

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 Calabró 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 ABREVIações

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 Esquenta 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 rumores³.

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 mobiliários⁴.

A repressão à manipulação foi um dos principais objetivos visados com a regulamentação adotada pelos Estados Unidos após a crise de 1929⁵, 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_C_hurning.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.

1 BASES DA REGULAÇÃO E OPERAÇÕES CONTROVERTIDAS

O presente capítulo procura enumerar as bases elementares da regulação, bem como as operações que habitualmente são consideradas abusivas, ou potencialmente abusivas, nos mercados de valores mobiliários. Além disso, busca estabelecer um panorama inicial que sirva de referência para o trabalho, sem a pretensão de esgotar a análise das variações e implicações de cada conduta.

O primeiro desafio a ser enfrentado consiste na falta de terminologia científica para operações bursáteis. Embora frequentemente recebam denominação específica, por vezes revelando exuberante criatividade, a nomenclatura das operações não é empregada com rigor. Essa imprecisão já foi apontada, por exemplo, por Easterbrook, que rejeitou o uso de termos como *squeezes*, *corners* e semelhantes, em razão da controvérsia quanto a seu significado (e também por dificultarem a compreensão das discussões sobre o tema⁴⁰).

Também Harold Bloomenthal menciona os efeitos, de ofuscar ou de enriquecer o debate, conforme a perspectiva, que seriam decorrentes da adoção de expressões “coloridas emocionalmente”⁴¹.

No entanto, o recurso à terminologia padrão é necessário, ao menos, para permitir a ligação entre as conclusões que se pretende obter e sua aplicação prática. Desse modo, neste capítulo principia-se por revisar os elementos fundamentais que justificam a regulação do mercado, prosseguindo pelo exame de algumas operações usualmente mencionadas como abusivas, sem almejar a completude, mas com a finalidade de estabelecer os parâmetros básicos de um vocabulário.

⁴⁰ 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. S106.

⁴¹ BLOOMENTHAL, Harold S. Market-makers, manipulators and shell games. 45 **St. John's L. Rev.** 597 1970-1971, p. 618.

1.1 As Bases da Regulação

A adoção da premissa, pouco contestada, de que é necessário regular os abusos no mercado de capitais não afasta o valor da reflexão quanto aos seus benefícios e custos, até porque muitas destas questões permitem apurar com maior precisão quais condutas devem ser reguladas. É o que se pretende fazer neste item, com foco na doutrina específica, sem a pretensão de revisar a doutrina mais ampla sobre regulação.

1.1.1 Aspectos positivos e negativos da regulação

A regulação com o fim de reprimir as práticas abusivas justifica-se pelos prejuízos que delas decorrem. Por um lado, com frequência os abusos envolvem a prática da fraude, cuja vedação dispensa maior digressão. Por outro lado, embora algumas condutas manipulativas possam não envolver discursos enganosos, acarretam danos para o mercado como um todo.

Uma justificativa interessante para a regulação recorre a uma analogia com um racha, para sustentar que práticas irregulares podem ser equivalentes a isso, levando as pessoas a uma corrida de negociações com o risco previsível de um acidente ao final. Ambas as práticas afastariam as pessoas sensíveis – das ruas ou dos espaços de negociações – desestabilizando o mercado. Por isso, mesmo na ausência de fraude tais práticas devem ser coibidas⁴².

Dentre os efeitos indesejáveis da manipulação, pode-se mencionar a falsificação dos preços, o dano à integridade dos mercados⁴³ e à confiança dos investidores⁴⁴; a distorção dos padrões de consumo e o aumento dos preços tanto dentro quanto fora do

⁴² 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. 160.

⁴³ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 *U. Miami L. Rev.* 671 1985-1986, p. 734.

⁴⁴ BRADLEY, Caroline. The confidence game: manipulation of the markets by governmental authorities. 11 *Transactions Tenn. J. Bus. L.* 59 2009-2010, pp. 60-61. Além da célebre obra de Akerlof, citada na bibliografia, especificamente na parte quanto ao custo da desonestidade (que é afastar negócios honestos), para uma explicação teórica e empírica a respeito do papel da confiança no mercado acionário, concluindo que diferenças nos níveis de confiança ajudam a explicar a decisão de investir ou não no mercado de ações, cf. GUIISO, Luigi; SAPIENZA, Paola; ZINGALES, Luigi. Trusting the Stock Market, 63 *J. Fin.* 2557 (2008), indicando o Brasil com o menor percentual de indivíduos que confiam (3%).

mercado⁴⁵; o aumento da volatilidade⁴⁶; o aumento dos custos de transação e a redução da liquidez⁴⁷ e o afastamento dos investidores que buscam informações⁴⁸.

Um dos principais argumentos em favor da regulação tem por base os ganhos sociais de preços informativos, mas mesmo com relação a este aspecto há autores que relativizam o dano efetivamente causado por práticas manipulativas, porque estas teriam efeitos de curto prazo sobre os preços e os agentes econômicos que recorrem aos preços de bolsa para organizar sua atividade produtiva – como um agricultor que consulta os preços dos futuros referenciados nos produtos que cultiva – considerariam apenas os preços no longo prazo⁴⁹.

Mesmo quando se considera que investidores com *portfolios* diversificados poderiam ficar imunes aos efeitos danosos da manipulação, a sua repressão ainda beneficiaria os investidores que não contam com tais carteiras⁵⁰.

Outro aspecto relevante quanto à regulação da manipulação é que a mera possibilidade de sua ocorrência já tem efeitos sobre o mercado⁵¹. Com efeito, investidores que antecipam o risco de um *corner* ou de um *squeeze* ajustarão os preços em conformidade com os riscos percebidos⁵². Nesse contexto, a regulação pode ter efeito benéfico pela simples alteração da perspectiva do mercado quanto ao potencial de ocorrência de abusos.

⁴⁵ PIRRONG, Stephen Craig. The self-regulation of commodity exchanges: the case of market manipulation 38 **J.L. & Econ.** 141 1995, p. 145.

⁴⁶ Os *corners* (a definição dos conceitos neste contexto é um problema à parte, e por este motivo as operações normalmente consideradas irregulares, e as expressões a elas associadas, serão examinadas em item próprio), por exemplo, tornariam os preços excessivamente voláteis, porque durante esta manobra os preços não estariam mudando em razão de alterações nas informações disponíveis a respeito dos ativos, reduzindo a informação transmitida pelos preços futuros. (cf. PIRRONG, Stephen Craig. The self-regulation of commodity exchanges: the case of market manipulation 38 **J.L. & Econ.** 141 1995, p. 146).

⁴⁷ DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. 6 **NTU L. Rev.** 55 2011, p. 64. Em sentido contrário, no âmbito mais específico das negociações com futuros, Praveen Kumar e Duane Seppi fazem uma análise detalhada dos efeitos da manipulação, observando que embora possa prejudicar alguns investidores no mercado futuro, beneficiaria outros no mercado físico (*spot*), bem como investidores informados graças ao aumento da liquidez. (KUMAR, Praveen, SEPPI, Duane J. Futures Manipulation with "Cash Settlement". **The Journal of Finance**, Vol. 47, No. 4 (Sep., 1992), p. 1496).

⁴⁸ AGGARWAL, Rajesh K.; WU, Guojun. Stock Market Manipulations. **The Journal of Business**, Vol. 79, No. 4 (July 2006), p. 1935.

⁴⁹ 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. S108.

⁵⁰ NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 **Val. U. L. Rev.** 1169 (2008), p. 1193.

⁵¹ Nesse sentido, afirmando que os preços são ajustados pela presunção quanto ao risco de alguma fraude, cf. LANGEVOORT, Donald C. Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited. 140 **U. Pa. L. Rev.** 851 (1992), p. 897.

⁵² PIRRONG, Stephen Craig. The self-regulation of commodity exchanges: the case of market manipulation 38 **J.L. & Econ.** 141 1995, pp. 145-146.

Do ponto de vista empírico, a atuação contra a manipulação no âmbito do mercado de energia norte-americano é um exemplo de regulação com resultados positivos concretos. Após processos contra diversos manipuladores e a imposição de pesadas multas, atribuiu-se à fiscalização a redução dos preços de U\$ 15 por unidade térmica britânica⁵³ em 2005, ano em que foi aprovado o *Energy Policy Act*, para menos de U\$ 2 em abril de 2012⁵⁴. Isso demonstra o potencial reflexo de operações abusivas no cotidiano dos cidadãos e a necessidade de tutela especializada para defesa de seus interesses.

Há, por outro lado, importantes objeções à regulação. Ainda que elas não levem à conclusão de que a intervenção é desnecessária, auxiliam a fixar certos parâmetros para definir os casos e a intensidade em que esta atuação é vantajosa.

Há quem cogite a possibilidade de, como se faz em Las Vegas, deixar aqueles que decidirem jogar enfrentar as consequências inevitáveis das probabilidades desfavoráveis, mas mesmo quem faz essa sugestão reconhece a regulação como indispensável, porque sua ausência levaria a um cenário pior⁵⁵.

A primeira objeção à regulação da manipulação de mercado sustenta-se nos custos para sua implementação. Nesse contexto, afirma-se que tais custos seriam (i) mais elevados que os custos para reprimir outras condutas, porque a vedação à manipulação abarcaria a mera intenção de influenciar preços, coibindo condutas sem que houvesse prejuízo⁵⁶; (ii) poderia acarretar a proibição de comportamentos eficientes sob a perspectiva econômica, tão mais grave quanto mais amplos são os conceitos adotados⁵⁷.

Nesse contexto, Fischel e Ross observam que enquanto a difusão de informações falsas tem um custo muito pequeno, o mesmo não sucede com a manipulação baseada em negociação, o que justificaria maiores esforços regulatórios para coibir a primeira⁵⁸.

⁵³ BTU, equivalente a 252,2 calorias ou 1 055,05585 joules.

⁵⁴ 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.** 707 2013, pp. 743-745.

⁵⁵ 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. 162.

⁵⁶ FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 **Harv. L. Rev.** 503 1991-1992, p. 522.

⁵⁷ NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 **Val. U. L. Rev.** 1169 (2008), p. 1184. Um exemplo desse custo de oportunidade, apresentado por Fischel e Ross, é a regra americana que só permite vendas a descoberto se a mudança de preço mais recente tiver sido uma elevação: ao limitar as condições em que tais operações podem ser realizadas, a regra reduz a velocidade com que os preços podem refletir desvalorizações, o que limita a sua representatividade (FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 **Harv. L. Rev.** 503 1991-1992, p. 522).

⁵⁸ FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 **Harv. L. Rev.** 503 1991-1992, p. 512.

Em tal cenário, no lugar de convicções acerca da conveniência absoluta de regulação, o ponto central é buscar definir em qual medida a regulação é adequada.

Frank Easterbrook, por exemplo, sustenta que há uma quantidade ótima de regulação em qualquer mercado, que se situa em um ponto um pouco antes da quantidade que eliminaria toda e qualquer manipulação (dado que a eliminação completa só seria possível com a supressão do mercado)⁵⁹. Tal consideração é relevante, porque a mera constatação de que ainda há abusos no mercado nem sempre pode servir como fundamento para maior regulação ou para concluir que ela é inadequada.

A cautela na regulação também é recomendada a partir do raciocínio de que, se o mercado existe e funciona, isso significa que ele promove ganhos sociais, independentemente do nível de manipulação nele existente⁶⁰. Admitida tal consideração, qualquer reforma que visasse a ampliar a repressão à manipulação deveria ser ponderada com especial cautela, para averiguar se ela realmente iria proporcionar maiores ganhos que custos.

É importante buscar descobrir em que medida a ciência pode identificar a quantidade de regulação necessária e admitir que, ao menos a partir de determinado ponto, a decisão sobre legalizar o jogo ou outra prática é uma decisão eminentemente política. Assim, no lugar de buscar a fórmula ideal para coibir todas as manipulações é necessário aceitar que algumas modalidades devam ser proibidas enquanto outras, em razão da incerteza e dos custos envolvidos, demandam maior investigação antes de se decidir pela sua vedação.

A ideia de que todo o tipo de manipulação – entendida como ação com impacto sobre os preços – é indesejável é desmentida pelas próprias legislações, que permitem algumas práticas que se enquadrariam em conceitos amplos de abuso. Há, além disso, doutrinadores que sustentam que algumas modalidades de manipulação baseada em ação, por exemplo, seriam socialmente desejáveis (como, por exemplo, a estabilização de preços)⁶¹.

Portanto, ao considerar as práticas que devem ser reguladas, há dois fatores a serem ponderados, sendo preciso ter em conta, além do potencial lesivo de determinada conduta, o custo decorrente de sua regulação.

⁵⁹ 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. S112-S113.

⁶⁰ 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. S109.

⁶¹ ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Stock-Price Manipulation. **The Review of Financial Studies**, Vol. 5, No. 3 (1992), p. 521.

1.1.2 Proteção contratual contra a manipulação

A discussão sobre regulamentação não pode deixar de considerar a possibilidade de disciplina contratual da matéria que, se bem sucedida e eficaz, poderia dispensar atuação estatal (ainda que não na medida necessária para garantir a execução do contrato). Há quem sustente que o Estado, ao regular a manipulação, executaria uma cláusula implícita do contrato⁶².

A forma básica de regular contratualmente estipularia cláusula de não negociar de modo a influenciar o mercado, que poderia ser considerada implícita. Existem algumas limitações em tais procedimentos. A primeira consiste na dificuldade de monitorar as negociações feitas pelas partes do contrato e descobrir eventual manipulação⁶³. A segunda é que manipulação praticada por terceiros estranhos ao contrato pode também afetar as partes⁶⁴.

Outra forma de reduzir o risco de manipulação contratualmente é adotar preços menos sujeitos à manipulação, por exemplo, substituindo uma data única para sua fixação pela média das cotações durante um período determinado. Mesmo nesse cenário, sustenta-se que uma leve manipulação poderia até ser considerada desejável em certas hipóteses, para afastar o caráter “tudo ou nada” de determinados contratos. A utilidade desta prática é limitada, porém, quando o preço não é utilizado para determinar se haverá ou não o pagamento, mas sua quantidade, porque nesse caso mesmo práticas manipulativas imateriais terão efeito, ainda que diluído, na prestação⁶⁵.

Esta tutela se faria por meio do ajuste dos termos contratuais destinados a prevenir a manipulação ou, ao menos, evitar ou mitigar seus efeitos. Os custos para realizar tais

⁶² FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, p. 523.

⁶³ FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, p. 523.

⁶⁴ FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, p. 525.

⁶⁵ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, pp. 280-282.

arranjos contratuais podem ser avaliados como custos da manipulação⁶⁶ (ou, mais precisamente, do risco de manipulação).

Por outro lado, como o ganho decorrente do contrato executado conforme o preço manipulado pode superar o custo para influenciar o preço, há alguns cenários em que a manipulação não seria lucrativa considerando apenas um mercado, mas podem passar a ser lucrativos por conta do impacto contratual.

No entanto, o fato de ser possível tomar medidas contratuais para prevenir os efeitos danosos de eventual manipulação não afasta necessariamente a conveniência de intervenção estatal, seja porque as medidas para evitar esses riscos podem atrair outros riscos, seja porque, a despeito de todos os cuidados possíveis, sempre haverá situações em que será lucrativo manipular.

Mesmo diante das diversas limitações para a prevenção e fiscalização privada de manipulação destinada a influenciar contratos, há quem conclua que a regulação estatal não seria desejável, porque ainda que ela possa produzir benefícios que a disciplina privada isoladamente é incapaz de produzir, tais benefícios dificilmente superariam os custos a eles associados⁶⁷. A premissa desse raciocínio, contudo, é que a vedação à manipulação abarcará comportamentos eficientes para o mercado. Se fosse possível estabelecer conceito sem este inconveniente, o problema seria superado.

1.1.3 Quem deve regular

Muito se discute os incentivos que as bolsas e outros agentes teriam para atingir, autonomamente, um nível ótimo de regulação.

A especificidade dos problemas e a rapidez das alterações no mercado faz com que agências reguladoras e entidades autorreguladoras sejam mais aptas para regular do que o Poder Legislativo⁶⁸.

⁶⁶ 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. S107.

⁶⁷ FISCHER, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 **Harv. L. Rev.** 503 1991-1992, p. 525.

⁶⁸ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 **Cornell L. Rev.** 219 1993-1994, p. 297.

Tal consideração, contudo, deve ficar limitada às medidas de ordem administrativa. Quando se trata de impor consequências criminais à atuação no mercado, os princípios do Estado de Direito demandam que as condutas tuteladas penalmente sejam previstas em lei.

O legislador brasileiro atribuiu grande competência à CVM ao tratar das práticas abusivas na Lei n° 6.385/76, incumbindo-a de definir as condutas vedadas.

Em prol da regulação por agência, o primeiro argumento consiste na possibilidade desta buscar a solução com o maior benefício social⁶⁹.

Por outro lado, há diversos aspectos que se contrapõem a isso. Em primeiro lugar, as agências, assim como as bolsas, devem regular com base em estimativas de custos, porém as bolsas tendem a ser mais precisas, porque sofrem as consequências de eventuais erros que cometam de forma concreta, perdendo negócios. Além disso, as bolsas possuem mecanismos mais aptos para incentivar seus funcionários a atingir resultados corretos do que as agências, tendo em vista que não estão adstritas às limitações existentes para o funcionalismo público⁷⁰. Pode-se observar, ainda, que reguladores também estão sujeitos a pressão dos regulados, assim como as próprias bolsas⁷¹.

Como o financiamento das agências reguladoras está menos associado ao seu desempenho, a regulação de formas menos danosas de práticas abusivas pode facilitar a obtenção de recursos para combater as piores condutas, como cogita certa doutrina⁷².

Outro aspecto contrário à regulação por agência seria o potencial de estabelecer regras anticompetitivas, que poderia dificultar a entrada de concorrentes e favorecer a formação e manutenção de monopólios⁷³ (isto, porém, aplica-se também a regulação pelo Congresso, que pode prejudicar a concorrência de forma mais grave que as agências). Por este motivo, Frank Easterbrook sustenta que a regulação estatal deveria ser favorecida apenas na presença de forte evidência da sua superioridade para resolver falhas de mercado, que não existiriam em relação aos mercados de futuros⁷⁴.

⁶⁹ 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. S114.

⁷⁰ 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. S114-S115.

⁷¹ MAHONEY, Paul G. The Exchange as Regulator. 83 **Va. L. Rev.** 1453 1997, p. 1476.

⁷² Nesse sentido, manifestando a suspeita de que as regras contra o *insider trading* ajudam a SEC a obter recursos para combater outras práticas mais danosas, 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. 174.

⁷³ 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. S114-S115.

⁷⁴ 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. S116.

Em favor da agência reguladora ainda se pode invocar a redução de custo de investigação em duplicidade por investidores céticos⁷⁵ (embora tal constatação indique a conveniência de um regulador, mas não necessariamente uma agência governamental).

Além das agências reguladoras, as bolsas de valores⁷⁶ são consideradas fortes candidatas para regular abusos, o que deveriam fazer de forma adequada para garantir sua competitividade⁷⁷, adotando padrões contratuais e regras que garantam reduzir os custos que poderiam ser impostos aos participantes por eventual manipulação⁷⁸.

O Brasil tem, atualmente, uma única bolsa de valores na qual são negociadas ações de companhias abertas e futuros, a B3 S/A – Brasil, Bolsa, Balcão, mas isso não torna inaplicáveis as considerações acerca do potencial da concorrência, porque ela poderia sofrer concorrência de bolsas no exterior ou de uma eventual nova bolsa de valores que viesse a operar no país.

O presente trabalho tem por finalidade analisar a conceituação pela CVM, motivo pelo qual não será detalhada a estrutura regulatória adotada pela B3. Porém, cabe notar que ocupa papel de destaque a atuação da BM&FBovespa Supervisão de Mercados – BSM, associação constituída para realizar, com autonomia administrativa e orçamentária, as atividades de autorregulação dos mercados administrados pela B3⁷⁹. No exercício de sua competência a BSM apura e pune práticas abusivas no mercado realizadas por pessoas sujeitas à sua supervisão, notadamente intermediários e seus operadores.

A importância da autorregulação nos Estados Unidos tampouco pode ser subestimada. A SEC é o principal órgão encarregado do combate aos abusos no mercado de valores mobiliários, podendo iniciar processos civis e impor sanções administrativas, enquanto na esfera penal as providências competem ao Departamento de Justiça. No entanto, é digno de nota que grande parte da responsabilidade pela supervisão de mercado

⁷⁵ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, p. 285.

⁷⁶ Sobre a evolução do “Direito das Bolsas de Valores” – que englobaria a organização das bolsas de valores o processo de negociação –, que teria passado de referência como conceito regulatório para se tornar uma parte apenas do direito do mercado de capitais, mas que poderia voltar a ser relevante diante dos fenômenos da fragmentação e da automação, cf. FLECKNER, Andreas M.; HOPT, Klaus J. *Stock Exchange Law: Concept, History, Challenges.* 7 *Va. L. & Bus. Rev.* 513 2012-2013.

⁷⁷ A concorrência entre as bolsas, porém, segundo Stephen Craig Pirrong, não seria comprovadamente significativa quando considerada em relação a um contrato específico (PIRRONG, Stephen Craig. *The self-regulation of commodity exchanges: the case of market manipulation* 38 *J.L. & Econ.* 141 1995, p. 154).

⁷⁸ FISCHER, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, p. 549); 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. S112.

⁷⁹ Os arts. 33 e seguintes da Instrução CVM nº 461 disciplinam a estrutura de autorregulação dos mercados organizados.

recai sobre a Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), uma entidade autorreguladora dos profissionais da indústria financeira⁸⁰, cuja atuação já gerou inclusive a instauração de processos pela CVM⁸¹. Ao longo do tempo a FINRA vem assumindo diversas responsabilidades regulatórias anteriormente exercidas pelas bolsas de valores⁸².

As medidas preventivas a serem adotadas pelas bolsas teoricamente deveriam ser implementadas até que os ganhos marginais privados fossem equivalentes aos custos marginais privados. Isso corresponderia a um nível ótimo de regulação caso os custos e ganhos privados se aproximassem dos custos e ganhos públicos. Esse parece ser o caso em relação aos negócios em bolsas de valores, como mencionam Fischel e Ross, porque a maior parte dos ganhos e perdas incumbiriam aos participantes do mercado⁸³. Mesmo quando se toma em consideração pessoas que são afetadas pelo mercado futuro, mas não negociam nele, como o agricultor que negocia no mercado físico, ele ainda seria favorecido pela regulação da bolsa. Isso ocorreria porque os especuladores asseguram que o mercado físico acompanhe o futuro, de modo que a bolsa consideraria ambos ao regular⁸⁴.

Já se argumentou, contra a regulação pelas bolsas, que o combate aos abusos reduziria o número de negociações: como não conseguiriam cobrar a mais especificamente de quem se beneficia pela ausência de manipulação, não teriam incentivos para coibir tais práticas. O argumento foi considerado falacioso por Easterbrook, que sustenta que as bolsas podem ganhar mais ao combater a manipulação, ainda que reduzam o número de transações, bastando que cobrem um valor maior por negócio. Teoricamente, os investidores estariam dispostos a pagar um valor adicional para negociar em um ambiente livre de abusos, até o montante que deixam de perder sem tais abusos⁸⁵.

Outro óbice apresentado à regulação pelas bolsas diz respeito ao conflito com os interesses próprios dos membros das bolsas em determinados negócios, o que, todavia,

⁸⁰ 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. 267-268.

⁸¹ Conforme consignado no Parecer do Comitê de Termo de Compromisso no Processo de Termo de Compromisso CVM Nº RJ 2015/12666, relacionado ao Processo Administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2015/2027, proferido em 15.03.2016. A CVM celebrou Memorando de Entendimentos com a FINRA, disponível em seu website.

⁸² Como expõe, de modo crítico, FREEMAN, Jaclyn. Limiting SRO Immunity to Mitigate Risky Behavior. **12 Colo. Tech. L.J.** 193 2014, p. 211.

