CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. **Estudos de Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 378-397.

_____. *et al.* **Mercado de capitais – regime jurídico**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ETZEL, Kevin. Securities violations in 140 characters or less: social media and its growing impact on the securities industry. 29 **Touro L. Rev.** 119 2012-2013.

FARIA, Valter. Comunicação e Relações com Investidores. In: BARRETO, Diego. **Direito, gestão e prática: Finanças aplicadas ao direito**. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 257-315.

FERREIRA, Eduardo Paz. A informação no mercado de valores mobiliários. In: **Direito dos Valores Mobiliários**. V. III. Coimbra: Coimbra Editora, 2001, pp. 137-159.

FERREIRA, Laila Cristina Duarte. **Divulgação de informações no mercado de valores mobiliários brasileiro: a regulação da atividade jornalística**. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa**. São Paulo: Malheiros, 2009.

FINNERTY, John D., **Short Selling, Death Spiral Convertibles, and the Profitability of Stock Manipulation (Março 2005)**. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=687282> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.687282>, acesso em 19 jan. 2016.

FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 **Harvard Law Review** 503 1991-1992.

FLECKNER, Andreas M.; HOPT, Klaus J. Stock Exchange Law: Concept, History, Challenges. 7 **Va. L. & Bus. Rev.** 513 2012-2013.

FORGIONI, Paula A. **Evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2009.

_____. **Os fundamentos do antitruste**. 4^a ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010.

_____. **Os fundamentos do antitruste**. 9^a ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas Assembléias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)**. São Paulo: Malheiros, 2014.

FREEMAN, Jaclyn. Limiting SRO Immunity to Mitigate Risky Behavior. 12 **Colo. Tech. L.J.** 193 2014.

GADINIS, Stavros; JACKSON, Howell E. Markets as regulators: a survey. 80 **S. Cal. L. Rev.** 1239 (2007).

GALBRAITH, John Kenneth. **A Short History of Financial Euphoria**. New York, Penguin, 1993.

GEORGAKOPOULOS, Nicholas L. Why Should Disclosure Rules Subsidize Informed Traders? 16 **Int'l Rev. L. & Econ.** 417 (1996).

GERARD, Bruno; NANDA, Vikram. Trading and Manipulation Around Seasoned Equity Offerings. **The Journal of Finance**, Vol. 48, No. 1 (Mar., 1993), pp. 213-245.

GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. The Mechanisms of Market Efficiency. 70 **Va. L. Rev.** 549, 1984.

GOSHEN, Zohar; PARCHOMOVSKY, Gideon. The Essential Role of Securities Regulation. 55 **Duke L. J.** 711-782 (2006).

GREENBERGER, Michael. Closing Wall Street's Commodity and Swaps Betting Parlors: Legal Remedies to Combat Needlessly Gambling up the Price of Crude Oil Beyond What Market Fundamentals Dictate. 81 **Geo. Wash. L. Rev.**

GRINSHTEYN, Allana M. Horseshoes and Hand Grenades: The Dodd-Frank Act's (Almost) Attack on Credit Rating Agencies. **Hofstra Law Review**. Vol. 39: Iss. 4, (2011).

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, nº 42, abr.-jun. 1981, pp. 69-88.

_____. O Conselho Fiscal e o direito à informação. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, nº 45, pp. 29-34.

GUIO, Luigi; SAPIENZA, Paola; ZINGALES, Luigi. Trusting the Stock Market., 63 **J. Fin.** 2557 (2008).

HAENSEL, Taimi. **A Figura dos Gatekeepers**. São Paulo: Almedina, 2014.

HANNA, John. The Federal Regulation of Stock Exchanges, 5 **S. Cal. L. Rev.** 9, 18-24 (1931).

HAZEN, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 6^a ed. West, 2009.

JACOBS, Arnold S. Regulation of manipulation by SEC Rule 10b-5. 18 **N. Y. L. F.** 511 1972-1973.

JARROW, Robert A. Market Manipulation, Bubbles, Corners, and Short Squeezes. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 27, No. 3 (Sep., 1992), pp. 311-336.

JIANG, Guolin; MAHONEY, Paul G.; MEI, Jianping. **Market Manipulation: A Comprehensive Study of Stock Pools**. (September 2004). Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=663513>, acesso em 19 jan. 2016.

JOHN, Kose; NARAYANAN, Ranga. Market Manipulation and the Role of Insider Trading Regulations. **The Journal of Business**, Vol. 70, No. 2 (April 1997), pp. 217-247.