⁸³ FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? **105 Harv. L. Rev.** 503 1991-1992, p. 549.

⁸⁴ FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? **105 Harv. L. Rev.** 503 1991-1992, p. 549.

⁸⁵ 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. S114.

poderia se enquadrar no problema mais amplo de conflito de interesses das bolsas, que mudou com o processo de desmutualização⁸⁶.

A desmutualização consistiu na transformação das bolsas de associações de corretores em sociedades anônimas com fins lucrativos. Os potenciais conflitos na autorregulação podem ser administrados com mecanismos próprios que estabeleçam a independência dos responsáveis pela regulação: o Conselho de Supervisão da BSM, por exemplo, deve ser composto por no mínimo 2/3 de conselheiros independentes, segundo o art. 35 do seu estatuto social.

Além disso, pondera-se que, visando a superar os concorrentes, as bolsas poderiam tratar como manipulativas práticas de outras bolsas que aumentassem a concorrência⁸⁷. Porém, o efetivo perigo é diminuído em vista dos limites de uma bolsa para regular a conduta praticada em outra.

Mesmo eventuais limitações para a prevenção da manipulação por parte das bolsas de valores, apresentadas por Mahoney, não fornecem base para defender a substituição das bolsas por uma agência reguladora. Para o citado autor, na hipótese de um empate entre bolsa e agência reguladora, a atribuição deveria ser da primeira, porque os efeitos negativos de eventuais regras ruins por ela adotada, cuja incidência é limitada aos corretores submetidos a uma bolsa específica, seriam menores que os efeitos negativos de regras governamentais⁸⁸.

As bolsas dispõem de diversas medidas para combater a manipulação nos mercados, podendo estabelecer limites diários de mudança de preços, fixar o preço de liquidação de determinado contrato ou alterar as especificações de entrega, ao incluir qualquer dessas medidas como uma das condições do contrato⁸⁹. Tais medidas seriam

⁸⁶ Abordado por 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, EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de capitais – regime jurídico**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 216-225, e 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. 592-593, exemplificativamente.

⁸⁷ O exemplo citado é a proibição de “punching the close” que, na visão dos autores, seria considerado como manipulação ilegal de preço como tática para dificultar a competição por outras bolsas pelo fluxo de ordens, cf. 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. 277-278.

⁸⁸ MAHONEY, Paul G. The Exchange as Regulator. 83 **Va. L. Rev.** 1453 1997, pp. 1463-1491.

⁸⁹ 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. S112.

adotadas pelas bolsas há longa data, incluindo, ainda de forma menos frequente, intervenções que alteram os termos dos contratos⁹⁰.

No âmbito específico de negociações em alta frequência, com emprego de recursos tecnológicos avançados e recurso a algoritmos complexos, a proximidade das bolsas às negociações – aliada à maior quantidade de informações que possuiriam sobre os negociadores – faria delas as mais aptas para regular tais operações⁹¹.

Um exemplo interessante da atuação das bolsas ocorreu quando, diante da elevação de preços nos contratos futuros de batata em maio de 1979 no Maine, a bolsa interrompeu a negociação com o contrato e determinou sua liquidação ordenada. Naquele caso, entendeu-se que a elevação de preços decorria apenas de uma colheita ruim, a despeito de um único investidor ter concentrado uma das posições dos contratos, o que levou os demais investidores a antecipar que ele exigiria sua liquidação física⁹².

Naturalmente, a atuação mais incisiva suscita o problema da responsabilidade por tais medidas. Foi o que ocorreu no citado caso, em que a questão foi levada ao Judiciário, que concluiu não caber a responsabilização da bolsa por não ter se antecipado para interromper as negociações ou redefinir as obrigações de entrega para aumentar a oferta disponível. No entanto, foi registrado que o investidor que se sentiu desapontado com tal intervenção poderia ser indenizado pela bolsa, se provasse que essa interrompeu as negociações de forma maliciosa ou para conceder vantagem aos outros investidores⁹³. No Brasil, a mera divergência entre a CVM e entidade autorreguladora com relação ao acerto da atuação da última não poderia ensejar responsabilidade⁹⁴.

Ainda há que se cogitar o risco de a bolsa de valores alterar contratos a partir da alegação (e pressão) por partes interessadas de que há uma prática manipulativa, quando tal prática, na verdade, não existe⁹⁵. O risco de considerar como manipulação aquilo que na

⁹⁰ 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. S112.

⁹¹ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). **Virginia Law Review**, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, p. 50.

⁹² 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.

⁹³ 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. S120). Cabe notar, porém, que as bolsas de valores contam com imunidade quando executam atividades consideradas autorreguladoras nos Estados Unidos, como expõe, de modo crítico, FREEMAN, Jaclyn. Limiting SRO Immunity to Mitigate Risky Behavior. 12 **Colo. Tech. L.J.** 193 2014.

⁹⁴ Cf. nesse sentido CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. **Regulação e Autorregulação do Mercado de Bolsa**. São Paulo: Almedina, 2011, p. 160.

⁹⁵ PIRRONG, Stephen Craig. The self-regulation of commodity exchanges: the case of market manipulation 38 **J.L. & Econ.** 141 1995, p. 161.

verdade não o é, porém, não é exclusivo das bolsas de valores, de modo que este não pode ser considerado um fator contrário à regulação por elas⁹⁶.

Independentemente de quem seja o regulador, é relevante em tais considerações analisar a distribuição dos interesses e seu impacto no incentivo para os atores perseguirem uma regulamentação que lhes seja favorável. Com efeito, em determinadas situações um único investidor pode se beneficiar de uma prática manipulativa, em detrimento de diversos outros investidores que, individualmente, não teriam o mesmo incentivo para pleitear medidas em seu favor, seja quem for o regulador. Isso impacta os custos de *lobby* para a adoção de medidas contra abusos⁹⁷.

Há quem considere que a melhor solução residiria em atribuir a regulação com maior intensidade a um organismo independente, inspirado no FASB⁹⁸, composto por representantes dos diversos interessados na regulação⁹⁹. A entidade seria financiada pelo Estado, após reconhecida pela agência reguladora como editora autorizada de normas para a bolsa.

A premissa de um novo ente regulador encontra-se na incapacidade dos atuais para regular atualmente o mercado. Embora o quadro normativo contemporâneo permaneça insatisfatório, não parece que isso decorra de uma deficiência inerente às agências reguladoras ou às bolsas de valores, mas da ausência de reflexão maior sobre a essência dos abusos nos mercados de valores mobiliários.

Para suprir tal lacuna, não é possível afirmar, no momento, ser necessário um novo órgão regulador, embora tal conceito possa servir de inspiração para órgãos consultivos (a própria BSM conta com a Câmara Consultiva do Mercado), tanto para a regulação em

⁹⁶ Para Stephen Craig Pirrong, as bolsas podem, também, se limitar a executar medidas impostas por órgãos reguladores. Examinando as bolsas de *commodities*, sua atuação, no que tange à manipulação, em grande medida teria se limitado a isto. Um exemplo seria a falta de atuação eficaz da bolsa de Chicago, mas durante um período bastante limitado, compreendido entre a Guerra Civil e a Primeira Guerra Mundial. Por outro lado, a Bolsa de Metais de Londres (LME), por exemplo, adotou em 1887-1888 regra para coibir a prática *squeeze*, que depois aplicou ou ameaçou aplicar diversas vezes ao longo dos anos. Esta bolsa, à época analisada pelo autor, apresentava particularidades que a distinguiam de outras contemporâneas, tais como pequeno número de membros, significativa representação das diversas classes interessadas nos seus negócios e limitada atuação especulativa, de modo que alguns conflitos que podem prevenir uma autorregulação apropriada por outras bolsas ali estavam ausentes ou, ao menos, atenuados. Neste contexto, parece necessário avaliar as características concretas de cada bolsa antes de concluir pela sua aptidão para a autorregulação de abusos (cf. PIRRONG, Stephen Craig. The self-regulation of commodity exchanges: the case of market manipulation 38 **J.L. & Econ.** 141 1995, pp. 169-192).

⁹⁷ Durante um *corner*, por exemplo, os investidores comprados constituiriam um grupo mais concentrado e homogêneo que os vendidos, o que reduziria seus custos de *lobby* (PIRRONG, Stephen Craig. The self-regulation of commodity exchanges: the case of market manipulation 38 **J.L. & Econ.** 141 1995, p. 160).

⁹⁸ POSNICK, Samuel D. A Merry-Go-Round of Metal and Manipulation: Toward a New Framework for Commodity Exchange Self-Regulation. 100 **Minn. L. Rev.** 441 2015, p. 470.

⁹⁹ Na proposta específica de Posnick, por três representantes das bolsa, dois de especuladores, um de quem negocia com o fim de *hedge* e um acadêmico.

geral das práticas abusivas, quanto para endereçar práticas recentes e seus desafios específicos (como, por exemplo, os limites das negociações que empregam alta tecnologia e do compartilhamento de informações que facilitem a descoberta de fraudes).

Outra questão relevante diz respeito à existência e à extensão do dever da companhia de combater a manipulação com os valores de sua emissão. Dentro dessa ordem de pensamento, Steve Thel pondera que a Gulf & Western, quando contratou recompra de USD 300 milhões de Boesky e Icahn, não teria adotado providências para se proteger contra manipulação, e cogita a hipótese de que a administração poderia tê-lo feito deliberadamente, para viabilizar o pagamento de um prêmio sem revelar sucumbir à chantagem¹⁰⁰.

Tendo considerado a companhia como potencial manipuladora, no simples sentido de que sua atuação é grande o bastante para influenciar preços, Chatterjea, Cherian e Jarrow afirmam que ela poderia, com o fim de maximizar os ganhos de seus acionistas, adotar procedimentos informacionais eficientes para prevenir a manipulação baseada em informação, bem como outras medidas para afastar modalidades diversas de manipulação¹⁰¹.

Os deveres de informar das companhias abertas brasileiras são razoavelmente abrangentes e alinhados com a prática internacional; embora dificultem e inviabilizem determinados tipos de manipulação, têm fundamento legal próprio. A distinção é importante: o dever de divulgar fatos relevantes, por exemplo, está previsto especificamente na Lei n° 6.404/76¹⁰². Esse dever reduz a possibilidade de manipulação por meio de divulgação de informações falsas, mas não corresponde a uma obrigação de refutar todo e qualquer rumor infundado.

Com efeito, não está expresso na legislação brasileira que as companhias deveriam fiscalizar ativamente e coibir a ocorrência de manipulação com seus ativos. Os deveres gerais dos administradores determinam que persigam o interesse social, mas seria excessivo – além de não corresponder com a realidade do mercado – inferir de tais deveres uma obrigação específica sobre os abusos no mercado de capitais. De resto, o acesso das companhias às informações sobre as negociações com suas ações é mais limitado que

¹⁰⁰ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, p. 284.

¹⁰¹ CHATTERJEA, Arkadev; CHERIAN, Joseph A.; JARROW, Robert A. Market Manipulation and Corporate Finance: a new perspective. *Financial Management*, 1993, p. 204-208. Sobre a aptitude da companhia para tanto, cf. BLACK, Bernard. The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets, 48 *UCLA L. Rev.* 781, 803 (2001), p. 828, mencionando a importância da cultura de compliance.

¹⁰² E também em outras leis e regulamentos, cf. MOTA, Fernando de Andrade. **O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta**. São Paulo: Almedina, 2015.

aquele da bolsa e da CVM, o que torna discutível a utilidade de sua atuação em duplicidade. Portanto, apenas em situações excepcionais se poderia cogitar da necessidade de atuação ativa da companhia aberta na repressão a abusos no mercado de capitais.

Seria possível cogitar desta exigência por meio das normas de listagem, a exemplo de outros requerimentos constantes dos segmentos especiais da B3, ou mesmo através do estatuto social.

Em um interessante precedente a CVM ponderou, dentre outros fatores em uma operação complexa, que os administradores não estariam cumprindo adequadamente seus deveres ao adotar, para a fixação do preço de emissão de ações, critério suscetível a manipulação. Não se chegou, porém, a definir se no caso concreto o critério adotado havia efetivamente sujeito a Companhia a tais manipulações:

26. Tal opinião, com efeito, não me parece condizente com o regime jurídico a que se sujeitam os administradores de companhias abertas, nos termos da Lei nº 6.404/1976, em virtude do qual devem servir com diligência e lealdade à companhia e exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem de acordo com o interesse social. Em razão desses deveres fiduciários, não seria lícito aos administradores adotar procedimento de precificação vulnerável a toda sorte de manipulação e, por isso mesmo, inábil a refletir o valor econômico das ações da companhia, ainda que restassem formalmente atendidas as prescrições do art. 170.

(...)

30. Daí decorre, em definitivo, que não se mostraria compatível com o dado normativo vigente a adoção pela administração da companhia de procedimento de precificação que, sendo vulnerável a manipulações, fosse inapto a traduzir o valor econômico das ações.

31. Nada obstante, tendo em vista os estritos limites deste processo sancionador, não me parece necessário apreciar se, de fato, o procedimento de precificação adotado pela administração da Teka contrariou as disposições da Lei nº 6.404/1976. Isto porque, ainda que fossem procedentes os argumentos da SEP, não seria possível, a meu ver, vislumbrar qualquer prática não equitativa. Afinal, o fato de o período de precificação ter sido curto e posterior ao anúncio do aumento de capital, bem como o fato de ter sido utilizada a média simples da cotação de fechamento dos pregões, não indicam que a Ekika tenha sido colocada em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação. Ao reverso, ainda que se admitam as irregularidades apontadas pela SEP, o procedimento de precificação, em si, não estabeleceu distinções entre os subscritores do aumento de capital.¹⁰³

Isto não afasta, obviamente, a sujeição do emissor às regras como qualquer outro agente quando ela negocia no mercado, com os seus valores mobiliários ou de terceiros, o que demanda especial atenção às regras relativas às negociações de valores mobiliários de sua própria emissão.

¹⁰³ Caso Teka – PAS CVM nº RJ2012/13605, j. em 23.08.2016. Voto vencedor do diretor-Relator Pablo Renteria.

Quando se considera o grande papel que as informações desempenham sobre os preços dos valores mobiliários, a atuação de profissionais da área demanda dupla atenção: em primeiro lugar, é preciso cautela para não limitar a liberdade indispensável ao pleno exercício de relevantes atividades, em segundo lugar, é preciso considerar o potencial desses agentes na repressão a abusos de mercado.

O caso da manipulação da Libor foi trazido a público por jornalistas e economistas, o que leva à conclusão de que o acompanhamento de potenciais manipulações não deve ficar restrito a órgãos reguladores ou mesmo autorreguladores¹⁰⁴. Nesse cenário, o acesso a informações sobre os mercados deve ser repensado, para ponderar o interesse público existente com relação a tais informações, sem prejuízo do sigilo financeiro, tutelado pela Lei Complementar nº 105 e da necessária discussão a respeito do direito de propriedade sobre as informações acerca das negociações realizadas em mercados organizados.

A sugestão de um novo órgão à moda do FASB, como proposta por Samuel Posnick, mencionada acima, embora não seja necessária para o estabelecimento de regras sobre manipulação, pode ser útil para potencializar a fiscalização e punição de práticas semelhantes.

1.1.4 Abrangência da regulação

A extensiva globalização dos mercados financeiros torna a regulação puramente local cada vez mais limitada. Embora geralmente a regulação ainda ocorra no plano principalmente nacional (com a notável exceção da União Europeia), a contínua globalização dos mercados aumenta a cada dia a necessidade de considerar os efeitos transnacionais das práticas de mercado e dos reguladores. Portanto, considerações sobre estruturas regulatórias precisam tratar da mesma forma da esfera internacional.

No entanto, mais importante do que conceitos comuns, o ponto principal para a evolução no sentido de uma regulação global provavelmente passará antes pela necessidade de uniformização de dados (especialmente no que se refere à identificação dos investidores). Já há esforços da FINRA e da SEC nesse sentido. Segundo Janet Austin,

¹⁰⁴ 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. 405.

Estados Unidos, Canadá e Austrália realizariam fiscalização em mercados de diferentes nacionalidades, mas o mesmo não ocorreria na Europa¹⁰⁵.

A maioria dos reguladores são signatários do memorando multilateral da IOSCO, que embora facilite o compartilhamento de informações para fins de regulação, inclusive das vedações ao *insider trading* e à manipulação, não estabelece uma estrutura de fiscalização sistemática de abusos¹⁰⁶.

Neste sentido, algumas entidades com papel relevante, como a *Investment Industry Regulatory Organization of Canada* – IIROC e a *Financial Industry Regulatory Authority* – FINRA, integram o *Intermarket Surveillance Group* (ISG), que poderia ser igualmente um foro adequado para tanto, mas carece de transparência em suas regras e procedimentos. Além disso, limitações quanto a quem pode se associar e ao compartilhamento de informações com terceiros constituem óbices a que o ISG possa ter papel relevante como regulador. Diante de tais limitações, Jane Austin considera como candidata principal para tal papel a IOSCO que, em sua opinião, deveria assumir papel mais ativo na viabilização do compartilhamento de informações¹⁰⁷.

1.1.5 Técnicas de regulação

Diferentes modalidades de regulação podem ser empregadas para disciplinar os abusos no mercado de capitais, independentemente de quem seja o ente regulador. Não se pretende aqui executar revisão ampla do tema, mas tão somente examinar as diferentes técnicas de regulação, explorando as vantagens e desvantagens de cada modalidade, especificamente com relação aos abusos no mercado de capitais.

A principal divisão teórica de modalidades regulatórias se dá entre a regulação *ex ante* e *ex post*, ou preventiva e punitiva, sendo a primeira eficaz para lidar com cenários de manipulação ampla e disseminada (impondo restrições maiores para o mercado) e a

¹⁰⁵ 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. 275.

¹⁰⁶ 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. 278-279.

¹⁰⁷ 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. 278-280.

segunda mais adequada para endereçar situações em que tais práticas são raras¹⁰⁸. As duas não são excludentes e um quadro normativo eficiente deve recorrer a uma composição de técnicas distintas.

A arquitetura contemporânea da regulação de valores mobiliários conta com um grande componente preventivo, por meio: a) da supressão de ferramentas que viabilizam abusos; b) das regras de divulgação de informações e c) da exigência de autorização prévia para (i) a atuação de determinados participantes do mercado, (ii) a oferta pública e a negociação de valores mobiliários, e (iii) o exercício de determinadas atividades.

Há, por outro lado, normas que tipificam o comportamento indesejável e lhe atribui sanções, aqui mencionadas como *ex post* ou punitivas. Isto porque, embora tais normas também visem a desestimular práticas indevidas, a incidência das regras propriamente ditas ocorre apenas depois de consumado o ato (seu efeito preventivo, portanto, está limitado ao temor que inspire no potencial infrator e, em relação aos intermediários, ao dever imposto de impedir que ocorram¹⁰⁹).

Uma outra classificação das técnicas de regulação, ainda que limitada ao âmbito dos mercados de futuros, é formulada por Easterbrook, dividindo as modalidades entre punição de comportamento monopolista ou manipulativo; administração de contratos futuros e proibição de contratos que o regulador repete suscetíveis a manipulação¹¹⁰.

¹⁰⁸ 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. S123.

¹⁰⁹ No sentido de que tais normas possuem caráter de estratégia *ex ante* de regulação, por considerar o ilícito antes que aconteça, Taimi Haensel afirma, em relação à ICVM nº 8, que “a vedação das operações que lista (...) é modo de regulação *ex ante*. Isso porque o foco é no impedimento do ilícito, por isso o regulador se vale de estratégia antecipatória. Em face da gravidade das condutas, o ordenamento jurídico estabelece sanções suficientemente fortes para dissuadir os sujeitos mencionados na lei de tomarem parte no ilícito.” (A **Figura dos Gatekeepers**. São Paulo: Almedina, 2014, pp. 232-233).

¹¹⁰ A primeira modalidade é a predominante na maioria dos mercados, e consiste justamente na concessão de razoável liberdade às bolsas no fornecimento de produtos e na adoção de medidas protetivas, incumbindo a uma agência reguladora ou a um órgão judicial tomar as medidas para punir eventuais condutas abusivas. A segunda modalidade consiste em atribuir às bolsas a fixação livre dos contratos que serão oferecidos, requerendo que estabeleçam medidas de proteção contra manipulação como regras de divulgação e limites de posição, sendo que a autoridade reguladora atribui grande parte da definição das regras às bolsas. A terceira modalidade requer não apenas que a bolsa demonstre que os contratos não estão sujeitos a manipulação, mas também que atendem ao interesse público.

Os custos da primeira modalidade (combate ao monopólio ou manipulação) seriam os menores, sendo superiores no segundo caso (administração de contratos) porque o regulador poderia exigir medidas excessivas das bolsas, enquanto a terceira modalidade (proibição de condutas) seria a mais custosa e provavelmente injustificável, porque se os custos decorrentes do risco de manipulação excedessem os benefícios os contratos nem chegariam a ser negociados. (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. S120-S121).

As limitações de normas proibitivas na prevenção adequada de todas as práticas abusivas no mercado indicam ser conveniente a avaliação das alternativas estruturais para a regulação deste tipo de fenômeno¹¹¹.

A CVM já mencionou que a finalidade de certas normas é justamente estabelecer mecanismos para prevenir operações irregulares, com a importante ressalva de que não há associação necessária entre a violação de tais regras e práticas propriamente abusivas:

“2. A CVM, ao estabelecer regras como a do § 2º do art. 6º da já revogada Instrução CVM n.º 387/2003, ou como as dos artigos 22 e 23 da Instrução CVM n.º 505, de 27.9.2011, objetiva, entre outros, reduzir o espaço para que se realizem “operações fraudulentas” ou “práticas não equitativas”.

“3. Isso não significa, contudo, que haja uma associação necessária entre o desrespeito às regras “procedimentais” acima mencionadas e o desrespeito às regras “materiais” como, por exemplo, as da Instrução CVM n.º 8/1979 – tanto pode ocorrer uma “operação fraudulenta” ou uma “prática não equitativa” sem que haja, também, uma infração às Instruções CVM n.º 387/2003 e n.º 505/2011; como também é possível que ocorra uma infração às regras “procedimentais” independentemente de uma “operação fraudulenta” ou de uma “prática não equitativa”¹¹².

Dentre as alternativas estruturais, pode-se mencionar a disciplina dos intermediários e a limitação de acesso ao mercado.

No âmbito da disciplina dos intermediários, a *Market Access Rule*, adotada pela SEC, determina que os intermediários que conectam investidores devem estabelecer um sistema de gestão de risco. Um caso em que tal regra gerou efeitos significativos foi o da Knight Capital, punida por negligência quando transmitiu milhares de ordens por engano. Foram levadas em consideração para a aplicação de penalidade a falha dos empregados ao não reagir a diversos e-mails informando falhas no mecanismo de roteamento de ordens, bem como a indevida confiança no monitoramento humano¹¹³.

No Brasil, diversas regras impõem deveres assemelhados aos intermediários. A Instrução CVM n.º 505 dispõe sobre o tema atribuindo ampla competência regulamentar às entidades administradoras de mercados organizados¹¹⁴. A Instrução CVM n.º 380/02, por

¹¹¹ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). *Virginia Law Review*, n.º 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, p. 50.

¹¹² Caso Oswald – PAS CVM n.º SP2007/0113, j. em 26.03.2013. Voto vencedor do Relator Otavio Yazbek.

¹¹³ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). *Virginia Law Review*, n.º 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, pp. 22-23.

¹¹⁴ Por exemplo nos seguintes dispositivos, incluído aqui também o art. 18 pelo enfoque em conexões automatizadas:

exemplo, trata das operações por meio da rede mundial de computadores e impõe responsabilidade aos intermediários:

Art. 7º Compete às corretoras eletrônicas garantir a segurança e o sigilo de toda a informação sobre seus clientes, suas ordens de compra ou venda de valores mobiliários e sua carteira de valores mobiliários, bem como sua comunicação com os clientes, devendo utilizar elevados padrões tecnológicos de segurança de rede.

Art. 8º As corretoras eletrônicas são responsáveis pela operacionalidade de seus sistemas, ainda que os mesmos sejam mantidos por terceiros.

Outra modalidade de regulação estrutural consiste na limitação de velocidades de negociações, que pode ser considerada uma forma de conter os danos da disseminação de mentiras¹¹⁵.

A supressão das ferramentas empregadas para a manipulação também é um modo de combate aos abusos, e teria sido um dos mecanismos para impedir a atuação dos *pools* adotados pela regulamentação norte-americana, inclusive negando acesso a informações sobre ordens constantes dos livros dos especialistas¹¹⁶. No cenário atual, medidas semelhantes podem ser necessárias para conter determinadas práticas que levam alguns investidores a buscar *dark pools*.

“Art. 15. O intermediário pode receber ordens de seus clientes por meio de conexões automatizadas com os sistemas eletrônicos de negociação dos mercados organizados, de acordo com as condições e regras estabelecidas pelas entidades administradoras de mercados organizados.

“Art. 16. O intermediário e o administrador de carteira não residentes somente podem ser usuários de terminais de sistemas automatizados se atenderem aos seguintes requisitos:

“I – ter sede em país cujo órgão regulador do mercado de valores mobiliários tenha celebrado com a CVM acordo de cooperação mútua que permita o intercâmbio de informações financeiras de investidores, ou seja, signatário do memorando multilateral de entendimento da International Organization of Securities Commissions – IOSCO; e

“II – estar registrado em seu país de origem como intermediário ou administrador de carteira.

“Art. 17. As entidades administradoras de mercados organizados devem adotar regulamento sobre o funcionamento das conexões automatizadas.

“§ 1º As entidades administradoras devem submeter à aprovação da CVM o regulamento de que trata o caput.

“§ 2º Nas regras de que trata o caput, as entidades administradoras de mercado organizado devem estabelecer que os intermediários que não sejam pessoas autorizadas a operar se submetam, por meio de disposição contratual expressa, ao seu poder de autorregulação, em relação às regras sobre a utilização de sistemas eletrônicos de conexões automatizadas.

“Art. 18. As operações realizadas por meio de conexões automatizadas devem ser supervisionadas pelas entidades administradoras e pelo departamento de autorregulação.

“Parágrafo único. O departamento de autorregulação deve incluir as operações de que trata o caput no seu programa de trabalho.”

¹¹⁵ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). *Virginia Law Review*, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, p. 54.

¹¹⁶ 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. 410.

Algumas medidas mais específicas já foram adotadas pela NYSE, tanto no que se refere à limitação do uso de computadores (embora os parâmetros adotados no passado – o exemplo em questão é de 1987 – dificilmente sirvam de referência para o presente ou o futuro, dada a contínua evolução tecnológica) quanto à escolha do leilão de abertura no lugar do de fechamento para fixar a liquidação de determinados contratos¹¹⁷.

Por outro lado, a imposição de procedimentos próprios para a realização de operações com volumes significativos e potencial impacto sobre os preços, como previstos na regulamentação brasileira (por exemplo na Instrução CVM nº 168, e também na regulamentação da B3), representa um dos mais poderosos mecanismos para prevenir os efeitos adversos que negociações de grandes lotes poderiam ter sobre a formação dos preços.

Já se cogitou impor a operadores de *internet* a responsabilidade por potenciais abusos no âmbito do mercado de capitais. A perspectiva de êxito na implementação de tal regulamentação já era reconhecidamente irreal na época de tais propostas (1999) e hoje ainda mais dificilmente se poderia atribuir o papel de *gatekeepers* a tais instituições¹¹⁸.

A regulação *ex ante* para abusos de mercado está sujeita a críticas quanto aos limites de posições impostas, com o fim de reduzir o potencial destes influenciarem tais mercados, por vezes excessivos; e à exigência de demonstrar *a priori* que um contrato não seria passível de manipulação, o que imporá tal prova em uma circunstância na qual o dado mais importante – o histórico de negociação –, ainda não está disponível¹¹⁹.

Em favor da regulação *ex post*, sustenta-se serem facilmente identificáveis as práticas manipulativas (questão controvertida, como examinado adiante). No âmbito específico dos mercados futuros, Easterbrook menciona, ainda, que uma manipulação não divulgada seria uma manipulação mal sucedida¹²⁰. Por tais razões, seria reduzida a probabilidade de uma conduta abusiva passar despercebida ou impune, sobretudo as manipulações com grandes efeitos, que são justamente aquelas mais importantes de coibir.

Considera-se, ainda, que manipuladores normalmente precisam possuir recursos vultosos (raciocínio potencialmente válido para manipulações por negociação, mas não por informação), razão pela qual o Estado pode puni-los *a posteriori*, inclusive aplicando

¹¹⁷ 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. 427.

¹¹⁸ TOROSS, Nancy. Double-Click on This: Keeping Pace with On-Line Market Manipulation, 32 **Loy. L.A. L. Rev.** 1399 (1999), p. 1443.

¹¹⁹ PIRONG, Stephen Craig. The self-regulation of commodity exchanges: the case of market manipulation 38 **J.L. & Econ.** 141 1995, pp. 196-197.

¹²⁰ 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. S107.

severas penalidades financeiras¹²¹. Nesse cenário, Pirrong afirma que a regulação *a posteriori* seria a mais aconselhável, sendo válido considerar que a regulação *ex ante* demandaria significativos recursos para o constante monitoramento, enquanto a regulação *ex post* só demandaria recursos se e quando houvesse manipulação e a necessidade de puni-la¹²² (não se pode, contudo, subestimar os custos para a detecção de práticas abusivas e para processar, ainda que administrativamente, os responsáveis).

Dentro dos conceitos de regulação *ex post*, Andrew Verstein separa as abordagens americana e europeia, identificando na primeira maior liberdade de atuação, com hipóteses de ações públicas e privadas para responsabilizar atuações indevidas e uma menor flexibilidade na segunda, na qual haveria regulamentação ampla do setor¹²³.

Outra possível dicotomia contrapõe regulação genérica *versus* específica. A discussão sobre repressão genérica tem, nos Estados Unidos, o exemplo da pouca utilização da Seção 9 em comparação com a Seção 10¹²⁴, a qual, embora sujeita a razoável controversa doutrinária, tem sido lida como uma proibição genérica de manipulação.

Há quem considere que a ambiguidade da norma da Seção 10 contribuiria para sua sobrevivência¹²⁵, mas é preciso ponderar que a sobrevivência não significa em si algo mais útil socialmente. Na história, abundam regras injustas que duraram muitos anos, como todas aquelas que não reconheceram a igualdade entre os seres humanos.

Ainda no âmbito de uma proibição genérica, sem especificar as condutas, há a possibilidade de estabelecer a vedação apenas com base no resultado, ou estabelecer também como requisito a intenção do investidor¹²⁶, elementos serão examinados em maior detalhe adiante.

A referência à regulação específica admite dois sentidos: o primeiro de estabelecer condutas, e o segundo de regular condutas particulares, com o fim, inclusive, de coibir a manipulação, como ocorre no âmbito de ofertas públicas: Bagnoli e Lipman citam as vedações às desistências de ofertas públicas na Austrália e na Espanha e a proibição de

¹²¹ PIRRONG, Stephen Craig. The self-regulation of commodity exchanges: the case of market manipulation 38 *J.L. & Econ.* 141 1995, pp. 197-198.

¹²² PIRRONG, Stephen Craig. The self-regulation of commodity exchanges: the case of market manipulation 38 *J.L. & Econ.* 141 1995, pp. 197-198.

¹²³ VERSTEIN, Andrew. Benchmark Manipulation. 56 *B.C. L. Rev.* 215 2015, pp. 250-251.

¹²⁴ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, p. 292.

¹²⁵ LANGEVOORT, Donald C. Rule 10b-5 as an Adaptive Organism, 61 *Fordham L. Rev.* 57 (1993).

¹²⁶ NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 *Val. U. L. Rev.* 1169 (2008), pp. 1198-1199.

vendas por um ofertante durante o período da oferta na Itália e na África do Sul¹²⁷. O Brasil conta com regras específicas vedando tanto a desistência da oferta (art. 4º, IX¹²⁸ da ICVM nº 361) quanto a venda de ações pelo ofertante (art. 15-A¹²⁹ da ICVM nº 361), bem como a cobertura de empréstimos de ações no âmbito de ofertas de distribuição (art. 1º¹³⁰ da ICVM nº 530). Algumas dessas regras estão sujeitas a controvérsias, porque vedam operações que poderiam ser benéficas¹³¹ e podem elevar o desconto na emissão de novas ações, tornando-a mais custosa para o próprio emissor¹³².

No que se refere à regulação específica, a doutrina expõe o receio de que ela deixe em aberto lacunas que permitam práticas danosas, sobretudo quando a evolução das práticas é mais dinâmica que a das regras¹³³.

Em sentido semelhante, metodologias objetivas de *benchmarks* são reputadas facilitadoras de manipulação, por deixarem claro para os manipuladores os limites que devem observar para escapar ilesos¹³⁴. Essa, porém, não é, a nosso ver, a consequência necessária de uma regulação específica, mas de uma regulação deficiente: não se pode justificar a adoção de regras vagas sob a justificativa de dificultar a burla à norma. As regras contra a fraude à lei existem justamente para prevenir esse tipo de comportamento.

¹²⁷ BAGNOLI, Mark; LIPMAN Barton L. Stock Price Manipulation Through Takeover Bids. **The RAND Journal of Economics**. Vol. 27, N. 1 (Spring, 1996), p. 138.

¹²⁸ “IX – a OPA será imutável e irrevogável, após a publicação do edital, exceto nas hipóteses previstas no art. 5º.”

¹²⁹ O qual inclui outras limitações, como expressamente previsto:

“Art. 15-A Durante o período da OPA, é vedado ao ofertante e pessoas vinculadas:

“I – alienar, direta ou indiretamente, ações da mesma espécie e classe das ações objeto da OPA;

“II – adquirir ações da mesma espécie e classe das ações objeto da OPA, em se tratando de OPA parcial; e

“III – realizar operações com derivativos referenciados em ações da mesma espécie e classe das ações objeto da OPA. Parágrafo único. A proibição prevista no inciso I do caput não impedirá o ofertante de alienar suas ações para terceiros no leilão.”

¹³⁰ “Art. 1º Fica vedada a aquisição de ações, no âmbito de ofertas públicas de distribuição de ações, por investidores que tenham realizado vendas a descoberto da ação objeto na data da fixação do preço da oferta e nos 5 (cinco) pregões que a antecedem.”

¹³¹ GERARD, Bruno; NANDA, Vikram. Trading and Manipulation Around Seasoned Equity Offerings. **The Journal of Finance**, Vol. 48, No. 1 (Mar., 1993), p. 234.

¹³² GERARD, Bruno; NANDA, Vikram. Trading and Manipulation Around Seasoned Equity Offerings. **The Journal of Finance**, Vol. 48, No. 1 (Mar., 1993), p. 237.

¹³³ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 **Cornell L. Rev.** 219 1993-1994, p. 297.

¹³⁴ VERSTEIN, Andrew. Benchmark Manipulation. 56 **B.C. L. Rev.** 215 2015, pp. 266-267.

1.1.6 Identidade dos regulados

Um aspecto fundamental quando se trata da regulação dos mercados de valores mobiliários diz respeito à identidade dos regulados.

Já se propôs que a regulação de bolsas de *commodities* deveria ter por princípio o favorecimento de *hedgers* face a especuladores, o que estaria em linha com os princípios econômicos que fundamentam a regulação deste mercado. Tal procedimento evitaria, ainda, que competisse à agência reguladora a tarefa política de disciplinar conflitos de interesses¹³⁵.

Por outro lado, também já se cogitou de regulações que levassem em conta com mais atenção a racionalidade e irracionalidade dos investidores e que tivessem por base uma avaliação da realidade. No entanto, a adoção de tal regulação, ao menos nos Estados Unidos, é considerada inviável, porque desafiaria o mito do investidor individual que serve de fundamento para toda a regulação¹³⁶.

Nessa linha, mesmo as práticas mais tradicionais, como a obrigação de reportar negócios por *insiders* (amplamente adotada em diversos mercados, e no Brasil regulamentada pelo art. 11 da ICVM n° 358), podem gerar efeitos complexos. Assim, embora em um primeiro momento tal prática iniba a divulgação de informações falsas seguida de negociações, porque o mercado consideraria não apenas as declarações, mas também as ações dos administradores, a verdade é que os administradores podem orquestrar as negociações justamente para, por meio da divulgação obrigatória, iludir investidores e maximizar seus ganhos¹³⁷ (o que sugere a reflexão quanto à conveniência de exigir a divulgação prévia, pelos administradores, das negociações que pretendem fazer, e não apenas a divulgação *a posteriori*, como ocorre atualmente).

A regulação tendo por base agentes específicos faz sentido quando se considera ser mais provável que determinados atores pratiquem atos de manipulação no lugar de outros¹³⁸.

¹³⁵ POSNICK, Samuel D. A Merry-Go-Round of Metal and Manipulation: Toward a New Framework for Commodity Exchange Self-Regulation. 100 **Minn. L. Rev.** 441 2015, p. 472.

¹³⁶ 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. 173.

¹³⁷ JOHN, Kose; NARAYANAN, Ranga. Market Manipulation and the Role of Insider Trading Regulations. **The Journal of Business**, Vol. 70, No. 2 (April 1997), pp. 239-240.

¹³⁸ AGGARWAL, Rajesh K.; WU, Guojun. Stock Market Manipulations. **The Journal of Business**, Vol. 79, No. 4 (July 2006), p. 1917, consideram como prováveis manipuladores partes potencialmente informadas, tais como *insiders*, corretores, *underwriters*, grandes acionistas e formadores de mercado.

Uma modalidade de atuação neste caso seria a exclusão de participantes. Diante da constatação de que em muitos casos os efeitos danosos de determinadas práticas estariam restritos a certos investidores, que seriam incapazes de se proteger, uma alternativa, no lugar de fechar mercados inteiros, seria limitar o seu acesso apenas a investidores qualificados¹³⁹.

O exemplo acima trata da exclusão de potenciais vítimas. Pode-se também buscar excluir potenciais infratores: o *Securities Exchange Act* implementou medidas destinadas a incentivar o afastamento do mercado de pessoas que buscam apenas alterações nos preços. Exemplos destas medidas incluem as regras que permitem à autoridade reguladora proibir o uso de recursos emprestados, as regras sobre negociações de curto prazo e vendas a descoberto, bem como as normas destinadas a impedir que intermediários fomentem os instintos especulativos dos investidores¹⁴⁰.

1.1.7 Reparação de danos

Um aspecto frequentemente relegado a segundo plano nas discussões relativas aos abusos no mercado diz respeito ao recebimento de eventuais sanções pecuniárias aplicadas a manipuladores. Alguns doutrinadores mencionam que, em determinados casos, os manipuladores precisaram necessariamente dispor de elevados recursos, o que permitiria que indenizassem eventuais prejudicados. Tal constatação, porém, não soluciona os casos em que os manipuladores não dispõem de tais recursos, que também existem.

Uma proposta interessante contempla a criação de um fundo destinado a reparar perdas decorrentes de práticas disruptivas no mercado¹⁴¹. Tal estrutura já é adotada em outras esferas do sistema financeiro, como é o caso do Fundo Garantidor de Créditos¹⁴² e

¹³⁹ Nesse sentido, mas sem recomendar a adoção de tal prática para mercados futuros, em razão de considerar não haver evidência de que as bolsas não regulem a matéria adequadamente, cf. 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. S125.

¹⁴⁰ 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. 409.

¹⁴¹ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). **Virginia Law Review**, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, p. 52.

¹⁴² Nos termos do art. 2º do Anexo I à Resolução nº 4.469/16, “o FGC tem por finalidades: I - proteger depositantes e investidores no âmbito do sistema financeiro, até os limites estabelecidos pela

do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos¹⁴³. Nos Estados Unidos, a *Securities Investor Protection Corporation* foi criada, com fundamento no *Securities Investor Protection Act of 1970*, com o fim de garantir a devolução aos investidores de seus ativos na hipótese de insolvência de seu corretor, mas vem sendo pressionada a garantir os interesses de investidores em outras hipóteses¹⁴⁴.

A Lei nº 7.913/89, que dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários, prevê o depósito das importâncias decorrentes da condenação em conta remunerada, à disposição do juízo, até a habilitação do investidor, convocado mediante edital, para receber a parte que lhe caiba (art. 2º), mas nesse caso o ressarcimento ainda é contingente à condenação e execução do responsável.

A Medida Provisória nº 784, escolha criticável para proceder à reforma do processo administrativo sancionador no âmbito do Banco Central e da CVM, contemplava a criação de um Fundo de Desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários, com o objetivo de promover o desenvolvimento do mercado mobiliário e a inclusão financeira, por meio de projetos da Comissão de Valores Mobiliários, ao qual seriam destinados os recursos recolhidos pela Comissão de Valores Mobiliários em decorrência da assinatura do termo de compromisso, mas sem contemplar a indenização de investidores. A Medida Provisória, contudo, não foi aprovada no prazo constitucional, e a Lei nº 13.506/17, que ressuscitou alguns de seus dispositivos, manteve no passado o referido Fundo.

Faz sentido que os investidores que adotam as medidas arriscadas envolvidas em formas específicas de negociação sejam chamados a participar da indenização de eventuais prejuízos, porque se eles auferem os benefícios de tais práticas, é justo que partilhem também os custos adicionais que podem gerar para o mercado. Esse pode ser um ponto indispensável para regulação dos potenciais danos decorrentes do uso de novas tecnologias

regulamentação; II - contribuir para a manutenção da estabilidade do Sistema Financeiro Nacional (SFN); e III - contribuir para prevenção de crise bancária sistêmica.”

¹⁴³ Disciplinado pela Instrução CVM nº 461, cujo art. 77, *caput*, assim dispõe:

“A entidade administradora de mercado de bolsa deve manter um mecanismo de ressarcimento de prejuízos, com a finalidade exclusiva de assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão de pessoa autorizada a operar, ou de seus administradores, empregados ou prepostos, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa ou aos serviços de custódia, especialmente nas seguintes hipóteses: I - inexecução ou infiel execução de ordens; II - uso inadequado de numerário e de valores mobiliários ou outros ativos, inclusive em relação a operações de financiamento ou de empréstimo de valores mobiliários; III - entrega ao investidor de valores mobiliários ou outros ativos ilegítimos ou de circulação restrita; IV - inautenticidade de endosso em valores mobiliários ou outros ativos, ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à sua transferência; V - intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial pelo Banco Central do Brasil; e VI - encerramento das atividades (...).”

¹⁴⁴ Cf. DOMBALAGIAN Onnig H. Substance and Semblance in Investor Protection. 40 *J. Corp. L.* 599 2014-2015.

(sobretudo quando se considera que, por meio destas tecnologias, um erro pode implicar na emissão equivocada de milhões de ordens, e na celebração de contratos com milhares de investidores, de forma eventualmente até anulável pelas bolsas de valores).

1.2 Operações usualmente consideradas irregulares

Feitas estas considerações preliminares, convém passar ao exame das práticas usualmente evocadas quando se trata de supostos abusos; recolhidas da bibliografia e da jurisprudência consultadas, com o objetivo de enumerá-las e descrever concisamente, sem prévios juízos sobre a precisão dos conceitos ou mesmo maior ponderação sobre a necessidade ou conveniência de sua proibição.

A compilação demonstra a vastidão de ações que foram, ao menos em algum momento, consideradas irregulares.

1.2.1 Pools

Não há uma definição única para *pool*, que corresponde a um conjunto de práticas irregulares, as quais serão examinadas de forma singular ao longo deste capítulo.

De acordo Norman Poser, desde o século XIX as *pools* – que seriam a principal forma de manipulação em 1934, quando da adoção da regulação federal norte-americana – funcionariam essencialmente por meio da atuação de investidores que procuravam tomar ações emprestadas, depois as vender, de modo a reduzir seu preço, para a seguir, ao recomprar tais ações para fazer frente ao empréstimo, pagar valor inferior, ganhando com a diferença. Por outro lado, outros investidores fariam movimento oposto, procurando comprar ações de sorte a elevar seus preços e, controlando a oferta, forçar os que haviam tomado ações emprestadas a pagar o preço que exigissem para fazer frente a seus compromissos, ganhando, portanto, com a posterior venda por valores superiores àqueles pagos para comprar as ações¹⁴⁵.

¹⁴⁵ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 U. **Miami L. Rev.** 671 1985-1986, pp. 691-692.

Como um exemplo da imprecisão já mencionada, pools eram também denominadas *rings*¹⁴⁶. Na doutrina contemporânea, porém, a expressão *ring* é raramente utilizada.

Segundo um artigo publicado em 1937 na *Yale Law Review*, o funcionamento típico de uma *pool* seria bem mais complexo que o anteriormente exposto, envolvendo a escolha de títulos com apelo mercadológico e oferta controlável, operações com opções; o uso de informações a respeito das condições de mercado do valor mobiliário, obtidas por meio do acesso aos dados não públicos dos livros de um especialista (a quem incumbia, na bolsa de Nova Iorque, criar um mercado para o título); a realização de operações que aparentam ser entre diferentes partes, mas envolvem uma mesma pessoa, ou duas ou mais atuando em conjunto. Envolveria, ainda, a divulgação de rumores e informações falsas, eventualmente com a participação dos administradores da companhia cujas ações estavam sendo manipuladas, e que por vezes atuavam em conluio com os manipuladores, de corretores que influenciavam os negócios de seus clientes e de columnistas financeiros que orientariam suas opiniões sobre os valores mobiliários de modo a servir aos fins do *pool*¹⁴⁷.

Outra descrição detalha os procedimentos utilizados para disseminar informações falsas, desde o boca-a-boca até corretores subornados, passando pela cooperação de jornalistas de informações financeiras: administradores da companhia a ser manipulada e operadores da bolsa, incluindo o especialista na ação, começariam comprando opções e depois empregariam artifícios para criar uma ilusão apta a atrair terceiros para o mercado, tais como espalhar informações falsas sobre os resultados ou as operações da empresa, recorrendo a corretores e jornalistas¹⁴⁸ venais que, sem divulgar seu interesse pessoal, recomendavam a ação¹⁴⁹.

Dentre os relatos de parcerias entre manipuladores e jornalistas, a doutrina identifica casos em que ganhos significativos decorrentes do resultado de tais práticas eram repartidos¹⁵⁰.

¹⁴⁶ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 *U. Miami L. Rev.* 671 1985-1986, p. 692.

¹⁴⁷ Comment, Market Manipulation and the Securities Exchange Act, 46 *YALE L. J.* 624, 626-28 (1937). *Apud* FISCHER, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, pp. 536-537.

¹⁴⁸ Cf. 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.

¹⁴⁹ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 *U. Miami L. Rev.* 671 1985-1986, p. 694.

¹⁵⁰ ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Stock-Price Manipulation. *The Review of Financial Studies*, Vol. 5, No. 3 (1992), p. 505.

Uma descrição mais sintética atribui às *pools* o uso de *wash sales*, *matched orders* e *touting*, para o fim de viabilizar a venda de seus ativos por valores inflados¹⁵¹.

Talvez em razão da importância que a divulgação de informações tinha em tais esquemas, alguns autores chegam a tratar o *trading pool* como a simples prática de comprar a ação, divulgar rumores favoráveis acerca do seu emissor, com o fim de elevar os preços e vender os títulos com lucro¹⁵².

No entanto, há quem considere o aspecto informacional não essencial no âmbito das *pools*, pois estas poderiam empregar em suas estratégias tanto informações verdadeiras quanto falsas, desde que lhes fosse conveniente, e utilizariam, como estratégia básica, a mera compra para elevar preços e a venda para os reduzir, recorrendo assim à “força bruta” de recursos concentrados¹⁵³ (analisar-se-á adiante com mais vagar a discussão acerca da viabilidade da manipulação por mera negociação).