KARMEL, Roberta S. Regulation by Exemption: The Changing Definition of an Accredited Investor. **Rutgers Law Journal**, v. 39:681.

KAUFMAN, Michael J.; WUNDERLICH, John M. Fraud Created the Market. 63 **Ala. L. Rev.** 275 2011-2012.

KEYNES, John Maynard. **The General Theory of Employment, Interest, and Money**. Harvest: New York, 1991(edição original de 1935), pp. 155-156.

KORSMO, Charles R. Mismatch: the misuse of market efficiency in market manipulation class actions. 52 **Wm. & Mary L. Rev.** 1111 2010-2011.

KRAAKMAN, Reinier R. et al. **The Anatomy of Corporate Law**. 2nd ed. New York: Oxford University Press, 2009.

KUMAR, Praveen, SEPPI, Duane J. Futures Manipulation with "Cash Settlement". **The Journal of Finance**, Vol. 47, No. 4 (Sep., 1992), pp. 1485-1502.

KÜMPPEL, Siegfried. **Direito do Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro, Renovar, 2007.

KYLE, Albert S.; VISWANATHAN, S. How to Define Illegal Price Manipulation. **The American Economic Review**, Vol. 98, No. 2, Papers and Proceedings of the One Hundred Twentieth Annual Meeting of the American Economic Association (May, 2008), pp. 274-279.

LANGENDOORT, Donald C. Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited. 140 **U. Pa. L. Rev.** 851 (1992).

_____. Rule 10b-5 as an Adaptive Organism, 61 **Fordham L. Rev.** 57 (1993).

_____. Taming the animal spirits of the stock markets: a behavioral approach to securities regulation. 97 **Nw. U. L. Rev.** 135, 2002-2003.

LARENZ, Karl. **Metodologia da Ciência do Direito**. 7^a ed. Lisboa: Fundação Calouste Gulbekian,

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Mercado de Capitais & "Insider Trading"**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1982.

_____. **Pareceres**. 2 v. São Paulo: Singular, 2004.

LEWIS, Brian *et al.*. Securities Fraud. 52 **Am. Crim. L. Rev.** 1567 2015.

LEWIS. Michael. **Flash Boys**. New York: Norton, 2015.

LOMBARDO, Stefano. **Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni**. Milano: Giuffrè, 2011.

LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel. **Fundamentals of securities regulation**. 5^a ed. Aspen, 2004.

LOWENFELS, Lewis D. Sections 9(a)(1) and 9(a)(2) of the Securities Exchange Act of 1934: an analysis of two important Anti-manipulative Provisions under the Federal Securities Laws. 85 **Nw. U. L. Rev.** 698 1990-1991.

LOWENFELS, Lewis D.; BROMBERG, Alan R. Securities Market Manipulations: an Examination and Analysis of Domination and Control, Frontrunning, and Parking. 55 **Alb. L. Rev.** 293 1991-1992.

LOWENSTEIN, Roger. **When Genius Failed**. Random House: New York, 2001.

MAHONEY, Paul G. The Exchange as Regulator. 83 **Va. L. Rev.** 1453 1997.

_____. The stock pools and the Securities Exchange Act. **Journal of Financial Economics** 51 (1999) 343–369.

_____. Market Microstructure and Market Efficiency. 28 **J. Corp. L.** 541 (2003).

MALHEIROS FILHO, Arnaldo. Crime de Manipulação do Mercado de Capitais. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 889-905.

MALKIEL, Burton G. **A Random Walk Down Wall Street**. New York: W. W. Norton, 2007.

MANDELBROT, Benoit. **The (mis) Behavior of Markets**. New York: Basic Books, 2004.

MEI, Jianping; WU, Guojun; ZHOU, Chunsheng. **Behavior Based Manipulation: Theory and Prosecution Evidence (April 7, 2004)**. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=457880> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.457880>, acesso em 19.jan.16.

MEULENEERE, Inez de; PIJCKE, Anne-Sophie; ROSIERS, Merel (Eds.). **L'abus de marché**. Antwerpen: Anthemis, 2016.

MOOS, Damian. Pleading around the private securities litigation reform act: reevaluating the pleading requirements for market manipulation claims. 78 **Southern California Law Review** 763 2004-2005.

MINENNA, Marcello. The Detection of Market Abuse on Financial Markets: A Quantitative Approach. **Quaderni Di Finanza**, No. 54. (2003). Disponível em <http://ssrn.com/abstract=483962>, acesso em 19 jan. 2016.