Outra estratégia adotada pelas *pools*, em conjunto com algumas daquelas expostas anteriormente, seria a obtenção de um compromisso, pelos titulares de participações relevantes, de que não venderiam suas participações durante a atuação do *pool*. Com tal prática, ampliavam seu potencial de influenciar os preços de um valor mobiliário que, de início, já era selecionado dentre os menos negociados. Esta e as outras práticas identificadas como destrutivas pelo Congresso americano tornar-se-iam ilegais ou reguladas na lei de valores mobiliários, segundo expõe Steve Thel¹⁵⁴.

O resultado das *pools*, por sua vez, em uma síntese não desprovida de certo lirismo, consistiria meramente em fazer com que o *ticker* da bolsa contasse uma história falsa¹⁵⁵.

Acreditava-se que as *pools* eram disseminadas nos mercados americanos antes da quebra de 1929. Aponta-se que apenas naquele ano 105 ações teriam sido não apenas objeto de *pools*, mas de *pools* administradas por membros da própria bolsa de Nova Iorque¹⁵⁶, número este que subestimaria a quantidade real, porque baseado em um

¹⁵¹ MOOS, Damian. Pleading around the private securities litigation reform act: reevaluating the pleading requirements for market manipulation claims. 78 *S. Cal. L. Rev.* 763 2004-2005, p. 766.

¹⁵² ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Stock-Price Manipulation. *The Review of Financial Studies*, Vol. 5, No. 3 (1992), p. 505.

¹⁵³ THEL, Steve. The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act. 42 *Stan. L. Rev.* 385 1989-1990, p. 413.

¹⁵⁴ 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, pp. 409-410.

¹⁵⁵ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 *U. Miami L. Rev.* 671 1985-1986, p. 695.

¹⁵⁶ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 *U. Miami L. Rev.* 671 1985-1986, pp. 696-697.

questionário que indagava acerca apenas de *pools* com ações de companhias que apresentassem um volume significativo de negociação¹⁵⁷.

Por esse motivo, são consideradas como a causa da legislação norte-americana contra a manipulação, e também de normas posteriores específicas, como aquelas relativas à estabilização de preços¹⁵⁸.

Dessa forma, *pools* têm um papel fundamental quando se busca interpretar a intenção do Congresso americano ao adotar as primeiras medidas federais contra a manipulação de mercados. No entanto, como visto, não há, mesmo para um fenômeno tão antigo e relevante, um conceito único.

Estudos mais recentes sobre as *pools* examinadas por ocasião dos debates que levaram à edição das leis de valores mobiliários norte-americanas, na década de 1930, têm colocado em questão a efetiva preponderância dos *pools* na época da quebra da bolsa de Nova Iorque, questionando as evidências de que promoveriam manipulação de mercado¹⁵⁹.

Sustenta-se que o padrão de preços não corresponderia ao que seria de se esperar da manipulação promovida por *pools*, e que haveria pouca ou nenhuma evidência adicional de sua real existência¹⁶⁰.

A despeito de todo o exposto, há escassez de estudos sistemáticos acerca das *pools*, sendo que o relatos são em sua maioria, como se constatou, de casos concretos. As próprias quedas nos preços ocorridas em 1929, consideradas à época como decorrentes de manipulação podem, na verdade, ter sido o resultado da retração na economia real¹⁶¹.

Em suma, *pools* na verdade são conjuntos de condutas que podem ser analisadas individualmente, praticadas com o intuito de manipular preços. Surpreendentemente, há controvérsia até mesmo quanto à sua existência como efetivos atores de distorção dos preços, embora tenham constituído uma das principais matérias de indagação pelo Congresso norte-americano por ocasião da adoção inicial das leis federais de valores

¹⁵⁷ MAHONEY, Paul G. The stock pools and the Securities Exchange Act. *Journal of Financial Economics* 51 (1999) 343–369, p. 349.

¹⁵⁸ 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, p. 3).

¹⁵⁹ MAHONEY, Paul G. The stock pools and the Securities Exchange Act. *Journal of Financial Economics* 51 (1999) 343–369. O mesmo autor já havia observado anteriormente que a ausência de retornos anormais que seriam esperados no caso de manipulação (MAHONEY, Paul G. The Exchange as Regulator. 83 *Va. L. Rev.* 1453 1997, p. 1473).

¹⁶⁰ 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, p. 3.

¹⁶¹ FISCHER, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, p. 537.

mobiliários¹⁶².

Essas considerações são relevantes não apenas porque demonstram a necessidade de maior estudo sobre o tema, mas porque aconselham cautela ao examinar as afirmações quanto à ocorrência mais ou menos generalizada de determinadas práticas abusivas, em vista da ausência de consenso.

1.2.2 Touting

Uma forma elementar de manipulação consiste na divulgação de informações falsas com o objetivo de influenciar as negociações por terceiros, denominada *touting*¹⁶³. Embora seja possível a manipulação por meio exclusivamente de *touting*, esta prática é frequentemente adotada em conjunto com outras¹⁶⁴.

Com a *internet*, um mundo de possibilidades se abriu para a divulgação de informações com o fim de influenciar preços de valores mobiliários. Já em 1988 a SEC tomou providências contra este tipo de abuso, processando dezenas de empresas supostamente envolvidas em práticas irregulares¹⁶⁵.

Em outro caso, ocorrido em 2000, um adolescente celebrou acordo com a SEC para devolver parte dos ganhos obtidos negociando ações a respeito das quais tecia comentários na *internet*. O acusado, Jonathan Lebed, teria comprado ações com pouca liquidez de empresas do setor tecnológico, e feito várias postagens, em diferentes endereços eletrônicos, elogiando as ações, inicialmente com algumas informações precisas e depois prevendo elevadíssimas valorizações. A questão relevante, porém, a ser demonstrada pela SEC em juízo se o caso não tivesse sido resolvido consensualmente, é se realmente terceiros poderiam se fiar em comentários vagos feitos de forma anônima na *internet*, quando em outros casos envolvendo a legislação de valores mobiliários os tribunais norte-

¹⁶² 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, p. 5.

¹⁶³ MOOS, Damian. Pleading around the private securities litigation reform act: reevaluating the pleading requirements for market manipulation claims. 78 **S. Cal. L. Rev.** 763 2004-2005, p. 766.

¹⁶⁴ Cf. BLOOMENTHAL, Harold S. Market-makers, manipulators and shell games. 45 **St. John's L. Rev.** 597 1970-1971, p. 614, referindo-se a *touting* como forma de recomendações feitas na imprensa por pessoas pagas com esta finalidade.

¹⁶⁵ TOROSS, Nancy. Double-Click on This: Keeping Pace with On-Line Market Manipulation, 32 **Loy. L.A. L. Rev.** 1399 (1999), p. 1422.

americanos já consideraram que não gerariam responsabilidades declarações amplas de otimismo, mesmo quando feitas pelos administradores das companhias¹⁶⁶.

1.2.3 Pump and dump ou scalping

A prática de *pump and dump* é conceituada como a compra de valores mobiliários, seguida da difusão de notícias falsas com o fim de elevar preços, de modo a permitir a venda dos valores previamente adquiridos com lucro¹⁶⁷.

Há quem identifique esta operação como uma versão moderna do já antigo *boiler room* (examinado abaixo), encontrando ambiente propício com a facilidade na difusão de informações permitida pela *internet*. Nesse sentido, Toross remete ao caso SEC v. Charles O. Huttoe como um exemplo típico de *pump and dump*, no qual os titulares de ações com diminuta liquidez aumentaram a demanda por meio de *newsletters online*, conversas em *chat rooms* e o uso de *bulletin boards online* (sistemas públicos de mensagens), vendendo-as posteriormente por preços mais elevados. Para a autora, o anonimato viabilizado pela *internet* facilitaria tal prática.¹⁶⁸

Esse conceito, porém, equipara *pump and dump* a *touting*, reduzindo sua utilidade. Por esse motivo, parece mais adequada outra definição, que não menciona expressamente a difusão de notícias falsas, mas apenas atração de liquidez enquanto eleva os preços¹⁶⁹.

O *pump and dump* também é mencionado como *scalping*, embora neste último caso abrangendo não apenas a divulgação de informações falsas, mas também a difusão de informações verdadeiras sem a manifestação de eventual interesse que a pessoa transmitindo a informação tenha no valor mobiliário¹⁷⁰.

Para Nelson Eizirik et. al. o *scalping* teria por premissa a atuação de consultor de investimento, conceituando-o como a “prática mediante a qual um consultor de

¹⁶⁶ 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. 156.

¹⁶⁷ 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), p. 276.

¹⁶⁸ TOROSS, Nancy. Double-Click on This: Keeping Pace with On-Line Market Manipulation, 32 *Loy. L.A. L. Rev.* 1399 (1999), p. 1424.

¹⁶⁹ “(...) In a pump-and-dump scheme the manipulator attracts liquidity to a stock whilst inflating its price so that he can profit from selling the stock at the inflated price. (...)” (COMERTON-FORDE, Carole; PUTNIŅŠ, Tālis J. 2009. *Measuring Closing Price Manipulation*. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=1009001>, acesso em 19 jan. 2016, p. 6).

¹⁷⁰ BOMMEL, Jos Van. Rumors. *The Journal of Finance*. Vol. 58, No. 4 (Aug., 2003), p. 1500.

investimento compra para si valores mobiliários, aconselha seus clientes a fazer o mesmo, e depois vende-os por um preço superior”¹⁷¹.

1.2.4 Boiler room

Uma *boiler room* consiste em uma sala com diversas pessoas fazendo telefonemas não solicitados para oferecer valores mobiliários. Segundo Toross, a despeito do surgimento da *internet*, ainda haveriam (ao menos ao tempo de seu artigo, de 1999), *boiler rooms* tradicionais¹⁷².

Nelson Eizirik et. al. conceituam *boiler room* como a “utilização de processos de venda ‘agressiva’, sem levar em conta as necessidades dos clientes, com o fim de criar uma aparente liquidez para os títulos”¹⁷³.

Como visto anteriormente, consiste simplesmente em uma modalidade específica de *pump and dump*, e uma representação cinematográfica desta prática, baseada em eventos reais, pode ser vista no filme O Lobo de Wall Street, quando Jordan Belfort e sua equipe oferecem ações aos clientes.

1.2.5 Transações fictícias

A lei americana de valores mobiliários proíbe duas diferentes práticas, sob a denominação de transações fictícias: as chamadas *wash sales* e as *matched orders*.

Tais operações, por sua importância conceitual, serão examinadas em separado a seguir.

¹⁷¹ EIZIRIK, Nelson. *et al. Mercado de capitais – regime jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 544.

¹⁷² TOROSS, Nancy. Double-Click on This: Keeping Pace with On-Line Market Manipulation, 32 *Loy. L.A. L. Rev.* 1399 (1999), p. 1409.

¹⁷³ EIZIRIK, Nelson. *et al. Mercado de capitais – regime jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 544.

1.2.5.1 Operações de mesmo comitente - OMC

Operações de mesmo comitente são aquelas que têm a mesma parte nas duas pontas do negócio. Embora não sejam, necessariamente, irregulares, podem ser empregadas com o intuito de iludir o mercado. No acompanhamento dessas operações, busca-se distinguir as operações sistemáticas das eventuais, como consignado na decisão do Colegiado da CVM de 22.05.2012 (Tratamento das operações de mesmo comitente na BM&FBOVESPA – Processo SP2009/0204) que as autorizou.

1.2.5.2 Wash sales

Wash sales são transações feitas sem a intenção de alterar o real beneficiário dos ativos objeto da transação¹⁷⁴, nas quais a mesma parte é compradora e vendedora¹⁷⁵. Trata-se, portanto, de negociação dita simulada (seu enquadramento técnico como operação simulada é abordado adiante), que tem apenas a aparência de uma operação de mercado. Por essa razão, segundo Berle, sempre foram geralmente tratadas como mentiras pelo raciocínio jurídico¹⁷⁶. Não se confundiriam necessariamente com OMCs porque poderiam se realizadas por meio de pessoas com personalidades distintas, ainda que representando um mesmo interesse.

1.2.5.3 Matched orders

O conceito de *matched orders* é exposto por Berle como correspondendo à operação em que um cúmplice coloca uma ordem destinada a casar com a ordem de outra parte¹⁷⁷. A

¹⁷⁴ 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, p. 699.

¹⁷⁵ JACOBS, Arnold S. Regulation of manipulation by SEC Rule 10b-5. 18 *N. Y. L. F.* 511 1972-1973, pp. 515-516.

¹⁷⁶ BERLE, A. A. *Stock Market Manipulation*. 38 *Colum. L. Rev.* 393 1938, p. 396.

¹⁷⁷ BERLE, A. A. *Stock Market Manipulation*. 38 *Colum. L. Rev.* 393 1938, p. 396.

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, por sua vez, conceitua como acasalamento de ordens, ou *improper matched orders*:

prática que consiste na introdução temporalmente próxima, pela mesma pessoa ou por pessoas diferentes agindo em concertação, de ordens de compra e de venda com o mesmo preço e quantidade (a menos que as transações sejam legítimas por serem efectuadas no âmbito do que é permitido pelas regras do mercado em causa).¹⁷⁸

Semelhante é o conceito proposto por Lowenfels, sem todavia fazer referência à atuação de cúmplices, mas apenas à colocação de ordens de compra e venda de preço e quantidades parecidas, ao mesmo tempo em que se sabe da existência de ordens semelhantes, mas em sentido oposto¹⁷⁹.

Esses conceitos, algo concisos, poderiam abranger, se interpretados literalmente, qualquer ordem (afinal, o comportamento normal no mercado ao colocar uma ordem é justamente esperar que ela encontre outra e o negócio seja celebrado), de modo que cabe ressaltar que o elemento distintivo aqui é a finalidade específica de agredir outra ordem em particular, emitida por outra pessoa agindo em conluio, à qual provavelmente seria preciso acrescentar, ainda, uma finalidade indevida para que se possa efetivamente tratar de irregularidade.

Berle justifica a equiparação entre *matched orders* e *wash sales* no tratamento legal, porque em ambos os casos não haveria real mudança de propriedade, o que seria óbvio, em sua opinião, quando os partícipes fossem solidariamente responsáveis perante os corretores que intermediam as operações. Mesmo na ausência de tal arranjo, a divisão de lucros e perdas seria um indício de tal irregularidade¹⁸⁰.

Embora assemelhadas, pode-se distinguir *matched orders* e *wash sales*. Poser menciona que aquela seria um tom menos enganadora que esta, pois no caso da última a transação registrada no *ticker* da bolsa seria completamente falsa¹⁸¹.

¹⁷⁸ 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.

¹⁷⁹ 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, p. 699.

¹⁸⁰ BERLE, A. A. *Stock Market Manipulation*. 38 *Colum. L. Rev.* 393 1938, p. 396.

¹⁸¹ POSER, Norman S. *Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions*. 40 *U. Miami L. Rev.* 671 1985-1986, p. 695.

Matched orders, portanto, podem ser consideradas negociações celebradas entre agentes em conluio, realizadas com o intuito de iludir terceiros, o que as torna equivalentes ao que também se refere como *concerted trading*¹⁸².

Questão interessante seria se mesmo na ausência daqueles arranjos a que faz referência Berle, haveria irregularidades nas *matched orders*. Em suma, o conceito de *matched orders* parece necessitar de complementação para ser operacional; para tanto é necessário examinar o conceito de artificialidade, o que será feito adiante.

De forma semelhante, poderiam ser aproximadas das *matched orders* as operações realizadas com a finalidade específica e pré-determinada de transferir recursos de uma parte a outra, como já foi objeto de diversos processos perante a CVM, dentre eles o Caso Gradual:

2. Conforme verificado pela Acusação, parcela variável da remuneração de João Marcos Cintra Gordinho (“João Gordinho”), operador da Gradual, era paga por meio de resultados pré-determinados obtidos em operações realizadas, sobretudo, no mercado de Contrato Futuro de Taxa de Câmbio de Reais por Dólar Comercial (“DOL”) em seu nome e em nome de sua esposa, Maria Olívia da Veiga Cintra Gordinho (“Maria Gordinho”).¹⁸³

Tais operações podem merecer status próprio, como visto adiante. Sem prejuízo disso, cabe adiantar, desde logo, que suscitam relevante questões quanto ao seu enquadramento na categoria de criação de condições artificiais de demanda, da qual as transações fictícias aqui mencionadas são consideradas a expressão mais típica, como foi discutido no citado precedente do Caso Gradual.

“24. O primeiro desses elementos é questionado pelos acusados sob o argumento de que, no presente caso, as operações para fins de pagamento da remuneração de João Gordinho seriam realizadas com terceiros independentes e de acordo com parâmetros de mercado. Assim, não poderiam ser consideradas como artificiais ou simuladas.

“25. Segundo os acusados, o tipo “criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço de valores mobiliários” pressuporia o alinhamento de interesses entre as partes das negociações. Como consequência, as operações abrangidas por esse tipo estariam limitadas àquelas conhecidas como “esquenta-esfria”, “troca de chumbo”, “Zé com Zé”, dentre outras, nas quais resultados pré-combinados seriam obtidos por contrapartes atuantes em conluio.

“26. As operações apontadas pelos acusados me parecem ser, de fato, as principais, ou, pelo menos, as mais conhecidas modalidades de criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço de valores mobiliários. Contudo, não encontro nem na regulamentação nem em precedentes desta casa qualquer indicativo de que as operações vedadas pela Instrução CVM nº 8, de 1979, em

¹⁸² 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. 437.

¹⁸³ Caso Gradual – PAS CVM nº 12/2010, j. em 07.10.2014. Voto Vencedor da Diretora Luciana Dias.

razão da criação de condições artificiais estejam limitadas às citadas modalidades.”

A decisão acima, além de trazer algumas traduções usuais para operações chamadas de fictícias realizadas no Brasil (“esquenta-esfria”, “troca de chumbo”¹⁸⁴, “Zé com Zé”), também demonstra a importância de estudar o conceito de condições artificiais.

1.2.5.4 Round Robin

Na operação denominada *round robin* um corretor compra ativos com a prévia garantia de que poderá revendê-los nas mesmas condições, ou em condições semelhantes, para um terceiro¹⁸⁵, de modo que não executa a operação pelo interesse que teria na compra ou venda do ativo em si, mas apenas porque conta com a garantia de poder futuramente reverter o negócio, visando a criar uma aparência de maior interesse pelo valor mobiliário do que aquele que existiria sem esse arranjo.

Essa operação poderia ser vista como uma combinação de *matched orders* ou, mais precisamente, como uma *matched order* de execução diferida no tempo.

1.2.5.5 Parking

Parking, como diversos outros conceitos, não é particularmente preciso, porque pode ser empregado de modo a englobar diferentes operações¹⁸⁶. De modo geral, pode incluir qualquer operação onde uma parte compra valores mobiliários com o compromisso de revendê-los posteriormente, visando a um objetivo de má-fé¹⁸⁷.

¹⁸⁴ Nelson Eizirik et. al. conceituam como troca de chumbo as operações em que “duas ou mais instituições financeiras negociam entre si, sem efetivas ordens de clientes, visando a criar uma aparência de liquidez, um falso mercado (...)”. (EIZIRIK, Nelson. *et al. Mercado de capitais – regime jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 549).

¹⁸⁵ JACOBS, Arnold S. Regulation of manipulation by SEC Rule 10b-5. 18 N. Y. L. F. 511 1972-1973, p. 520.

¹⁸⁶ 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, pp. 340.

¹⁸⁷ LEWIS, Brian *et al.*. Securities Fraud. 52 Am. Crim. L. Rev. 1567 2015, p. 1570.

Uma hipótese mais específica de *parking*, já abordada por tribunais norte-americanos, ocorre quando um corretor, não podendo manter determinados valores mobiliários em sua carteira, os vende para outro corretor, com o compromisso de que serão recomprados antes mesmo da liquidação¹⁸⁸.

Na hipótese acima, a transferência entre corretores se dá de forma privada, de modo que a operação não influencia os preços praticados na bolsa. O problema central, portanto, não seria o impacto sobre o preço, mas a transação realizada, com o fim específico e ilegítimo, diverso do usual (provavelmente fugir de alguma restrição à titularidade dos valores mobiliários durante o período em questão).

1.2.6 Bear raids, trash and cash

Desde a fundação da bolsa de Amsterdã no início do século XVII se observa manipulação através da venda concertada, de modo a derrubar os preços das ações, permitindo a posterior compra por preços inferiores, garantindo que ao final os agentes mantenham sua posição com um ganho. Cedo se descobriu que essa estratégia poderia ser potencializada pelo emprego de falsos rumores¹⁸⁹. Semelhante seria a prática denominada *trash and cash*, embora na última o papel dos falsos rumores possa ser considerado mais relevante¹⁹⁰.

Bear raids poderiam ser feitas com o uso de empréstimo de ações, e por esta manobra teria ficado famoso Jacob Little – conhecido como o Grande Urso de Wall Street, porque era capaz de digerir mais ações em um dia do que seu peso em certificados –, que tomaria ações emprestadas e depois derrubaria seu preço espalhando boatos de que a companhia estaria em estado falimentar¹⁹¹.

As *bear raids*, porém, se revelam como estratégia manipulativa arriscada, porque podem ser contidas pelo *corner*, outra prática que também costuma ser alinhavada dentre as operações condenáveis no mercado de capitais.

¹⁸⁸ 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, pp. 341.

¹⁸⁹ ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Stock-Price Manipulation. *The Review of Financial Studies*, Vol. 5, No. 3 (1992), pp. 503-504.

¹⁹⁰ DÍEZ, Carlos Gómez-Jara. *El delito de manipulación de mercado*. Valencia: Tirant Lo Blanc, 2017, p. 99.

¹⁹¹ ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Stock-Price Manipulation. *The Review of Financial Studies*, Vol. 5, No. 3 (1992), p. 504.

Foi o que sucedeu no caso da ferrovia Harlem. Como relatam Frank Allen e Douglas Gale, após a concessão de uma autorização para que a companhia construísse um sistema de transporte por toda a extensão da Broadway, as ações da empresa apresentaram significativa valorização, de U\$ 50 para U\$ 75. No entanto, alguns membros do conselho municipal que havia concedido tal autorização venderam a descoberto as ações, com o intuito de posteriormente revogar a autorização e lucrar com a consequente queda nas ações. O que teria se revelado uma bem sucedida *bear raid* foi obstado pela atuação de Cornelius Vanderbilt. O célebre magnata havia investido anteriormente na companhia, e com o intuito de barrar esta manobra, comprou em segredo todas as ações em circulação, de modo que quando os empréstimos de ações tiveram de ser pagos, os conspiradores originais não tinham de quem comprar ações, senão do próprio Vanderbilt, que os forçou a pagar U\$ 179 por ação¹⁹².

Na operação acima, merece ser observado que o plano dos *bear raids* não envolvia propriamente a divulgação de informações falsas, mas a concreta prática de um ato (revogação da autorização municipal), o que o enquadraria no conceito de manipulação baseada em ação, examinado adiante.

1.2.6.1 Predatory trading

Uma forma particular de *bear raid* seria o *predatory trading*, que consiste na retirada de liquidez por investidores cientes da necessidade de venda de grande volume por terceiro, que podem para tanto tomar ações emprestadas, vendê-las, e depois comprar, uma vez ocorrida a desvalorização, para liquidar o empréstimo¹⁹³. Um exemplo de tal prática aconteceu quando da quebra do célebre fundo Long Term Capital Management¹⁹⁴. Durante a crise outros investidores, cientes de que o fundo deveria vender seus ativos, procuraram

¹⁹² ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Stock-Price Manipulation. **The Review of Financial Studies**, Vol. 5, No. 3 (1992), p. 504.

¹⁹³ 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, p. 28.

¹⁹⁴ Cujas história é contada no livro *When Genius Failed*, de Roger Lowenstein.

vender antes ou juntamente com ele, de modo a conseguir se desfazer de suas posições antes que as vendas pelo fundo tivessem impactado os preços¹⁹⁵.