MOTA, Fernando de Andrade. **O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta**. São Paulo: Almedina, 2015.

_____. Insider trading e bis in idem: considerações à luz da decisão do Conseil Constitutionnel de 17 de março de 2015. In: Alexandre Jorge Carneiro da Cunha Filho; Angela Limongi Alvarenga Alves; Fernando W. Bunemer Nahas; Maria Isabela Haro Meloncini. (Org.). **Temas atuais de Direito Público**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016, p. 205-222.

NAJJAR, Gabriella; PUGLIESE, Yuri Sahione. O Processo Administrativo Sancionador da CVM o Crime de Manipulação de Mercado. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, v. 1., pp. 253-278, 2015.

NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 **Val. U. L. Rev.** 1169 (2008).

OIOLI, Erik Frederico. **Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

OLIVEIRA, Natália Silva Teixeira Rodrigues de. Proteção penal do mercado e defesa na ordem econômica: uma análise do artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976. **Revista de Direito Empresarial**, v.13, n.3, set./dez. 2016, pp. 197-213.

PALMITER, Alan R. Toward Disclosure Choice in Securities Offerings. 1999 **Colum. Bus. L. Rev.** 1.

PAREDES, Troy A. Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation, 81 **Washington University Law Quarterly** 417 (2003).

PATTERSON, Scott. **Dark Pools: high-speed traders, AI bandits, and the threat to the global financial system**. New York: Crown Business, 2012.

PAULA, Áureo Natal de. **Crimes Contra o Sistema Financeiro Nacional e o Mercado de Capitais**. 6ª ed. Curitiba: Juruá, 2012.

PERINO, Michael A. A scandalous perversion of trust: modern lessons from the early history of congressional insider trading. 67 **Rutgers U. L. Rev.** 335 2015.

PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa Estatal: função econômica e dilemas societários**. 2ª ed. São Paulo: Atlas.

PIRRONG, Stephen Craig. The self-regulation of commodity exchanges: the case of market manipulation 38 **J.L. & Econ.** 141 1995.

POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 **U. Miami L. Rev.** 671 1985-1986.

POSNER, Richard A. Theories of Economic Regulation. **The Bell Journal of Economics and Management Science**, Vol. 5, nº. 2 (1974), pp. 335-358.

POSNICK, Samuel D. A Merry-Go-Round of Metal and Manipulation: Toward a New Framework for Commodity Exchange Self-Regulation. 100 **Minnesota Law Review** 441 2015.

PRADO, Viviane Muller e VILELA, Renato. **Radiografia da punição dos ilícitos no Mercado secundário – ICVM nº 8 de 1979 (2002-2014)**. Núcleo de Estudos em Mercados e Investimentos – FGV Direito SP (Agosto de 2015).

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira e AGOSTINHO, Eduardo Oliveira. Os investidores Institucionais e o Desenvolvimento do Mercado de Capitais no Brasil. In: WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (coord.); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernard Martins de (org.). **Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 375-400.

ROCHA, Bolívar B. M. O Poder Normativo de órgãos de administração o caso da comissão de valores mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, nº 64, p. 47/69.

ROMANO, Roberta. Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation. **Yale Law Journal**, Vol. 107: 2359, 1997-1998.

ROSA, Maria Eduarda Fleck da. **O Poder Normativo da Comissão de Valores Mobiliários**. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial: as estruturas**. 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2002.

_____. **Regulação da atividade econômica (princípios e fundamentos jurídicos)**. 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2008.

_____. **O novo direito societário**. 4ª ed. São Paulo: Malheiros, 2011.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais**. São Paulo: Saraiva, 2012.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; WELLISCH, Julya Sotto Mayor e BARROS, José Eduardo Guimarães. Notas sobre o poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários: CVM na atualidade. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, nº 34, p. 68/84.

SANTOS, Felipe Matias. **Divulgação de Informação Privilegiada**. Coimbra: Almedina, 2011.

SANTOS, Gonçalo Castilho dos. **O dever de informação sobre factos relevantes pela sociedade cotada**. Lisboa: Associação Acadêmica Faculdade de Direito Lisboa, 1998.

SARTORI, Filippo. **Informmazione economica e responsabilità civile**. Milano: Cedam, 2011.

SATIRO, Francisco. Derivativos de Bolsa. In: Kuyven, Luiz Fernando Martins. (Org.). **Temas Essenciais de Direito Empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012, pp. 589-606.