A questão central para avaliar a regularidade de tais práticas reside na forma pela qual foi obtido acesso à informação de que o investidor deveria se desfazer de suas posições e se, por conta disso, haveria impedimento ao uso de tal informação. Na ausência de alguma obrigação desse gênero, a mera venda de ativos antes de uma esperada desvalorização não seria, por si só, irregular.

1.2.7 Esquenta esfria ou *money pass*

A expressão operações de esquenta-esfria ou, ainda, *money pass*, são utilizadas no direito brasileiro para designar operações realizadas com a finalidade específica de transferir recursos:

29. As operações, que foram registradas na BM&F, consistiram em opções flexíveis de dólar, na modalidade sem garantia. Os contratos firmados, conforme a acusação, não teriam sido realizados para atender às finalidades comumente procuradas em operações dessa natureza, quais sejam, a realização de hedge ou a especulação com o preço do dólar.

30. Os investidores lançadores das opções teriam como certo que as opções nunca seriam exercidas. Com isso, o pagamento do prêmio, relativo aos contratos, serviria para a transferência de recursos entre as partes, com o objetivo de "fabricar" lucros ou prejuízos, conforme seus interesses. Esse esquema seria conhecido vulgarmente no mercado como "esquenta-esfria".¹⁹⁶

Por conta de tais operações, recursos são transferidos de uma parte a outra, ocultando a razão original da transferência, que assume a aparência de resultados em operações bursáteis. Desse modo, uma parte que deseje transferir recursos a outra poderia fazê-lo sem a incidência dos registros e tributos próprios. Trata-se de conceito que foca no resultado da operação, e não especificamente nos seus variados meios, que podem ser enquadrados em algumas das demais categorias expostas.

Essa prática se assemelha à *matched order*, e de fato se identifica na parte em que as operações envolvem a atuação concertada de dois ou mais agentes. Distingue-se, porém,

¹⁹⁵ BRUNNERMEIER, Markus K.; PEDERSEN, Lasse Heje. Predatory Trading. **Journal of Finance**, 60(4): 1825-63.

¹⁹⁶ Caso São Paulo 2010 – PAS CVM nº 12/2004, j. em 11.05.2010. Voto vencedor do Diretor-relator Alessandro Broedel Lopes.

porque enquanto a *matched order* tem por finalidade iludir o mercado, o esquentar-esfria não necessariamente persegue tal objetivo, e pode destinar-se, por exemplo, a ocultar a verdadeira origem de recursos, sendo que para este desiderato pouco importa se a operação influencia o comportamento de outros agentes de mercado. Pode-se, porém, suscitar que tal operação, por não ter a motivação usual das operações bursáteis, seria artificial.

1.2.8 Compra e venda

Já foi considerada como manipulativa a compra, divulgação da aquisição e posterior venda de ativos. Em um desses casos, uma empresa anunciou a aquisição de 3,8% das ações da Homestake Mining Company e, depois da valorização destas ações, vendeu sua participação. A SEC alegou que as atividades em questão constituíam manipulação de mercado e o investidor celebrou um acordo extrajudicial para devolver lucros no montante de dois milhões e trezentos mil dólares¹⁹⁷. A compra, seu anúncio e a posterior venda também é apresentada como prática abusiva por Díez, que a enquadra dentre as operações que implicam a utilização de dispositivos fictícios, realizada por gestores ou grandes investidores cujas decisões de investimento são levadas em conta pelo mercado¹⁹⁸.

No entanto, a simples compra seguida de posterior venda com lucro não pode ser considerada ilegal, porque constitui o cerne da atividade na bolsa de valores. Seria preciso algum elemento adicional para qualificar a conduta. Talvez por este motivo se considere que no citado precedente a SEC não poderia ganhar a causa nos tribunais e que o acordo teria sido celebrado por conta de uma outra investigação contra o mesmo investidor¹⁹⁹. A CMVM, tratando sobre o tema, ressalta que a irregularidade existiria quando a divulgação da aquisição indicasse tratar-se de investimento de longo prazo e não fosse exigida pela regulamentação:

¹⁹⁷ BAGNOLI, Mark; LIPMAN Barton L. Stock Price Manipulation Through Takeover Bids. **The RAND Journal of Economics**. Vol. 27, N. 1 (Spring, 1996), pp. 124-125.

¹⁹⁸ DíEZ, Carlos Gómez-Jara. **El delito de manipulación de mercado**. Valencia: Tirant Lo Blanc, 2017, pp. 99-100.

¹⁹⁹ BAGNOLI, Mark; LIPMAN Barton L. Stock Price Manipulation Through Takeover Bids. **The RAND Journal of Economics**. Vol. 27, N. 1 (Spring, 1996), p. 125.

Abrir uma posição e fechá-la imediatamente após a sua divulgação. Esta prática é normalmente desenvolvida por gestores de carteiras e outros grandes investidores, cujas decisões de investimento são normalmente tidas em consideração pelos outros investidores como sinais relevantes da dinâmica do mercado. A prática consiste em estes investidores venderem a sua posição imediatamente após terem divulgado a sua detenção, enfatizando o facto de se tratar de um investimento a longo prazo.

Esta situação não abrange os casos em que a divulgação é realizada em cumprimento de um dever de divulgação de participação qualificada²⁰⁰.

1.2.9 Painting the tape

Outro conceito utilizado pela doutrina é *painting the tape* (alusão à fita – *tape* – dos aparelhos que transmitiam as cotações das ações antigamente), que foca mais no resultado que na conduta, ao referir-se à realização de operações com o fim de criar uma aparência de negociação superior à real em determinado valor mobiliário, para induzir terceiros a negociar²⁰¹. Há quem conceitue tal prática como a inclusão de ordens e sua retirada antes da execução²⁰², o que contudo aproxima este conceito dos de *spoofing* e *layering*.

Como se pode verificar com facilidade, tal situação pode tanto resultar de algumas das condutas previamente examinadas, tais como *pools* ou transações fictícias, quanto de outras aptas a produzir o mesmo efeito.

1.2.10 Concentrated trading

Vendas concentradas seriam, em essência, a organização da realização de negócios em reduzido período de tempo, de modo a maximizar seu efeito sobre os preços. Nos Estados Unidos, há discussão quanto a tais operações serem abrangidas pela regra 10b-

²⁰⁰ 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.

²⁰¹ 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. 266.

²⁰² DÍEZ, Carlos Gómez-Jara. **El delito de manipulación de mercado.** Valencia: Tirant Lo Blanc, 2017, p. 98.

5²⁰³, mas entende-se que a maioria, senão todas as suas formas seriam bloqueadas pelas regras gerais que vedam a manipulação de mercados, notadamente a Seção 9²⁰⁴.

A questão essencial, nesse caso, é fixar a regra para determinar de forma clara, se possível, quando uma operação perfeitamente regular, como é a venda de valores mobiliários, passa a ser ilegítima por conta da escolha de determinada forma para sua execução (ou, sob outra perspectiva, se haveria um dever de organizar negociações de modo a minimizar seu potencial impacto sobre o preço).

1.2.11 Limiting the supply

A limitação na oferta de determinado valor mobiliário já foi mencionada como uma forma de manipulação. Nos Estados Unidos, a obtenção de compromisso dos titulares de grandes participações de não alienar suas ações era buscada pelos organizadores dos *pools* com o objetivo de viabilizar suas operações. Nesse contexto, tais práticas são claramente ilegais pelas regras atuais.

No entanto, não há uma regra clara que fixe as condições em que limitações da oferta seriam abusivas. Uma proposta sugere considerar o montante das compras com relação ao *float*, bem como a existência de incentivo econômico para elevar o preço²⁰⁵. Tais critérios poderiam, contudo, enquadrar operações legítimas dentro de um conceito de prática abusiva, razão pela qual é necessário definir de forma mais precisa os elementos da conduta condenável.

²⁰³ "Rule 10b-5: Employment of Manipulative and Deceptive Practices":

"It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

"(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

"(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

"(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,

"in connection with the purchase or sale of any security."

²⁰⁴ JACOBS, Arnold S. Regulation of manipulation by SEC Rule 10b-5. 18 N. Y. L. F. 511 1972-1973, p. 532.

²⁰⁵ JACOBS, Arnold S. Regulation of manipulation by SEC Rule 10b-5. 18 N. Y. L. F. 511 1972-1973, p. 548.

1.2.12 Pegging

A conduta intitulada *pegging* consiste em colocar ordens para comprar todas as ações a determinado preço, sempre que houver ordens vendedoras, de modo a impedir que o preço caia abaixo de determinado patamar. Em tal situação, considera-se haver uma ilusão para o mercado, pois sob a aparência de um preço fixado pelo livre mercado há, na verdade, um preço fixado apenas pelo agente *pegging*²⁰⁶.

Distingue-se de outras práticas usuais de manipulação por não buscar alterar o preço para ganhar com a mudança, mas mantê-lo estável²⁰⁷.

Não há na lei de valores mobiliários norte-americana uma proibição pura e simples à prática de *pegging*, apenas quando realizada com violação de regras específicas que forem editadas pela SEC²⁰⁸. No Brasil não há regra específica a respeito de *pegging*, mas conforme as particularidades de cada caso e a interpretação adotada na aplicação da ICVM nº 8/79, poderia ser enquadrada em algum dos tipos ali previstos.

A prática de *pegging* pode ser referida como estabilização de preços, quando praticada pelo *underwriter* ou parte a ele ligada, no âmbito de uma oferta pública de ações²⁰⁹ (a estabilização de preços será abordada em item específico adiante).

No entanto, como a estabilização por vezes é tratada de forma específica pela regulamentação, a examinaremos de forma separada adiante.

1.2.12.1 Estabilização de preços

A estabilização de preços é mencionada pela ICVM nº 400, que embora não chegue propriamente a regulamentá-la, estabelece algumas regras a respeito²¹⁰.

²⁰⁶ BERLE, A. A. *Stock Market Manipulation*. 38 *Colum. L. Rev.* 393 1938, p. 396.

²⁰⁷ FISCHER, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, p. 534.

²⁰⁸ FISCHER, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, pp. 534-535.

²⁰⁹ FISCHER, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, p. 534.

²¹⁰ Por exemplo, o art. 23, §3º, prevê que podem haver contratos de estabilização de preços, que deverão ser previamente aprovados pela CVM; o art. 48, II, "a" exclui, da vedação de negociar imposta aos envolvidos na oferta, as execução de plano de estabilização; o anexo II inclui o contrato de estabilização dentre os documentos exigidos para o registro.

Nelson Eizirik et. al. mencionam que estabilização e manipulação não se confundiriam, mas não chegam a mencionar expressamente porque a prática de manter os preços dentro de intervalos pré-determinados não se enquadraria no conceito da letra “b” do inciso II da ICVM nº 8/79, que define como manipulação a manutenção da cotação de determinado valor mobiliário:

Também não se confunde a manipulação com a estabilização de preços, admitida em nosso sistema legal, que corresponde à prática, por parte de intermediários financeiros, de um conjunto de operações, no contexto de uma distribuição pública de valores mobiliários, com o objetivo de manter os seus preços dentro de um intervalo pré-fixado, observados determinados requisitos que assegurem a transparência necessária ao bom funcionamento do mercado. Assim, as operações de estabilização, admitidas como legítimas, visam a prevenir flutuações excessivas de preços, mantendo-os dentro de intervalos predeterminados.²¹¹

Conceitualmente, a estabilização de preços se enquadra em diversas definições de manipulação de mercado, porque consiste no esforço consciente de atuar no mercado com o intuito específico de interferir na formação dos preços (o simples fato de que não haveria a intenção de elevar os preços não seria, portanto, suficiente para afastar seu enquadramento como manipulação em sentido amplo²¹²).

A CVM, no estudo intitulado “Operações de estabilização e lote suplementar no âmbito de ofertas com esforços restritos”, elaborado pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA)²¹³, reconhece a possibilidade de enquadramento como manipulação:

39 A atividade estabilizadora é defendida pela literatura, embora possa ser entendida enquanto prática de manipulação de preços, enquanto um mecanismo de proteção aos investidores, na medida em que operada por um agente interessado no bom funcionamento do mercado. (...)

²¹¹ EIZIRIK, Nelson. *et al.* **Mercado de capitais – regime jurídico**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 541.

²¹² Cf. 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, p. 300, para quem "a atividade de estabilização não pretende manter o preço das ações artificialmente alto, ao contrário, ela concede liquidez ao mercado de maneira organizada logo após o lançamento da oferta pública até que o preço das ações naturalmente encontre seu equilíbrio".

²¹³ Disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Operacoes_de_estabilizacao_e_lote_suplementar_no_ambito_de_ofertas_com_esforços_restritos.pdf, acesso em 27.nov.17.

Em sua formulação primordial, a estabilização de preços tem por finalidade contrabalançar os efeitos sobre os preços decorrentes da venda de uma grande quantidade de valores mobiliários durante uma oferta pública de distribuição. Após relativizar o potencial desse impacto (adentrando na discussão, a ser enfrentada adiante no presente trabalho, acerca do potencial de meras compras e vendas para alterar o preço), Steve Thel menciona que a ideia de que vendas substanciais repercutiriam sobre o preço estaria na base da justificativa da estabilização.

A teoria que defende a legitimidade do procedimento sustenta ser errado elevar os preços de valores mobiliários antes de uma venda significativa, mas aceitável neutralizar a pressão para baixo decorrente dessa venda, por meio de compras “cuidadosamente orquestradas”²¹⁴.

Não há consenso quanto ao fundamento econômico para a estabilização de preços. Como mencionado antes, embora se possa cogitar de contrabalançar o efeito da colocação de grande número de títulos no mercado sobre as forças de oferta e demanda, os efeitos das compras executadas com essa finalidade são limitados. Steve Thel sustenta que, para funcionar, a estabilização dependeria de iludir os participantes do mercado.

Uma oferta significativa poderia acarretar uma redução de preços porque ela transferiria informação para o mercado sobre o valor da companhia, se os investidores presumissem que o vendedor estaria alienando os títulos por possuir informação negativa sobre a empresa. Nesse caso, a mudança de preço não seria o efeito temporário da pressão sobre a liquidez. Equilibrar esta pressão, portanto, seria ineficaz²¹⁵. Logo, ações de estabilização só poderiam funcionar por força de seu efeito informacional, ou seja, se os vendedores forem capazes de convencer o mercado de que estão preparados para comprar. Então, segundo expõe o citado autor, o funcionamento da estabilização dependeria de sua interrupção antes do esperado pelo mercado²¹⁶.

Na ausência de descompasso na expectativa do mercado, seria mais eficaz, para atingir o efeito estabilizador, anunciar que não haveria estabilização, porque o sinal

²¹⁴ 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. 430.

²¹⁵ No limite, para influenciar o preço, seria preciso haver intenção de comprar tanto quanto estaria sendo vendido, mas mesmo isto não permitiria vender depois pelo preço original da oferta, porque este cairia tão logo parassem de comprar (cf. 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. 431).

²¹⁶ 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. 431.

emitido seria contrário ao que deveria ser adotado para, sob uma perspectiva lógica, promover o efeito de estabilizar os preços²¹⁷.

Daí a referência a um caráter inerentemente ilusório das operações de estabilização²¹⁸, embora essa não tenha sido a impressão dos legisladores e reguladores que não coíbem sua prática.

Por tais motivos, são elaboradas algumas explicações alternativas para as operações de estabilização, considerando, além das hipóteses de contrabalançar a pressão sobre os preços e do conteúdo informacional, a de que a estabilização seria uma forma de seguro oferecida aos investidores, existindo não com o fim de, necessariamente, prevenir quedas nos preços, mas de absorver as perdas caso as cotações declinem abaixo de certo patamar. Para Fischel e Ross, nenhuma das explicações para operações de estabilização parecem satisfatórias²¹⁹.

Consequentemente, não surpreende a constatação de que as regras nos Estados Unidos para essa espécie de operação sejam consideradas um pesadelo quando colocadas em prática²²⁰.

Uma interessante síntese das contradições inerentes à referida questão pode ser identificada no caso Sanepar, em que a parte acusada de manipulação alegou, para se defender, que a prática adotada era equivalente à de estabilização de preços:

146. Na tentativa de tornar lícita sua conduta, a Acusada alega que as alienações de pequenos lotes de ações foi a forma encontrada para estabilizar o preço do papel, como ocorre nas ofertas públicas. O seu objetivo, ao assim proceder, seria o de restaurar o valor das ações, trazê-lo ao seu nível correto, isento da influência que a compra de volume significativo ou de movimentos irracionais tende a ocasionar.

147. Discordo totalmente desse argumento. A manipulação de preços, como conceituada pela CVM, não se confunde com a estabilização de preços prevista no art. 23, §3º, da Instrução CVM nº 400/04¹⁶, cujo objetivo é manter os preços dentro de um determinado intervalo, ou seja, evitar que ele oscile abruptamente logo após a emissão de valores mobiliários no âmbito de uma distribuição pública.

148. Nos termos do item 3.4 do Anexo III e do item 8 do Anexo VI da citada Instrução, as principais características do conjunto de operações do contrato de estabilização, tais como o nome do Agente Estabilizador, os limites máximos de

²¹⁷ 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. 431. No mesmo sentido, FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 **Harv. L. Rev.** 503 1991-1992, p. 538.

²¹⁸ 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, pp. 431-432.

²¹⁹ FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 **Harv. L. Rev.** 503 1991-1992, pp. 538-539.

²²⁰ FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 **Harv. L. Rev.** 503 1991-1992, p. 535.

ações que poderão ser comprados e vendidos por ele e o prazo em que as operações de estabilização serão permitidas, dentre outras, devem ser informadas no prospecto da oferta pública, a garantir a transparência necessária aos investidores que participarão da distribuição pública, bem como àqueles que posteriormente irão negociar com as ações em bolsa.

149. Além disso, o contrato de estabilização deve ser previamente aprovado pela CVM, bem como prever que a ela deverão ser enviadas, após o encerramento do pregão em que tenham sido realizadas operações de estabilização, informações referentes (i) às ofertas de estabilização inseridas no sistema de negociação no referido pregão; (ii) aos negócios realizados e aos preços praticados; (iii) à quantidade de ações negociadas em cada negócio e a sua respectiva hora.

150. Em suma, trata-se de procedimento regulamentado, excepcional, cujas características são prévia e amplamente conhecidas pelo mercado, investidores, bolsa e CVM, que inclusive tem um olhar específico sobre as operações realizadas nestas condições, não guardando, portanto, nenhuma semelhança com a manipulação de preços ora descrita.²²¹

A CVM refutou a alegação de semelhança de procedimentos, sustentando que o mecanismo de estabilização era regulamentado. O simples fato de o procedimento ser regulamentado, porém, não o torna benéfico para o mercado. Desse modo, é relevante questionar se e em que medida tal regulamentação afasta os efeitos lesivos de práticas análogas.

A diferença substancial parece residir na divulgação recebida pelo procedimento de estabilização feito em conformidade com a Instrução CVM nº 400. Porém, se a divulgação é a diferença essencial, a pergunta a ser respondida é se outras formas de estabilização de preços deveriam ser admitidas, desde que com a adequada publicidade.

Para Caroline Bradley, o próprio conceito de justiça no mercado seria prejudicado pelo tratamento diferenciado a hipóteses semelhantes, como ocorre nesse caso, quando a manipulação do mercado no contexto da estabilização é permitida²²².

1.2.13 Successive bids at higher prices ou advancing the bid

A colocação de ofertas de compra de valores mobiliários por preços superiores àqueles praticados no mercado é tratada por alguns autores como uma forma própria de

²²¹ PAS RJ2012/9808, j. em 18.12.2015 (Caso Sanepar), voto vencedor do Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes.

²²² BRADLEY, Caroline. Disorderly Conduct: Day Traders and the Ideology of "Fair and Orderly Markets". 26 *J. Corp. L.* 63 (2000), p. 79.

manipulação²²³, embora essa conduta possa ser integrante de tipos mais complexos, como manipulações de *benchmark* citadas abaixo. Sob o termo *advancing the bid* faz-se referência ao “incremento adiantado das propostas ou ofertas de forma a inflacionar os preços”²²⁴. Tão ou mais relevante que sua possibilidade de êxito, controversa na doutrina, é considerar se tal prática deveria ser condenada. Se for esse o caso, seria desejável uma regra mais clara que referências genéricas à artificialidade das condições de mercado.

1.2.14 Spoofing ou layering

Spoofing ou *layering* consiste na colocação de diversas ordens (ou camadas, “layers”, de ordens) no mercado sem a intenção de que todas sejam executadas. A esse conceito elementar podem ser acrescentados a influência sobre preços e o envio de sinais falsos ao mercado²²⁵. O termos ora são tratados como sinônimos, ora como referindo-se a práticas distintas, porém semelhantes²²⁶.

Embora o *spoofing* não ocorra apenas no âmbito de negociações de alta velocidade, ele é comum nesse ambiente, sendo conhecido como *quote stuffing* ou *order stuffing*²²⁷, havendo estimativas de que mais de 90% das ordens em negociações de alta frequência são canceladas²²⁸.

²²³ FISCHER, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, p. 521.

²²⁴ 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, p. 560.

²²⁵ DOLGOPOLOV, Stanislav. The maker-taker pricing model and its impact on the securities market structure: a can of worms for securities fraud? 8 *Va. L. & Bus. Rev.* 231 2014, p. 256.

²²⁶ A apresentação da BSM disponível em <http://www.bsm-autoregulacao.com.br/assets/file/noticias/Apresentacao-Nova-Rotina-de-Spoofing-e-Layering-para-Participantes.pptx> (acesso em 15.nov.17) conceitua Spoofing como “Prática abusiva que cria liquidez artificial com ofertas de tamanho fora do padrão do livro de ofertas com o objetivo de influenciar investidores a superar a oferta artificial e gerar negócios do lado oposto do livro. Após negócio, a liquidez artificial na forma de oferta fora do padrão é cancelada.”, e Layering como “Prática abusiva que cria liquidez artificial no livro do ativo via camadas de ofertas em níveis sucessivos de preços com o objetivo de influenciar investidores a superar a barreira criada pela camada e gerar negócios do lado oposto do livro. Após negócio, a liquidez artificial na forma de camadas é cancelada.”

²²⁷ 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), pp. 229-230.

²²⁸ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). *Virginia Law Review*, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, p. 32.

Um dos casos mas célebres envolvendo *spoofing* foi o chamado Flash Crash, em que um jovem operando a partir do porão da casa de seus pais causou uma queda de mais de 1000 pontos no Dow Jones: a quantidade de ordens falsas supostamente emitidas pelo acusado correspondia a 29% de todas as ordens de venda do contrato em que operou²²⁹.

Outro caso de *spoofing* é o da Trillium Brokerage, que emitiu milhares de ofertas de compra e venda, induzindo terceiros a negociar, as quais eram canceladas depois de aceitas²³⁰.

A BSM instaurou o PAD 5/2016 com o fim de apurar a prática de *spoofing*, tendo o processo em questão sido encerrado por meio de Termo de Compromisso²³¹, o mesmo sucedendo em relação ao PAD 43/2016, relativo à prática de *layering*.

O termo *spoofing* também é utilizado para designar a prática de simular determinados comentários, em e-mails ou ambientes virtuais, como se fossem feitos por terceiros (diretores de companhias abertas, por exemplo) para lhes atribuir maior credibilidade e, por consequência, potencial de influenciar os preços²³². Ambas as condutas – emitir ordens com o intuito de as cancelar e divulgar informações se passando por terceiro – embora tenham em comum o elemento da falsidade, são substancialmente distintas e o uso da mesma denominação para ambas é mais um exemplo em que o jargão de mercado é impreciso em demasia.

1.2.15 Comprar sem querer comprar

A prática de celebrar contratos de compra sem informar a intenção pré-existente de cancelá-la sob certas circunstâncias pode ser considerada manipulativa.

O precedente norte-americano fundamental sobre o tema tratou da hipótese em que um cliente comprou valores mobiliários de seu corretor, mas havia decidido previamente

²²⁹ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). *Virginia Law Review*, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, p. 3.

²³⁰ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). *Virginia Law Review*, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, p. 32.

²³¹ O Termo de Acusação, disponível em <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/pad-mrp/1-PAD-052016-Termo-Acusacao.pdf> (acesso em 15.11.2017) menciona o tratamento desta prática em diversas legislações.

²³² TOROSS, Nancy. Double-Click on This: Keeping Pace with On-Line Market Manipulation, 32 *Loy. L.A. L. Rev.* 1399 (1999), pp. 1418-1419.

não pagar a menos que o preço, na data da liquidação, fosse superior ao preço vigente na data do negócio²³³.

A prática em questão pode ser equiparada ao *spoofing*, com a diferença de que, no exemplo acima, o corretor adquiriu o ativo para o cliente e esse último poderia eventualmente completar a transação, mas não o fez por conta da verificação de um cenário particular.

1.2.16 Corner

A prática de *corner* consiste em uma parte ter o direito de exigir a entrega de determinado ativo cuja oferta é por ele controlada. A mencionada operação promovida por Vanderbilt com as ações da ferrovia Harlem é um exemplo típico.

Os Estados Unidos colecionam relatos de casos famosos de *corners*, que integram o citado folclore de seu mercado de capitais, tais como aqueles envolvendo a Northern Pacific Railroad (1901); Stultz Motor Car Company (1920) e a Radio Corporation of America (1928), bem como os mercados de soja (1977 and 1989); prata (1979-1980); estanho (1981-1982 e 1984-1985) e títulos do tesouro, nos quais houve grandes elevações de preços seguidas por bruscos declínios²³⁴.

Há quem entenda que *corners* levam ao consumo, produção e transporte ineficiente de ativos (em razão do acréscimo de preço dos ativos objeto do *corner*) e que para evitá-los, quando percebem haver o risco de sua ocorrência, os participantes do mercado reduziram a liquidez, pois um mercado menos líquido dificultaria a promoção de tal prática sem a percepção dos demais participantes. Admitindo tal premissa, embora discutível, os *corners* seriam prejudiciais – e sua repressão desejável – em razão desse efeito sobre a liquidez²³⁵.

Deter uma posição relevante em ativos e exercer o direito de exigir sua entrega não é, porém, algo intrinsecamente ilícito (e para um manipulador ser bem sucedido com este

²³³ JACOBS, Arnold S. Regulation of manipulation by SEC Rule 10b-5. 18 N. Y. L. F. 511 1972-1973, pp. 548-549.

²³⁴ 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.

²³⁵ 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), p. 276.

procedimento, ele precisa que os demais participantes ignorem sua posição relevante, o que suscita a questão quanto à exigibilidade de divulgação de participações relevantes²³⁶), tampouco seria uma prática comum nos mercados de ações, representando um problema significativo para os mercados de *commodities*²³⁷.

Uma maneira de prevenir *corners* é permitir à bolsa fixar um preço justo para os ativos, mas nesse caso o problema passa a ser determinar qual seria o preço justo²³⁸.

1.2.17 Reverse corner ou squeeze

Em um *corner reverse*, também chamado de *squeeze*, no lugar de restringir a oferta do bem a ser entregue em cumprimento à obrigação mencionada no valor mobiliário, o agente promove excesso de oferta deste bem. Dada a facilidade de armazenar ativos financeiros, seu uso mais frequente ocorre envolvendo *commodities* caras de armazenar²³⁹.

1.2.18 Position Fraud

Procurando se afastar da terminologia de *corners* e *squeezes*, Easterbrook propõe ainda um outro conceito de prática abusiva, que intitula *position fraud*, na qual uma parte adquire grande posição de contratos futuros e depois exige sua liquidação física, tornando

²³⁶ 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. S106.

²³⁷ 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. 433.

²³⁸ Neste sentido, com referência à regulação da NYSE, JARROW, Robert A. Market Manipulation, Bubbles, Corners, and Short Squeezes. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 27, No. 3 (Sep., 1992), p. 317).

²³⁹ “In a “reverse” corner or squeeze, the perpetrator makes it difficult for the market to absorb supplies of the manipulated asset by flooding the market with collateral and driving down prices. It is difficult to implement a reverse corner or squeeze of a financial asset, since all that is required to “store” a financial asset is access to credit, which is usually widely available. Reverse corners and squeezes are more realistic possibilities for expensive-to-store commodities like oil and electricity.” (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), p. 276).

extremamente custoso ou inviável para as contrapartes realizarem esta liquidação ou fecharem sua posição com outros contratos²⁴⁰.

Essa classificação tem a vantagem de afastar-se de considerações individuais e concretas para focar em um aspecto central da conduta, que é a exigência de liquidação física dos contratos.

1.2.19 Ownership Fraud

O segundo conceito proposto por Easterbrook é de *ownership fraud*, que consiste i) na aquisição de contratos futuros dando direito ao recebimento de certos ativos e ii) na compra desses mesmos ativos, reduzindo ou eliminando sua oferta. Como resultado, na data do vencimento a contraparte no contrato não pode comprar os ativos para entrega. Nesse caso, a ignorância das partes que negociam com o autor é fundamental para o êxito da estratégia, porque se soubessem que estavam vendendo, a quem controla os ativos, o direito de exigir a entrega desses ativos no futuro, as suas contrapartes não negociariam²⁴¹.

A diferença entre tal conduta e a anterior é que na primeira a atuação do agente se limita aos ativos financeiros e os óbices à execução do contrato pela contraparte residem na exigência inesperada de liquidação física e na ausência de alternativas financeiras para a liquidação do contrato. Nesse segundo caso, o óbice decorre do controle que o agente tem sobre os ativos reais que deveriam ser entregues.

1.2.20 Banging the close

Determinadas condutas podem visar a influenciar o preço de fechamento, que é considerado o preço de referência mais importante²⁴² e são praticadas com frequência, recebendo diversos nomes, como “marking the close”, “painting the tape”, “high closing”,

²⁴⁰ 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. S106.

²⁴¹ 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. S106-S107.

²⁴² VERSTEIN, Andrew. *Benchmark Manipulation*. 56 **B.C. L. Rev.** 215 2015, p. 247.

“marking up” e “portfolio pumping”²⁴³. São formas predominantes de manipulação nos mercados de ações²⁴⁴.

Em tais situações, o impacto das negociações pode ser especialmente significativo quanto mais próximo do fim do pregão se concentram as negociações, por não haver tempo para outros agentes atuarem depois da ordem colocada com intuito manipulador²⁴⁵.

Por esse motivo, a concentração de negociações ao final do dia é frequentemente considerada como indício de manipulação²⁴⁶.

Ao influenciar os preços, os agentes podem afetar direitos e obrigações contratuais que tenham suas bases fixadas a partir do preço de fechamento em determinada data ou em certo intervalo de tempo²⁴⁷.

Via de regra tais manipulações visam a promover ganhos fora do mercado manipulado. Além de influenciar os preços de contratos específicos, a manipulação do preço de fechamento pode servir a outros propósitos, como influenciar o cálculo do desempenho de determinado fundo de investimento (apurado a partir do valor de seus ativos tendo por base o preço de fechamento manipulado), acarretar a manutenção de determinada ação em algum índice, evitar chamadas de margem, tornar mais lucrativa uma aquisição de controle ou afetar o valor de venda de títulos em uma oferta, dentre outros²⁴⁸.

Verstein, após conceituar a prática, cita a ação, em 1999, de um investidor que estava obrigado a comprar 860 mil ações de uma emissora de televisão mexicana caso seu preço de fechamento fosse inferior a cinco dólares por ação em determinada data. Naquele dia, poucos minutos antes do encerramento das negociações, o investidor comprou 200 mil ações. Foi responsável por 94% do total de ações negociadas durante o fechamento do pregão que serviria de base para aquele cálculo. O preço subiu quinze centavos, por pouco ultrapassando aquele patamar e exonerando-o da obrigação de comprar as 860 mil ações²⁴⁹.

²⁴³ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, p. 257 e COMERTON-FORDE, Carole; PUTNIŅŠ, Tālis J. 2009. **Measuring Closing Price Manipulation**. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=1009001>, acesso em 19 jan. 2016, p. 2).

²⁴⁴ VERSTEIN, Andrew. *Benchmark Manipulation*. 56 *B.C. L. Rev.* 215 2015, p. 250.

²⁴⁵ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). *Virginia Law Review*, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, p. 19.

²⁴⁶ FISCHER, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, p. 520.

²⁴⁷ 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. 419).

²⁴⁸ COMERTON-FORDE, Carole; PUTNIŅŠ, Tālis J. 2009. **Measuring Closing Price Manipulation**. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=1009001>, acesso em 19 jan. 2016, pp. 2-7).

²⁴⁹ VERSTEIN, Andrew. *Benchmark Manipulation*. 56 *B.C. L. Rev.* 215 2015, p. 250.

Em outro caso, os empregados de uma firma de corretagem norte-americana compraram grandes quantidades de ações no final do pregão, elevando a cotação de tais ações, que já compunham o *portfolio* da firma. Ocorre que justamente com base nas cotações daquele dia seria apurado o bônus a que tais empregados fariam jus. Desse modo, tal negociação teria rendido a eles grandes frutos, se não tivesse sido descoberta pela empresa que, em vista de sua ocorrência, não pagou os bônus²⁵⁰.

1.2.21 Punching

Outra prática possível em mercados de futuros é afetar o preço de liquidação de determinados contratos por meio da atuação no mercado do ativo subjacente, que se chama *punching*. Difere da *ownership* e da *position fraud* porque essas têm por premissa a exigência de liquidação física dos contratos futuros e aquela a liquidação financeira.

O *punching* corresponde a uma forma de manipulação do preço de fechamento, porque a influência sobre o mercado do ativo base não tem por finalidade a obtenção de ganhos naquele mesmo mercado, mas em outro (o mercado futuro que tem o preço base fixado com base no mercado *spot*) e pode ser lucrativo desde que a posição no mercado futuro seja superior à no mercado à vista²⁵¹.

Em um caso apreciado pelos tribunais norte-americanos envolvendo esta prática (Commodity Futures Trading Commission v. Delay) alguns investidores realizaram cinco compras de gado por preços razoavelmente superiores aos em que haviam sido fechados os últimos negócios. Tais preços, como outros voluntariamente prestados por pecuaristas e outros negociadores de gado, foram reportados ao Departamento de Agricultura dos Estados Unidos e incorporados no CME Feeder Cattle Index, índice com base no qual é fixado o valor final de derivativos. Os investidores que realizaram tais compras por preços superiores aos até então praticados eram, também, titulares de futuros sobre gado, cujo valor foi elevado, proporcionando-lhes ganho, graças àquelas cinco negociações feitas no

²⁵⁰ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes – the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, p. 256.

²⁵¹ KUMAR, Praveen, SEPPI, Duane J. Futures Manipulation with "Cash Settlement". *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 4 (Sep., 1992), p. 1486.

mercado à vista. O tribunal, embora tenha considerado os negócios altamente suspeitos, não os reputou ilegais²⁵².

1.2.22 Benchmark Manipulation

Segundo a definição de Andrew Verstein *benchmarks* são instituições que representam preços²⁵³, amplamente utilizadas, porque proporcionam relevantes economias.

Sob a categoria de *benchmark manipulation* podem ser enquadradas diversas condutas com outras denominações, como a manipulação de futuros de índices de ações, *banging the close* e *punching*²⁵⁴.

Benchmarks possuem duas funções essenciais: servem como fonte de informação, quando consultados pelas partes para obtenção de conhecimento (hipótese em que seu uso é facultativo) ou podem servir como critério contratual para determinar certa prestação, caso em que constituem preço. Deveriam ser reconhecidos e tratados como infraestrutura, merecendo sua própria tutela²⁵⁵.

Com base no caso Delay citado acima, há quem defenda que, sendo as transações verdadeiras, e as informações a respeito delas corretas, o simples fato de realizar negociações com o intuito de influenciar um índice não as tornaria irregulares²⁵⁶.

Como já se observou, e será aprofundado adiante, a intenção de influenciar preços pode ser considerada elemento indispensável para caracterizar práticas irregulares, mas em casos como esse cabe discutir ainda se tal intenção seria, também, suficiente para tanto ou se deveria ser acompanhada por outros elementos, como a fraude.

²⁵² VERSTEIN, Andrew. Benchmark Manipulation. 56 *B.C. L. Rev.* 215 2015, pp. 262-263.

²⁵³ VERSTEIN, Andrew. Benchmark Manipulation. 56 *B.C. L. Rev.* 215 2015, p. 217.

²⁵⁴ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, p. 260.

²⁵⁵ VERSTEIN, Andrew. Benchmark Manipulation. 56 *B.C. L. Rev.* 215 2015, p. 259.

²⁵⁶ Cf. aponta, criticamente, VERSTEIN, Andrew. Benchmark Manipulation. 56 *B.C. L. Rev.* 215 2015, pp. 262-263.

1.2.22.1 Libor

O escândalo de manipulação da taxa de juros LIBOR recebeu grande atenção em 2011, quando agências reguladoras começaram a investigar a atuação de diversos bancos na fixação deste índice.

A LIBOR era apurada a partir da submissão de taxas por 16 bancos, das quais as 8 intermediárias eram escolhidas para o cálculo. Pela natureza desse sistema o mecanismo para sua manipulação era relativamente simples, bastando aos bancos submeter taxas imprecisas²⁵⁷.

1.2.23 Negotiated offsetting trades

Ainda como modalidade de *benchmark manipulation*, pode-se mencionar as negociações para influenciar o preço no mercado, com o intuito de interferir no preço de uma operação a ser realizada fora do mercado, mas com base no preço ali estabelecido, as *negotiated offsetting trades*²⁵⁸.

Tal forma de manipulação é semelhante à chamada *contract-based*, mas admitindo a distinção estabelecida por Thel, de que *negotiated offsetting trades* em sentido estrito abrangeria as práticas destinadas a influenciar quem se apoia nos preços manipulados para tomar a decisão de negócio. Já a dita *contract-based* (e correspondente aos exemplos mais típicos de *benchmark manipulation*) seria dirigida ao fim mais específico de influenciar o cumprimento de um contrato que tem por base tais preços²⁵⁹.

²⁵⁷ 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, pp. 379-383.

²⁵⁸ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, p. 267.

²⁵⁹ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, p. 267.

1.2.24 Short Sales, short selling ou vendas a descoberto

Short selling consiste na venda de um ativo que o investidor não possui e que terá de comprar no futuro, seja para entregar liquidando a própria venda – quando o lapso temporal entre a realização do negócio e sua liquidação o permite – seja para cumprir um contrato de empréstimo de ações.

Um caso interessante de *short selling* ocorreu nos Estados Unidos, por ocasião do fim da Primeira Guerra Mundial. No final de 1916 o Presidente Woodrow Wilson se ofereceu para intermediar negociações de paz entre as nações europeias em guerra, o que acarretou queda na cotação das ações de empresas americanas, que vinham lucrando com o conflito. Rapidamente se disseminou o rumor de que a notícia teria sido vazada prematuramente a Wall Street, permitindo que diversos investidores se beneficiassem dela, por meio de vendas a descoberto antes da sua ampla divulgação²⁶⁰.

Durante a desvalorização significativa dos bancos do Japão, em 1992 (31% entre 31 de março e 9 de abril) houve amplo movimento de vendas a descoberto, realizadas com a finalidade de propiciar ganhos a partir das quedas, que se imaginava estarem sendo auferidos, sobretudo, por investidores estrangeiros. O ministro das finanças e um grande jornal desencorajaram investidores institucionais japoneses a emprestar ações, para inviabilizar as vendas a descoberto. O movimento foi bem sucedido a ponto de gerar uma situação próxima de um *squeeze* dos *short-sellers*²⁶¹.

Vendas a descoberto costumam gerar amplos debates pelo público²⁶². São consideradas como indicativas de manipulação, sendo bastante reguladas²⁶³. Porém, transmitem informações como quaisquer outras negociações²⁶⁴ e possuem potencial utilidade social, razão pela qual devem ser rejeitadas críticas mais superficiais à sua realização – frequentemente veiculadas em defesa de interesses particulares – e considerados os ganhos e perdas que podem proporcionar para a sociedade como um todo.

²⁶⁰ 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, p. 382.

²⁶¹ CHATTERJEA, Arkadev; CHERIAN, Joseph A.; JARROW, Robert A. Market Manipulation and Corporate Finance: a new perspective. **Financial Management**, 1993, p. 202.

²⁶² 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. 435.

²⁶³ FISCHER, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 **Harv. L. Rev.** 503 1991-1992, p. 521.

²⁶⁴ 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. 436.

Fischel e Ross observam que o *short seller* enfrenta custos maiores do que quem pretenda manipular mediante compras seguidas de vendas, porque além do risco de que a elevação das cotações o obrigue a liquidar sua posição com perda, ainda precisa garantir que irá cobrir a sua posição²⁶⁵.

Uma prática usualmente considerada abusiva consiste na venda a descoberto durante o período que servirá para a precificação da uma oferta de valores mobiliários, de modo a reduzir o preço de emissão ou venda, com a concomitante subscrição, ou compra, de ativos ofertados, esperando se beneficiar por poder adquiri-los por valor inferior, reduzido graças à sua atuação²⁶⁶. Operações nesse contexto foram especificamente proibidas pela CVM por meio da ICVM n° 530²⁶⁷.

1.2.25 Naked Short Sell

Uma forma específica de *short selling* é o chamado *naked short selling*. Consiste na venda sem que a parte tenha as ações que precisaria entregar por conta dessa venda. A SEC dá notícia da prática de *naked short sell* e de seus riscos, destacando que, uma vez descumprido o prazo de entrega do ativo, sujeita a contraparte a efeitos econômicos diversos dos da transação padrão a que aderiu (equivalente a uma espécie de contrato futuro sem data) e que, teoricamente, poderia ter precificado de outro modo²⁶⁸.

Finnerty, que remete à definição da SEC, conceitua *naked short sell* como a operação na qual o vendedor não tomou emprestadas ações nem tampouco se certificou de que seria possível fazê-lo (o que é exigido pela regulamentação norte-americana) e menciona que a prática seria antiga, tendo sido adotada pelo já mencionado Jacob Little²⁶⁹.

²⁶⁵ FISCHER, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, p. 521.

²⁶⁶ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, pp. 259-260.

²⁶⁷ “Art. 1° Fica vedada a aquisição de ações, no âmbito de ofertas públicas de distribuição de ações, por investidores que tenham realizado vendas a descoberto da ação objeto na data da fixação do preço da oferta e nos 5 (cinco) pregões que a antecedem.”

²⁶⁸ Proposed Regulation SHO, Release No. 34-48709, Washington, D.C. (October 29). Disponível em <https://www.sec.gov/rules/proposed/34-48709.htm>, acesso em 24 fev. 2016.

²⁶⁹ 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, p. 2.

No Brasil, a CVM, quando divulgou comunicado feito pela IOSCO tratando das iniciativas recentes dos membros do comitê técnico que impõem restrições a vendas a descoberto, esclareceu que:

No mercado brasileiro, não se observa esse tipo de operação, inclusive porque há mecanismos que a tornam inviável. Um deles é a realização de empréstimo automático, pela própria entidade de compensação e liquidação, na hipótese do vendedor vir a falhar na entrega das ações na data de liquidação. Caso não haja ações disponíveis e a liquidação não se complete, é compulsoriamente emitida ordem de compra das ações no mercado. E ocorre a imposição ao investidor inadimplente de multa diária de 0,2% sobre o valor total do negócio a partir da falha na liquidação e até que ela se complete.²⁷⁰

Essa operação foi limitada pela SEC, em um exemplo de regra que claramente determina o que requer para caracterizar a irregularidade e é objetivamente implementada²⁷¹.

1.2.26 Short Squeeze

A prática de *short selling* não é, evidentemente, isenta de riscos e seus praticantes ficam sujeitos a sofrer os efeitos de um *short squeeze*. O *short squeeze* ocorre quando a parte que tomou ações emprestadas para vender a descoberto, e precisa devolvê-las, tem dificuldade em as comprar no mercado, vendo-se obrigada a pagar preços elevados para cumprir sua obrigação contratual²⁷².

A expressão *short squeeze* também é empregada para a estratégia em que o investidor vende o ativo no qual está vendido, com o intuito de reduzir os preços podendo, ainda, ameaçar entregá-los fisicamente. Um exemplo em mercados de *commodities* consiste na hipótese de um fazendeiro que compra futuros de petróleo para se proteger contra o risco dos preços dos fertilizantes subirem com o preço da energia. Caso forçado a receber o ativo fisicamente, tende a vendê-lo de forma rápida, o que pode, na hipótese de

²⁷⁰ Disponível em <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2008/20081003-1.html>, acesso em 27.jan.17.

²⁷¹ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, pp. 288.

²⁷² 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, p. 15.

uma manipulação bem sucedida, gerar uma onda de vendas que acarretariam preços cada vez menores.²⁷³

1.2.27 Excessive Mark up

Outra prática normalmente considerada irregular é o chamado *excessive mark up*, que consiste na cobrança de um intervalo excessivo pelo corretor entre os preços de compra e venda de valores mobiliários²⁷⁴. Sua premissa é a atuação dos corretores como compradores e vendedores, e não como meros intermediários, nos mercados de balcão.

Fischel e Ross sustentam que esta prática poderia ser coibida com base nas regras relativas a fraude e abuso de poder de mercado, não havendo benefício em tratá-la como manipulação²⁷⁵.

De fato, parece inquestionável que o impacto dessa e de outras práticas abusivas potencialmente empregadas por corretores – cujo efeito precípua é sobre o interesse de um investidor em particular perante o qual têm deveres próprios – não pode ser equiparado ao de outros abusos, que influenciam de modo mais abrangente o mercado. No entanto, seus efeitos danosos para o mercado, ainda que indiretos, não podem ser subestimados.

1.2.28 Program trading

Program trading consiste na assunção, pelo corretor, da obrigação de garantir a venda de determinados valores mobiliários por um preço certo (por exemplo, um percentual do que será o preço de fechamento em determinada data de um ativo), o que pode fazer com que seja de seu interesse influenciar o preço de mercado (no exemplo

²⁷³ 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. 369.

²⁷⁴ FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, pp. 539-540.

²⁷⁵ "Nevertheless, the alleged wrong attributable to excessive markups arises from a concern about either fraud or the exercise of monopoly power; calling it manipulation does nothing to advance the analysis." (FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, p. 540).

citado, concentrando as vendas ao final do pregão para tentar reduzir o preço de fechamento)²⁷⁶. Nesse caso, porém, *program trading* não seria nem o meio nem tampouco o resultado da conduta abusiva, mas uma circunstância que permitiria ao manipulador lucrar com a alteração dos preços.

1.2.29 Front running

Outra prática irregular, objeto de ampla preocupação e indiscutivelmente atual é o *front running*, que consiste na antecipação, por uma parte, às negociações a serem feitas por outra em proveito próprio. Lowenfels a considera possivelmente a prática manipulativa mais difícil de definir e remete à conceituação da SEC, para a qual “frontrunning pode ser genericamente definido como envolvendo a negociação com ações, opções ou futuros de posse de informação não pública relativa a uma transação em bloco iminente que provavelmente afetará o preço da ação, opção ou futuro”²⁷⁷.

Nelson Eizirik et. al. se referem a tal prática como exemplo de operação de “embonecamento”²⁷⁸.

Um precedente judicial interessante sobre *frontrunning* diz respeito a negociações afetando os interesses de cidadãos indígenas norte-americanos. Os indígenas recebiam e depositavam em um banco uma distribuição proporcional de certificados de ações relativos a reservas de minérios localizadas em reservas indígenas. Os funcionários do banco criaram um mercado externo para tais títulos e os compraram dos indígenas para revender com lucros a terceiros, sem os informar da existência do mercado externo e da possibilidade de venda por preços maiores. A Suprema Corte Americana concluiu que tais operações prejudicavam os indígenas em violação às regras 10(b) e 10b-5 do *Securities and Exchange Act*, mesma norma com base na qual são punidos casos de *insider*

²⁷⁶ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, p. 260.

²⁷⁷ No original: “Frontrunning may be generally defined as involving trading a stock, option, or future while in possession of non-public information regarding an imminent block transaction that is likely to affect the price of the stock, option, or future.” (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, p. 313).