SCHOLES, Myron S. The Market Securities: Substitution Versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices. 45 **J. Bus.** 179 (1972).

SCOPINO, Gregory. Do Automated Trading Systems Dream of Manipulating the Price of Futures Contracts? Policing Markets for Improper Trading Practices by Algorithmic Robots. 67 **Florida Law Review** 221 (2015).

SIEMS, Mathias; NELEMANS, Matthijs. The Reform of the EU Market Abuse Law: Revolution or Evolution? 19 **Maastricht J. Eur. & Comp. L.** 195 2012.

STEINBERG, Marc I. OBI, Emmanuel U. Examining the pipeline: a contemporary assessment of private investments in public equity (“Pipes”). **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, vol. 11:1, 2008.

STIGLER, George J. Public Regulation of the Securities Markets. **The Journal of Business**. Vol. 37, No. 2 (Apr., 1964), pp. 117-142.

SZTAJN, Rachel. **Teoria Jurídica da Empresa: atividade empresária e mercados**. São Paulo: Atlas, 2004.

_____. Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Malheiros, 2004, nº 135, pp. 136-147.

TÁCITO, Caio. Comissão de Valores Mobiliários. Poder regulamentar. In: **Temas de Direito Público (Estudos e Pareceres)** 2º volume, São Paulo: Renovar, pp. 1075-1093.

TANJI, Marcia. **Mercado de Capitais Brasileiro e Tutela Coletiva dos Interesses**. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda e GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**. v. 2. São Paulo: Bushatsky, 1979.

THEL, Steve. Regulation of manipulation under Section 10(b): security prices and the text of the Securities Exchange Act of 1934. 1988 **Columbia Business Law Review** 359.

_____. The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act. 42 **Stan. L. Rev.** 385 1989-1990.

_____. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 **Cornell Law Review.** 219 1993-1994.

TOLEDO, Francisco de Assis. **Princípios básicos de direito penal.** 5^a ed. São Paulo: Saraiva, 1994.

TOROSS, Nancy. Double-Click on This: Keeping Pace with On-Line Market Manipulation, 32 **Loy. L.A. L. Rev.** 1399 (1999).

TRINDADE, Marcelo Fernandez. Vedações à negociação de Valores Mobiliários por norma regulamentar; interpretação e legalidade. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos.** São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 453-471.

_____. Mútuo de Ações e Insider Trading. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Ana Carolina Dias Tavares (coord.). **Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro.** São Paulo: Quartier Latin, 2013, pp. 519-535.

TRUBEK, David M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa; SÁ, Paulo Fernandes de. **Direito, Planejamento e Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro (1965-1970).** 2^a ed. José Rodrigo Rodriguez (org.). São Paulo: Saraiva, 2011.

VENTORUZZO, Marco. **Do Market Abuse Rules Violate Human Rights? The Grande Stevens v. Italy Case** (October 1, 2014). European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 269/2014; Bocconi Legal Studies Research Paper No. 2517760. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2517760> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2517760>, acesso em 17 fev. 2017.

VERDELHO, Pedro. Crime de Manipulação de Mercado – uma perspectiva judiciária. **Revista do Ministério Público**, nº 85, ano 22, jan/mar 2001, p. 96.

VERGARA, Henrique de Rezende. *Aspectos da desmutualização das bolsas.* In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAGÃO, Leandro Santos de. **Direito Societário – Desafios Atuais.** São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 301-314.

VERRET, J. W. Economic Analysis in Securities Enforcement: the Next Frontier at the SEC. 82 **U. Cin. L. Rev.** 491 2013-2014.

VERSTEIN, Andrew. Benchmark Manipulation. 56 **Boston College Law Review** 215 2015

VERZOLA, Antonio Carlos. **Processos Sancionadores nos Mercados Financeiros e de Capitais – BACEN e CVM**. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

VILA, Jean-Luc. Simple Games of Market Manipulation. **Economics Letters**, 29 (1989), pp. 21- 26.

WALD, Arnoldo. O investidor qualificado no Direito Comparado. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, nº139, 01/09/2005, pp. 7-28.

_____. O investidor qualificado no mercado de capitais brasileiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, nº 32, 01/06/2006, pp. 15-34.

WEBER, Max. **A Bolsa**. Lisboa: Relógio D'Água Editores, 2004.

YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). **Virginia Law Review**, No. 106, 2016, Forthcoming; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016.

ZACLIS, Lionel. **Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007.