²⁷⁸ EIZIRIK, Nelson. *et al. Mercado de capitais – regime jurídico.* 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 553.

*trading*²⁷⁹.

A doutrina também faz referência ao chamado "front-running of blocks" como uma modalidade específica de *insider trading* (ainda que não expressamente vedada), que ocorreria quando uma empresa de investimentos negocia opções sabendo que um analista de investimentos vai emitir um relatório com recomendação de compra ou venda da ação subjacente²⁸⁰. Os problemas de *frontrunning*, quando envolvem a divulgação de relatórios, poderiam por ser evitados por meio de regras de *disclosure*²⁸¹.

1.2.30 Piggybacking

Nesse mesmo contexto convém considerar a prática de *piggybacking*, na qual um corretor copia os investimentos feitos por um cliente. Um caso em que se poderia cogitar de *piggybacking* foi o Caso Brasmotor²⁸², no qual um investidor foi condenado por prática não equitativa, consistente na utilização de informação privilegiada, relativa ao aumento do preço de uma oferta pública. Além do investidor, foi condenada a corretora o assessorou e também negociou para carteira própria e para um fundo por ela administrado. Investidor e corretora alegaram ter investido com base em informações públicas, o que não foi acolhido pela CVM com base em diversos argumentos, sobretudo no que se considerou como atipicidade das negociações. Questão interessante é se a Corretora, notando a negociação atípica de seu cliente, estaria incorrendo em prática não equitativa ao reproduzi-lo, ao replicar o comportamento que aparentava ser de um *insider*. O próprio conhecimento das operações daquele cliente seriam, em si, uma informação privilegiada para fins da ICVM nº 8/79? A resposta, provavelmente, dependeria da análise de outras circunstâncias e a atipicidade do investimento, caso verificada, poderia induzir à conclusão de que não se tratava de mera cópia do comportamento aparente de *insider*, mas de atuação com efetiva informação não pública.

²⁷⁹ 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, pp. 327-328.

²⁸⁰ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 **U. Miami L. Rev.** 671 1985-1986, pp. 730-731.

²⁸¹ 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. 162.

²⁸² PAS CVM nº 29/2000, j. em 17.12.2013

1.2.31 Churning ou overtrading

Um caso que se destaca dos demais e é relativamente fácil de conceituar, ao menos em termos gerais, dentre as práticas abusivas é o *churning*²⁸³ (também chamado de *overtrading*²⁸⁴), que consiste na realização de negociações excessivas, com o fim precípua de gerar receitas de corretagem para o intermediário, em detrimento do investidor²⁸⁵.

Este tipo de prática abusiva já foi confrontada pela CVM, que assim a definiu, especificando os indicadores normalmente utilizados para apurar a sua ocorrência, no Caso C&D:

80. A palavra de origem inglesa *churning* é utilizada para designar a prática do intermediário (corretora ou distribuidora) ou do gestor da carteira do investidor de realizar negociações de compra e venda no mercado de ações para o cliente, sem considerar o interesse deste último, mas com a finalidade de gerar receitas de corretagem e comissões.

81. Conforme descrito no Relatório a este voto, há dois indicadores comumente utilizados para a caracterização da prática de *churning*:

(i) a **taxa de giro da carteira**, que é o método mais comum para se determinar a negociação excessiva. Este indicador representa o número de vezes que a carteira foi renovada no período considerado, sendo comum o uso desta taxa anualizada.

(ii) a **taxa de despesa** complementa a taxa de giro, medindo as despesas de negociação. Este indicador é calculado dividindo-se as despesas de negociação pelo patrimônio líquido médio da carteira. Esta taxa é usualmente calculada de forma anualizada.

82. De acordo com o Relatório de Análise 001/2011 denominado “Determinação dos Parâmetros para a Caracterização da Prática do *Churning* no Brasil” elaborado pela BM&FBovespa Supervisão de Mercados (“BSM”) em julho de 2011 (fls. 3141-3164), nos Estados Unidos, a jurisprudência tem aceito a regra apelidada de “2-4-6”. De acordo com esta regra, taxas anuais de giro superiores a 2 seriam sugestivas da prática de *churning*, valores superiores a 4 seriam presumíveis da prática e valores superiores a 6 seriam conclusivos.

83. No estudo preparado pela BSM, para o Brasil, foram analisados os indicadores de giro para cerca de 1200 fundos de ações. A taxa de giro média encontrada em 2010 foi de 2,43 (fl. 3154). Além disso, a BSM indicou que 98% dos fundos de investimento selecionados apresentaram taxa de giro inferior a 12,45. A BSM concluiu em relação às taxas de giro que “valores superiores a 8 são considerados conclusivos ou altamente prováveis da prática de *churning*, requerendo, entretanto a análise do indicador de *cost-equity ratio* para corroborar essa conclusão”. Analisando as taxas de despesas dos fundos de

²⁸³ A operação Churning da Polícia Federal foi uma das origens do Caso D&F – PAS CVM nº RJ2014/2797, j. 27.09.2016.

²⁸⁴ Caso TOV/churning – PAS CVM nº RJ2014/12921, j. em 10.02.2107.

²⁸⁵ “É nestes termos, por exemplo, a definição de Lewis: (...) “Churning” is the excessive buying and selling of securities without regard to the customer’s investment objectives solely to generate commissions. See *Olson v. E.F. Hutton & Co.*, 957 F.2d 622, 628 (8th Cir. 1992). (...)” (LEWIS, Brian *et al.*. Securities Fraud. 52 *Am. Crim. L. Rev.* 1567 2015, p. 1570).

ações brasileiros, a BSM conclui que taxas superiores a 21% são indicativas de *churning*.²⁸⁶

O *churning*, à luz da regulamentação brasileira, foi enquadrado pela CVM como operação fraudulenta:

31. Quanto à imputação de prática de operação fraudulenta, dispõe a Instrução CVM nº 8/79, em seu Item II, 'b', que consiste na utilização de "*ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros;*".

32. A Acusação sustenta que Guilherme, dispondo de controle sobre os recursos do Reclamante, realizou uma quantidade excessiva de operações de compra e venda de valores mobiliários, motivado, certamente, pelo fato de que parcela de sua remuneração estava diretamente relacionada com o total pago a título de corretagem.

33. De início, entendo que assiste razão à acusação ao apontar o giro intenso da carteira do Reclamante como sendo o artilo ou artifício utilizado para mantê-lo em erro, porque, como restou comprovado, num total de 121 dias úteis, Guilherme realizou operações em 76 deles, gerando excessivas despesas de corretagem em flagrante atuação contrária aos interesses do Reclamante, seu cliente.

34. Somente no período de sete meses em que a conta mantida pela A.S. Consultoria junto à Socopa foi utilizada para administrar os recursos do Reclamante, este pagou R\$ 152.823,93 a título de corretagem, o que equivale a 27,2% dos recursos inicialmente investidos, no valor de R\$700 mil. Em bases anuais, este custo representou 37,4%, considerado bastante elevado se comparado aos 22,68% que foi a rentabilidade média do Ibovespa nos últimos dez anos.

35. O indicador denominado *Cost-Equity Ratio* é utilizado para verificar a presença de uma excessiva despesa para os investidores, por refletir o retorno mínimo que seria necessário para cobrir as despesas em determinado período. No mercado brasileiro, sugere-se a adoção da rentabilidade média do Ibovespa¹⁰ que evidenciou, no caso concreto, a reduzida possibilidade de obtenção de lucro por parte do Reclamante frente à estrutura de custo que lhe foi imposta.

36. A meu ver, não restam dúvidas de que o Reclamante foi mantido em erro por Guilherme e a A.S. Consultoria, que por disporem do total controle dos recursos investidos foram capazes de gerar taxas excessivas de corretagem e, por consequência, obterem vantagem patrimonial consistente no recebimento de parcela das taxas, caracterizando a prática de operação fraudulenta, conceituada nos termos do supracitado Item II, 'b', da Instrução CVM nº 8/79.²⁸⁷

O maior desafio nessa matéria diz respeito à definição do momento em que transações passam a ser excessivas e realizadas com o intuito apenas de gerar corretagem, o que já foi objeto de estudos da BSM e da CVM.

²⁸⁶ Caso C&D – PAS CVM nº 24/2010, j. em 27.05.2014. Voto vencedor da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes.

²⁸⁷ PAS SP2012/480, j. em 06.10.2015 (Caso Hera), voto vencedor do Diretor Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes.

1.2.32 Window dressing

Outra forma de manipulação, denominada *window dressing*, consiste em alterar a composição de determinado *portfolio* de investimentos, de modo a fazer com que pareça melhor do que realmente é para os clientes.

A modificação, nesse caso, não ocorre tendo por base um determinado critério financeiro, mas a data na qual a composição da carteira deverá ser revelada, de modo que uma declaração verdadeira (de que a carteira, na data do relatório, tinha os valores mobiliários “a”, “b” e “c”) transmitiria uma impressão equivocada (de que esta composição era a predominante ao longo de todo o período, e não apenas na data-base do relatório)²⁸⁸.

1.2.33 Falsificação de documentos

Uma prática já verificada no mercado brasileiro, e punida pela CVM com base nas regras relativas a abusos no mercado, é o uso de procurações falsas para a venda de ações (por exemplo no Caso Incontrade/Rural – PAS CVM nº 09/02, j. em 19.07.2006, em que houve condenação pela prática de operação fraudulenta, prevista na alínea “c” do inciso II da ICVM nº 8/79).

Outro caso em que relevantes prejuízos foram causados mediante o uso de documentos falsos foi o Caso Fabrizio – PAS CVM RJ2015/9909, j. em 05.09.2017, no qual o Fundo Brazil Sovereign II sofreu prejuízo de milhões de reais em razão da compra de notas lastreadas em títulos emitidos pelos governos do Brasil, da Argentina e da Venezuela por valores superiores, tendo sido apresentados documentos falsos à administradora para dificultar a detecção da fraude.

Não se trata de prática que tenha necessariamente impacto sobre a formação de preços ou a integridade do mercado, sendo seus efeitos restritos aos prejuízos daqueles que tem seus bens alienados sem receber a contrapartida por isto. Do ponto de vista normativo, tal prática não suscita maiores dificuldades, sendo vedada por normas gerais, sem a

²⁸⁸ COMERTON-FORDE, Carole; PUTNIŅŠ, Tālis J. 2009. **Measuring Closing Price Manipulation**. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=1009001>, acesso em 19 jan. 2016, p. 2.

necessidade de regramento específico do ponto de vista técnico. A questão mais particular pode dizer respeito à definição de responsabilidade pela prevenção de tais práticas entre agentes de mercado, e sobretudo quanto à conveniência de a CVM empregar seus recursos para apurar e punir tais condutas.

1.2.34 Fraudes contra fundos

A recente história brasileira justifica que se considere de modo apartado as práticas fraudulentas contra fundos de pensão. Embora tais práticas, no geral, se revistam de alguma forma mais específica, dentre as examinadas em outros itens, a amplitude destes movimentos e dos efeitos que eles provocam para ampla parcela da população justifica que sejam considerados de modo apartado, bem como que sejam considerados mecanismos particulares para preveni-los.

Nesse sentido, pode-se mencionar a mudança de orientação da CVM, que em processos apurando fraudes cometidas contra tais instituições passou, com o Caso Refer, a punir também os seus gestores:

Contudo, gostaria de tecer uma breve consideração sobre o voto do Diretor-relator no tocante à condenação dos gerentes Bruno Grain de Oliveira Rodrigues, da Refer, e Fabianna Carneiro Carnaval Espírito Santo, da Fundação Nucleos, por operação fraudulenta. É a primeira vez que vejo colaboradores de fundos de pensão condenados, nas chamadas "operações de seguro", por operação fraudulenta. Ficou amplamente demonstrado nos autos o papel central que estes indivíduos tiveram na montagem e na implementação de estratégias para prejudicar os fundos de pensão por meio de re-especificação de ordens.

O tipo de operação fraudulenta disposto na alínea "c", do inciso II, da Instrução CVM nº 8 exige que um terceiro seja mantido em erro, pois operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários é "aquela em que se utiliza de ardil, ou artifício, destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros". A questão que se coloca aqui é: quem está em erro? Até aqui, esta Autarquia entendia que se o operador/gerente do fundo de pensão participava do artifício ("esquema"), não se considerava que o fundo de pensão estivesse em erro.

Segundo o Diretor Tadeu, em um caso como este, quem está em erro não é o colaborador, gerente, ou dirigente do fundo de pensão, mas, sim, o trabalhador contribuinte daquele fundo de pensão. Isto significa que, dependendo do artifício utilizado, o operador/gerente do fundo de pensão pode ser responsabilizado tanto por prática não equitativa quanto por operação fraudulenta. Não será mais necessário presumir que o operador/gerente do fundo também estivesse em erro. Na prática, muitas vezes se verifica que é este operador/gerente justamente o pivô do "esquema", tal como bem demonstrado neste PAS.

E a meu ver, esta interpretação do Diretor Tadeu é a mais adequada à luz da Lei nº 6.385/76. Em seu artigo 4º, a Lei dispõe que entre os fins da CVM estão o de "estimular a formação de poupança e a sua aplicação em valores mobiliários"; "assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados", além de "coibir modalidades de fraude". No caso concreto, quem será o poupador prejudicado? Quem todo mês desconta de seu holerite um percentual para a sua aposentadoria contando que estes recursos serão administrados de forma íntegra para lhe permitir um pecúlio quando de sua aposentadoria? Este trabalhador jamais permitiria ter seu holerite descontado se soubesse que um esquema tal como o demonstrado neste PAS existia. Portanto, é ele, o trabalhador, contribuinte do fundo de pensão, quem está em erro e não o dirigente, ou gerente, do fundo de pensão, frequentemente partícipes do esquema.

Em todas as apresentações da CVM temos a mensagem: "CVM – Protegendo quem investe no Futuro no Brasil". Entendo que esta nova interpretação serve melhor a este bordão.²⁸⁹

Além de fundos de pensão em particular, fundos de investimento em geral possuem papel relevante no mercado; a tutela do público investidor em geral não pode se limitar às ocasiões em que esse atua diretamente no mercado, sendo preciso considerar também as hipóteses em que tais investimentos são intermediados por terceiros. Não se trata de problema novo e a ampla regulamentação acerca dos intermediários e administradores de carteira já revela a importância que tal tema vem recebendo.

1.2.35 Especificação posterior

Uma conduta já punida pela CVM como prática não equitativa consiste na posterior especificação de operações de modo a favorecer indevidamente uma das partes. Nelson Eizirik et. al. referem-se a tal prática como “quebra na distribuição de ordens”²⁹⁰. A CVM considera frequentemente a elevada taxa de sucesso de determinados investidores em algumas operações como indício de tal irregularidade, como no caso abaixo:

3. A este respeito, a acusação afirma que o Acusado, com o procedimento que adotava no registro das ordens, direcionava os melhores negócios para M. F. C., ao mesmo tempo em que atribuía os piores negócios para outros dez clientes que atendia.

“4. E, com base nos elementos constantes dos autos, parece-me que a acusação está com a razão. Com efeito, a taxa de sucesso de M. F. C., superior a 95%, associada ao procedimento adotado pelo Acusado para o registro e especificação

²⁸⁹ Caso Refer – PAS CVM nº 30/2005, j. em 11.12.2012. Declaração de voto da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, acompanhando o voto vencedor do Relator Roberto Tadeu.

²⁹⁰ EIZIRIK, Nelson. *et al. Mercado de capitais – regime jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 553.

das ordens não me parece deixar qualquer dúvida quanto à conduta perpetrada pelo Acusado.²⁹¹

No citado caso foi ressaltado não ser necessária a existência de benefício para o Acusado:

15. Dessa forma, e considerando que, para a verificação do tipo imputado ao Acusado, é irrelevante o fato de ele ter obtido algum benefício (bastando que tenha havido uma situação de desequilíbrio/desigualdade entre as partes da operação, no caso, M. F. C. e os demais clientes) e, também, que o Acusado era o responsável pela "estruturação" dos negócios atribuídos à M. F. C., voto pela condenação do Acusado à pena de multa pecuniária no valor de R\$ 172.977,03 (cento e setenta e dois mil reais, novecentos e setenta e sete reais e três centavos), na forma do inciso II do art. 11 da Lei n.º 6.385, de 7.12.1976, combinado com o inciso I do § 1º deste mesmo artigo.²⁹²

Diversos outros processos versaram sobre questões relativas a especificação de ordem, muitos deles relativos a fundos de pensão, como por exemplo o Caso BI Capital – PAS CVM nº 01/2010, j. em 16.07.2013.

1.2.36 Operações de seguro

A CVM intitula “operações de seguro” aquelas em que um intermediário distribui negócios de modo a favorecer um de seus clientes em detrimento de outro, o que ocorre via de regra, por meio da mencionada reespecificação de ordens, mas que poderia empregar outros meios:

34. O presente caso trata das chamadas "operações de seguro", por meio das quais alguém que integra o corpo funcional de uma corretora aloca negócios mais benéficos para um grupo de comitentes favorecidos, e direciona aqueles negócios menos benéficos para outros comitentes, em geral fundos de investimento exclusivos de titularidade de fundos de pensão.

35. Como já apontado pelo Colegiado em outras decisões a respeito de acusações semelhantes, o presente caso se reveste de inúmeras e relevantes dificuldades. A primeira e talvez mais desafiadora de todas é o fato de que cada "operação de seguro" tem suas peculiaridades. Em outras palavras, cada um desses "esquemas" é operacionalizado de forma particular e distinta. Assim, é muito difícil estabelecer os quesitos necessários para identificar tais ilícitos.

36. O que essas operações ilícitas têm em comum é a existência de um "esquema" pré-estabelecido e arranjado para a obtenção de resultados artificiais,

²⁹¹ PAS CVM SP2007/140 (Caso Alpes), j. em 15.10.2013. Voto vencedor do Diretor Relator Otavio Yazbek.

²⁹² PAS CVM SP2007/140 (Caso Alpes), j. em 15.10.2013. Voto vencedor do Diretor Relator Otavio Yazbek.

sem o qual tais ganhos não seriam alcançados. Por isso, as características que passo a descrever são o que sabemos das operações que vimos até agora, mas não é impossível, e é até provável, que haja outros mecanismos capazes de estruturar práticas não equitativas com características distintas.²⁹³

Como mencionado na definição acima, a dita operação pode assumir muitas formas.

1.2.37 Laddering ou tie-in agreements

Laddering consiste na exigência de que um investidor, para poder comprar ações em uma oferta pública inicial de ações, se comprometa a comprar depois ações adicionais por preços pré-determinados segundo um padrão ascendente²⁹⁴.

1.2.38 Shell Game

O jogo da concha consiste em usar uma empresa não ativa, realizar alguns aportes de ativos e promover a volta de suas negociações com elevação do preço (por vezes acompanhada de rumores acerca das propriedades e dos planos dos empreendedores, que podem reacender o interesse pela empresa), até que os organizadores possam apurar ganhos.

Como em muitas outras práticas abusivas, o *shell game* dificilmente tem sucesso sem a participação de um intermediário de mercado.

A regra quando se utilizam empresas inativas, no julgamento da SEC, é de que os organizadores se retirem tão logo possam apurar ganho com tais negociações, porém não se pode descartar a hipótese, menos frequente, em que os organizadores se disponham a admitir a diluição de seu investimento com o fim de obter um mercado imediato para os seus valores mobiliários²⁹⁵.

²⁹³ Caso Laeta – PAS CVM nº 08/2004, j. em 06.12.2012. Voto vencedor da Diretora-Relatora Luciana Dias.

²⁹⁴ KORSMO, Charles R. Mismatch: the misuse of market efficiency in market manipulation class actions. 52 *Wm. & Mary L. Rev.* 1111 2010-2011, p. 1158.

²⁹⁵ BLOOMENTHAL, Harold S. Market-makers, manipulators and shell games. 45 *St. John's L. Rev.* 597 1970-1971, pp. 615-618.

1.2.38.1 Shell game – spin off variation

Uma variação do *shell game* consiste em transferir as ações de uma companhia inativa para uma companhia ativa, que depois distribui tais ações a seus acionistas, como dividendo *in natura* ou por outro meio (por exemplo, por meio de redução de capital) garantindo por este meio que haja a dispersão daquelas ações no mercado. O problema de tal procedimento, na visão da SEC, é que ele equivaleria a uma oferta pública de valores mobiliários, realizada sem a observância das exigências de publicidade que existem para as ofertas. Com efeito, quando a transação se processa de forma tão esquemática quanto exemplificado acima, com a compra das ações pela companhia aberta e sua imediata distribuição aos acionistas, a equiparação entre a companhia e um *underwriter* é, em grande, parte procedente²⁹⁶. A situação torna-se mais complexa quando há um intervalo maior de tempo entre uma etapa e outra ou quando são feitas alterações na estrutura da companhia comprada e que demandam uma análise casuística para averiguar se os mesmos pressupostos se mantêm.

1.2.39 Merchandising

Merchandising é uma prática que inclui elementos de diversas outras práticas (pode envolver informações falsas, o uso de informações privilegiadas, recomendações sem adequada fundamentação ou ainda distribuição pública irregular), mas diz respeito à situação em que um participante de mercado recomenda um valor mobiliário para um cliente sem informar que está também criando um mercado para aquele mesmo ativo²⁹⁷.

Essa circunstância suscita questões relativas ao potencial conflito de interesses do intermediário.

²⁹⁶ BLOOMENTHAL, Harold S. Market-makers, manipulators and shell games. 45 *St. John's L. Rev.* 597 1970-1971, pp. 620-621.

²⁹⁷ BLOOMENTHAL, Harold S. Market-makers, manipulators and shell games. 45 *St. John's L. Rev.* 597 1970-1971, p. 630.

1.2.40 Backdating options

Uma operação que foi objeto de grande atenção pela SEC foi a emissão de opções de compras de ações antedatadas, que representam uma forma disfarçada de pagamento aos administradores, pois sob a aparência de remunerar com base na valorização das ações ocorrida durante seu mandato, simplesmente era fixado um valor considerando a cotação atual, como se as opções tivessem sido outorgadas muito tempo antes²⁹⁸.

Esta prática, no lugar de procurar influenciar as cotações para gerar ganhos, na verdade, toma as cotações existentes como um dado e falseia a data da concessão das opções, tendo por efeito principal, não a distorção dos preços dos valores mobiliários, mas a ilusão dos acionistas quanto ao montante de remuneração dos administradores.

1.2.41 Má administração

Outra situação particularmente interessante que pode ser enquadrada em algumas regras de manipulação diz respeito à administração da companhia aberta com o intuito de interferir indevidamente nas cotações dos títulos de sua emissão. Alguns exemplos de práticas que já foram analisadas nesses termos incluem a redução ou limitação de dividendos, a compra de outra companhia, bloquear investimentos lucrativos, ocultar contratos entre a companhia e seu presidente, adiar programas de desenvolvimento e evitar novos contratos com o governo²⁹⁹.

Conforme classificação a ser examinada adiante, estes seriam exemplos típicos de manipulação baseada em ação, no âmbito da qual é preciso avaliar a conveniência de vedação por meio das normas de repressão a abusos no mercado.

²⁹⁸ LEWIS, Brian *et al.*. Securities Fraud. 52 *Am. Crim. L. Rev.* 1567 2015, pp. 1648-1649.

²⁹⁹ JACOBS, Arnold S. Regulation of manipulation by SEC Rule 10b-5. 18 *N. Y. L. F.* 511 1972-1973, pp. 549-551.

1.2.42 Proxy e manipulação

Um caso interessante é a possibilidade de manipulação no contexto de pedidos públicos de procuração: a SEC já proibiu que um solicitante de procurações anunciasse sua intenção de comprar ações caso recebesse a maioria dos votos, por considerar que tal anúncio poderia influenciar indevidamente os acionistas³⁰⁰. Esse ponto suscita reflexão sobre uma questão mais ampla, consistente na definição de normas acerca da divulgação da intenção de comprar ou vender valores mobiliários, além das normas já existentes que determinam a divulgação de tais operações uma vez consumadas³⁰¹.

1.2.43 Esquemas de Pirâmide ou Ponzi

Com os escândalos envolvendo Bernard Madoff o esquema Ponzi voltou a receber atenção³⁰². Referido esquema consiste em uma pirâmide na qual é prometido aos investidores pagamento de taxas de remuneração elevadas, que não são frutos de uma estratégia de investimento exitosa, mas de uso de recursos investidos por outras vítimas.

O esquema Ponzi cria a falsa aparência de um formidável investimento que, todavia, inevitavelmente irá se revelar uma fraude.

1.2.44 Death Spiral

Outra prática que pode ser considerada manipulativa é a *death spiral*, que pode ocorrer nas chamadas operações PIPE (*private investment in public equity*, investimento privado em companhias públicas, em vernáculo), quando essas envolvem a emissão de títulos cujo valor de conversão ou emissão são definidos com base nas cotações posteriores à própria emissão, de modo que tendam, ao menos teoricamente, a apresentar

³⁰⁰ JACOBS, Arnold S. Regulation of manipulation by SEC Rule 10b-5. 18 N. Y. L. F. 511 1972-1973, p. 557.

³⁰¹ No Brasil, os arts. 11 e 12 da ICVM nº 358, por exemplo.

³⁰² A SEC presta informações sobre o tema em <https://www.sec.gov/fast-answers/answersponzihtm.html>, acesso em 27 nov.2017.

desvalorização, fazendo com que os preços dos ativos entrem em queda na dita espiral da morte³⁰³.

1.2.45 Manipulação por envenenamento

Um caso peculiar de manipulação envolveu o envenenamento de remédios fabricados por empresa farmacêutica com o fim de derrubar o preço de suas ações e proporcionar ganhos para o envenenador, que havia comprado opções de venda das ações daquela mesma companhia³⁰⁴.

Esse tipo de conduta pode ser enquadrado em uma categoria semelhante à de atos de má administração, com a distinção de que não trataria de atos propriamente dos administradores, mas danosos à companhia praticados por terceiros. Nesse caso especificamente, porém, a infração ao mercado de capitais ocupa papel secundário frente ao atentado à vida e à saúde pública.

1.3 Circunstâncias usualmente associadas a abusos

Há, ainda, algumas circunstâncias que não constituem propriamente condutas consideradas irregulares, mas são associadas a determinadas práticas abusivas e merecem ser abordadas em separado.

1.3.1 High Frequency Trading

Negociações em alta velocidade, ou *high frequency trading*, não são irregulares por si só, mas suscitam diversas questões relevantes no âmbito dos abusos no mercado.

³⁰³ STEINBERG, Marc I. OBI, Emmanuel U. *Examining the pipeline: a contemporary assessment of private investments in public equity ("Pipes")*. In: **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, vol. 11:1, 2008, p. 23.

³⁰⁴ 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. 389.

Já em 1988 considerava-se que a SEC ficaria sob pressão significativa para regular negociações eletrônicas e eventualmente até bani-las, embora seja difícil contemplar sua proibição nos dias atuais³⁰⁵.

Não há um conceito único, embora a opção pela expressão saliente o aspecto central, que consiste na velocidade das negociações, sem prejuízo de outros elementos serem destacados pela doutrina, tais como o uso de algoritmos (nesse contexto, uma sequência de passos para definir uma negociação); a *colocation* (inclusão dos computadores do negociador dentro da bolsa de valores); elevado número de cancelamentos de ordens e capacidade de negociação com níveis relativamente baixos de capital³⁰⁶.

High frequency trading esteve à frente de alguns dos eventos mais relevantes no mercado de capitais nos últimos anos. Um desses casos consistiu no erro cometido pela Knight Capital, que em agosto de 2012, no lugar de enviar 212 ordens, enviou 4 milhões. Graças a esse equívoco, negociou quase 400 milhões de ações em 45 minutos. Quando o software foi corrigido, já havia acumulado, além de bilhões de dólares em posições, prejuízo no montante de US\$ 460 milhões, o que levou a firma à falência³⁰⁷.

Essas negociações correspondiam, em 2015, a cerca de 50% a 70% das negociações com valores mobiliários nos Estados Unidos. Caso considerados sistemas mais lentos que utilizam também algoritmos, este número seria ainda maior³⁰⁸.

Nas negociações de alta frequência, a velocidade passa a ser da essência das estratégias, podendo até mesmo ser o seu fator predominante (embora não se possa deixar de observar que maior velocidade sempre representou uma vantagem em negociações).

Yesha Yadav (com referências a *algorithmic traders*) destaca três aspectos essenciais da alta velocidade. Em primeiro lugar, ao negociar em alta velocidade os agentes conferem liquidez aos investidores em geral, possuindo papel relevante como formadores de mercado, em sentido amplo (um estudo aponta uma redução de 50% nos *spreads* em determinado mercado após a entrada de um negociador de alta velocidade).

³⁰⁵ 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. 427.

³⁰⁶ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). **Virginia Law Review**, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, pp. 5; 27-54.

³⁰⁷ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). **Virginia Law Review**, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, p. 15.

³⁰⁸ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). **Virginia Law Review**, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, pp. 5-6.

Em segundo lugar, esses investidores geralmente incorporam novas informações nos preços de forma mais rápida, o que tende a tornar os mercados mais eficientes. A terceira inovação das negociações em alta velocidade são as práticas irregulares, tais como *wash trades*, *spoofing* ou *marking the close*, que podem ser executadas com mais facilidade do que operações regulares³⁰⁹.

Outrossim, algumas empresas que realizam negociações de alta velocidade são suspeitas de manipular o preço de fechamento, notadamente em negociações com derivativos³¹⁰.

Além de novos desafios, há práticas irregulares antigas que são também empregadas no âmbito de negociações em alta velocidade, como *spoofing*, examinado em item próprio e que consiste na emissão de muitas ordens com o fim de interferir no regular funcionamento do mercado³¹¹.

A arbitragem, entendida como a exploração de diferenças de preços para um mesmo ativo em mercados distintos, embora legítima, suscita preocupação quando realizada na velocidade e escala adotada em negociações de alta frequência, quando as negociações impactam os preços além da simples correção de distorções entre mercados³¹².

Com a ascensão dos algoritmos nas negociações, passam não apenas a poder ser protagonistas de práticas abusivas, especialmente nos casos de *layering* e *spoofing*, mas também suas vítimas: negociadores podem programar seus softwares para negociar de modo a induzir *algo traders* a negociarem de forma equivocada.

Uma particularidade das negociações em alta frequência é a criação de riscos aos quais os reguladores não estão acostumados³¹³. Há também a tese de que a ocorrência de

³⁰⁹ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). **Virginia Law Review**, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, pp. 28-32 e 54. Cf. LEWIS, Michael. **Flash Boys**. New York: Norton, 2015, sobre outros potenciais abusos.

³¹⁰ 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. 231.

³¹¹ 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), pp. 229-230.

³¹² 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, pp. 426-427.

³¹³ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). **Virginia Law Review**, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, p. 27.

um eventual erro seria inerente ao seu funcionamento, o que prejudicaria a aplicação das teorias clássicas de responsabilidade³¹⁴.

Em suma, o debate hoje com relação às negociações de alta frequência envolve discussões quanto à limitação da velocidade de determinadas negociações, com alguns estudiosos sugerindo o estabelecimento de limites ou negociações em lotes para evitar uma hipervelocidade ineficiente³¹⁵. A Portaria CVM/PTE/Nº 105, de 07 de junho de 2016 instituiu o Núcleo de Inovação em Tecnologias Financeiras da CVM com o fim de endereçar estas e outras questões.

Em suma, o tema certamente demanda estudos específicos, sem prejuízo de poder se beneficiar da reflexão acerca das formas mais tradicionais de abusos.

1.3.2 Rebate arbitrage

Arbitragem de rebates consiste na execução de ordens com o objetivo precípua de obter ganhos relacionados a valores pagos pelas bolsas de valores por determinadas espécies de operação, como ocorre no regime de *market taker*. O conceito de *market taker* é de que a bolsa de valores cobra uma taxa das ordens que retiram liquidez do mercado (como, por exemplo, ordens a mercado), e paga um prêmio a ordens que conferem liquidez, como fazem as ordens limite.³¹⁶

Tendo em vista que a negociação pode ser motivada prioritariamente pelos prêmios pagos pela bolsa, e não pelo valor intrínseco dos valores mobiliários em si, os negócios realizados nesse tipo de mercado podem demandar um tratamento diferenciado quando se conceituam operações regulares e abusivas a partir da intenção do agente.

O regime de *market taker*, embora possa criar um cenário mais propício para determinados abusos, não suscitou modalidades propriamente novas de abuso que tenham sido identificadas até o momento. A modalidade abusiva mais potencializada por este

³¹⁴ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). *Virginia Law Review*, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, p. 6.

³¹⁵ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). *Virginia Law Review*, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, p. 54.

³¹⁶ DOLGOPOLOV, Stanislav. The maker-taker pricing model and its impact on the securities market structure: a can of worms for securities fraud? 8 *Va. L. & Bus. Rev.* 231 2014, pp. 234-250.

regime de Market Maker seria o *spoofing*³¹⁷, que também apresenta potencial para agravar os conflitos de interesses que dão ensejo ao *churning*³¹⁸.

Para alguns, a arbitragem de rebates não seria irregular em si, na ausência de distorções artificiais de preços, ao menos sob as regras que coíbem condutas fraudulentas ou manipulativas. Nesse contexto, o fato de que tais práticas podem colocar alguns participantes do mercado em desvantagem precisará ser endereçado sob outra perspectiva.

De todo modo, trata-se de questão relevante, em princípio, para mercados onde há negociação de um mesmo ativo em múltiplas bolsas³¹⁹.

1.3.3 Dark Pools e ordens ocultas

As *dark pools* são ambientes de negociação com pouca ou nenhuma transparência. Embora não necessariamente caracterizem práticas abusivas, o recente florescimento de *dark pools* está intrinsecamente ligado à evolução de negociação de alta velocidade e aos desafios que tais negociações vêm representando para determinados investidores, bem como ao uso de ordens ocultas, mecanismos que elevam os custos de negociação de determinados investidores em ambientes públicos. As *dark pools* representam, assim, alternativas para tais investidores buscarem condições mais favoráveis para seus negócios³²⁰, mas podem ser também palco de abusos.

1.3.4 Negociar durante ofertas e transações envolvendo controle societário

Algumas operações específicas envolvendo companhias podem criar um cenário favorável para práticas abusivas, como ocorre nas ofertas públicas e nas negociações envolvendo seu controle.

³¹⁷ DOLGOPOLOV, Stanislav. The maker-taker pricing model and its impact on the securities market structure: a can of worms for securities fraud? 8 *Va. L. & Bus. Rev.* 231 2014, pp. 255-256.

³¹⁸ Cf. LEWIS, Michael. **Flash Boys**. New York: Norton, 2015, para uma correlação entre rebates e abusos por negociadores de alta frequência.

³¹⁹ O que não sucede no Brasil, mas é admitido em tese pelo art. 57 da Instrução CVM nº 461.

³²⁰ PATTERSON, Scott. **Dark Pools: high-speed traders, AI bandits, and the threat to the global financial system**. New York: Crown Business, 2012.

Operações realizadas durante períodos de distribuição de valores mobiliários, pelas mesmas pessoas envolvidas na distribuição, podem dar ensejo a diversos abusos, razão pela qual costumam ser restringidas pela regulamentação³²¹, outorgando-se tutela especial nesses períodos para combater uma tentação maior para determinadas práticas manipulativas já mencionadas, que pudessem visar a criar a aparência de um mercado mais ativo ou elevar os preços.

As operações envolvendo controle, por sua vez, dependem e tem efeitos relevantes sobre o preço das ações, de modo que quaisquer ações destinadas a influenciá-las podem ser vistas como destinadas a influenciar o preço das ações, o que corresponde às definições mais abrangentes de manipulação de mercado.

Norman Poser relata alguns casos em que negociações nestas circunstâncias foram consideradas ao menos potencialmente manipulativas, tais como a compra de ações por uma subsidiária da companhia, elevando seu preço, durante negociações para uma fusão; a compra de ações de forma significativa por um *white knight* durante uma oferta pública (e a venda em segredo de parte destas ações no último dia da oferta, de modo a manter os preços acima do preço da oferta, desincentivando a adesão dos acionistas); e a garantia de um ganho mínimo a quem vendesse ações, com a finalidade de reduzir as cotações e induzir os administradores a aceitar uma oferta de compra das ações com pagamento em ativos.³²²

No que se refere a operações envolvendo o controle de companhias, a mera atuação com influência sobre o preço não seria irregular, mas tampouco o fato de o fim último não ser alterar o preço, mas sim obter o controle, afastaria uma acusação de manipulação caso presente comportamento fraudulento³²³.

Outras hipóteses de manipulação no contexto de ofertas incluem ameaças de venda de ações de modo a derrubar os preços, no caso de não aceitação da oferta, a realização de oferta sem recursos para sua liquidação e os chamados *warehousing agreements*, em que

³²¹ JACOBS, Arnold S. Regulation of manipulation by SEC Rule 10b-5. 18 N. Y. L. F. 511 1972-1973, p. 534; ICVM nº 400, art 48: “Art. 48. A emissora, o ofertante, as Instituições Intermediárias, estas últimas desde a contratação, envolvidas em oferta pública de distribuição, decidida ou projetada, e as pessoas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma, deverão, sem prejuízo da divulgação pela emissora das informações periódicas e eventuais exigidas pela CVM: (...) II – abster-se de negociar, até a divulgação do Anúncio de Encerramento de Distribuição, com valores mobiliários do mesmo emissor e espécie daquele objeto da oferta pública, nele referenciados, conversíveis ou permutáveis, ou com valores mobiliários nos quais o valor mobiliário objeto da oferta seja conversível ou permutável, salvo nas hipóteses de: (...)”.

³²² POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 U. Miami L. Rev. 671 1985-1986, pp. 731-732.

³²³ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 U. Miami L. Rev. 671 1985-1986, p. 735.

uma parte compra e mantém ações para depois receber por elas valor superior ao da oferta³²⁴ (e que poderia ser considerada uma modalidade específica de *parking*).

No âmbito de negociações sobre o controle, ainda podem ser consideradas todas as ofertas públicas com essa finalidade, as quais, como visto, estão submetidas a regras específicas, com o fim de prevenir manipulação do mercado.

1.3.5 Negociações com as próprias ações

Outra operação que, embora amplamente utilizada e admitida, pode ser enquadrada com facilidade nos conceitos mais amplos de manipulação, é a negociação pelas companhias com ações de sua própria emissão.

O estudo intitulado “Impactos da recompra de ações em bolsa na liquidez de longo prazo”, elaborado pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA) em abril de 2017³²⁵, menciona que:

59 O principal normativo americano relacionado à recompra de ações é a Rule 10b-18, adotado pela Securities and Exchange Commission (SEC) em 1982 e alterado em junho de 2005. Há adicionalmente, regramentos específicos a respeito de prestação de informações sobre as negociações realizadas. As preocupações centrais de tais normativos referem-se à manipulação de mercado, e mesmo as normas sobre transparência parecem ter esse foco. Neste sentido, exceto pelas normas para evitar manipulação de mercado, não parece haver restrições substanciais às companhias comprar ou vender ações de sua própria emissão.

Berle considera que recompras podem ter mais a finalidade de prevenir a negociação por investidores em pânico do que induzir negócios, o que, a seu ver, poderia justificar o reconhecimento de sua legitimidade quando comparada a outras práticas destinadas a influenciar investidores, tendo em vista que uma das premissas para caracterizar a manipulação pela *commom law* seria induzir os investidores a negociar e, nesse caso, tratar-se-ia de induzí-los a não negociar³²⁶.

³²⁴ JACOBS, Arnold S. Regulation of manipulation by SEC Rule 10b-5. 18 *N. Y. L. F.* 511 1972-1973, pp. 551-552.

³²⁵ Disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Impactos_da_Recompra_de_Acoes_em_Bolsa_na_Liquidez_de_Longo_Prazo__AIR__Site.pdf, acesso em 27 nov. 2017.

³²⁶ BERLE, A. A. *Stock Market Manipulation*. 38 *Colum. L. Rev.* 393 1938, p. 407.

Esta explicação parece insuficiente; outra vertente considera que não seriam as negociações das companhias em si que teriam impacto sobre o mercado, mas a informação a esse respeito por elas divulgadas (o que reitera a necessidade de explorar as causas das alterações nos preços das ações)³²⁷.

Não são poucos os problemas com que se confronta uma companhia ao negociar com as próprias ações, operações sujeitas a diversas regras específicas, no Brasil (notadamente aquelas previstas na ICVM n° 567) e nos Estados Unidos³²⁸.

Embora recompras sejam normalmente aceitas como práticas regulares, apesar de se enquadrarem em conceitos mais amplos de abusos de mercado, isto não afasta a possibilidade de seu uso para práticas abusivas. Um exemplo é o caso da Georgia-Pacific Corporation, que foi acusada pela SEC de ter negociado com ações de sua emissão de modo a influenciar os preços que serviriam de base para a emissão de ações a serem entregues como contrapartida de outras operações. Como o caso teve solução consensual, acabou não sendo explicitado pela SEC como as operações em questão violariam a regra 10b-5³²⁹.

No Brasil, a BSM instaurou o PAD 46/2016 para apurar práticas irregulares no contexto de operações de recompra de ações, o qual foi encerrado por meio de termo de compromisso.

A revogada ICVM n° 10/80 dispunha, de forma redundante, ser vedada a aquisição, de modo direto ou indireto, de ações de emissão da companhia, para permanência em tesouraria ou cancelamento, quando criassem por ação ou omissão, direta ou indiretamente, condições artificiais de demanda, oferta ou preço das ações ou envolvessem práticas não equitativas (art. 2º, “c”). No mesmo sentido caminha o art. 11³³⁰ da Instrução n° 567.

O edital de audiência pública SDM N° 11/13 propôs o estabelecimento de presunção de regularidade para as companhias que observassem determinados parâmetros em suas recompras:

³²⁷ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, p. 223.

³²⁸ JACOBS, Arnold S. Regulation of manipulation by SEC Rule 10b-5. 18 *N. Y. L. F.* 511 1972-1973, pp. 528-530.

³²⁹ 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. 423.

³³⁰ “Art. 11. As limitações à negociação previstas nesta Instrução aplicam-se sem prejuízo das normas da CVM que dispõem sobre: I – a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço, manipulação de preço, operações fraudulentas e práticas não equitativas; (...)”.

Art. 10. As aquisições de ações de própria emissão realizadas em mercados organizados de valores mobiliários presumem-se em conformidade com as normas que vedam a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço, manipulação de preço, operações fraudulentas e práticas não equitativas, se atendidas as seguintes condições:

I – o preço de compra das ações não exceder o maior entre:

- a) o preço do último negócio realizado sem interferência da companhia; e
- b) a maior oferta realizada por terceiros independentes da companhia;

II – o volume negociado não exceder 25% (vinte e cinco por cento) do volume médio diário nos últimos 20 (vinte) pregões anteriores àquele em que a negociação for realizada;

III – os negócios não forem realizados nos 30 (trinta) minutos posteriores ao início do pregão nem nos 30 (trinta) minutos anteriores ao fim do pregão;

IV – a cada pregão, apenas uma instituição atuar como intermediária da companhia; e

V – a companhia não vender ações de sua emissão, em mercados organizados de valores mobiliários, no período em que estiver autorizada a adquirir tais ações, ressalvado o disposto no art. 8º. Parágrafo único. A presunção de que trata o caput não se aplica a operações com derivativos.

A CVM, porém, decidiu não editar regras nesse sentido, como registrado no Relatório de Análise relativo à Audiência Pública SDM nº 11/2013 (Processo CVM nº RJ2008-11441):

A minuta pretendeu estabelecer uma presunção de regularidade, deixando claro que se as condições para essa presunção não fossem observadas, isso não se converteria automaticamente em uma presunção de irregularidade.

Nesse sentido, seu propósito era estabelecer uma orientação aos participantes do mercado. Todavia, os comentários recebidos dos participantes sobre a própria existência da presunção, em geral, e sobre vários de seus requisitos, em particular, revelaram que a norma poderia deixar de atingir esse objetivo ou até mesmo alcançar efeito inverso.

Somou-se a isso a ausência de histórico significativo de companhias abertas negociando ações de sua própria emissão em condições que poderiam levantar suspeitas de manipulação e outras práticas nocivas ao regular funcionamento do mercado.

Por tais razões, a proposta definitiva de instrução não contempla hipótese de presunção de regularidade de operações cursadas em mercados organizados de valores mobiliários.

1.3.6 Liquidez, Microcap fraud e mercados suscetíveis

Uma questão essencial na regulação relaciona-se ao foco em determinados mercados ou valores mais propensos à manipulação. Diversos estudos procuram determinar os mercados mais suscetíveis à manipulação, destacando, não sem alguma controvérsia, aqueles com pouca liquidez e capitalização.

A doutrina menciona ser mais fácil mover os preços de companhias pouco capitalizadas³³¹, por haver menos informações com relação a elas, e também por seus investidores serem, em geral, menos qualificados³³².

Microcap fraud, embora por vezes tratada como uma prática diferenciada, designa apenas manipulação, que pode ser feita por diversas das formas mencionadas anteriormente, mas com foco específico em empresas de pequena capitalização³³³. Por esta razão, não foi incluída dentre as práticas usualmente consideradas irregulares, acima mencionadas.

O impacto nos preços é correlacionado à capitalização de mercado do emissor. Em vista disso, a maioria dos comentadores considera mais provável a manipulação envolvendo as companhias negociadas no mercado de balcão, cuja capitalização seria inferior àquelas das companhias listadas em mercados nacionais (outro motivo seria a percepção de ausência de rigor regulatório)³³⁴.

A correlação entre liquidez e probabilidade de manipulação é considerada plausível no que se refere à manipulação baseada em negociação, porque seria difícil e talvez inviável (por envolver grandes custos e riscos) mover, por este meio, as cotações de empresas muito grandes e líquidas. No que se refere à manipulação por meio da disseminação de informações falsas, todavia, a mesma correlação não existe³³⁵.

A CVM, por sua vez, afirmou no Caso Sanepar que a reduzida liquidez das ações desta companhia a tornaria propícia para manipulação de preço:

145. E a Acusada, sabedora de que as ações da Sanepar possuíam baixa liquidez, condição propícia para a efetivação da manipulação de preço, facilmente alcançou seu objetivo de melhorar o preço médio das suas aquisições, o que provavelmente não seria possível caso a ação tivesse alta liquidez, pois, nesta hipótese, o preço seria rapidamente restabelecido pelas forças naturais de mercado, dificultando a obtenção de um melhor preço médio, e, como consequência, os fundos correriam o risco de comprar a um preço superior ao desejado com a manipulação, e com isso incorrer em perdas.³³⁶

³³¹ 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, p. 14.

³³² TOROSS, Nancy. Double-Click on This: Keeping Pace with On-Line Market Manipulation, 32 **Loy. L.A. L. Rev.** 1399 (1999), p. 1407.

³³³ Cf., com referência específica ao uso de informações falsas, eventualmente associado à pump and dump. LEWIS, Brian *et al.*. Securities Fraud. 52 **Am. Crim. L. Rev.** 1567 2015, p. 1645.

³³⁴ DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. 6 **NTU L. Rev.** 55 2011, p. 78.

³³⁵ AGGARWAL, Rajesh K.; WU, Guojun. Stock Market Manipulations. **The Journal of Business**, Vol. 79, No. 4 (July 2006), p. 1940.

³³⁶ PAS RJ2012/9808, j. em 18.12.2015 (Caso Sanepar), voto vencedor do Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes.

A premissa de que ações pouco negociadas seriam mais propensas a serem manipuladas foi contestada em razão do seu maior *bid-ask spread* (diferença entre preços de compra e venda), que aumentaria o custo de transação, dificultando a realização de uma manipulação lucrativa³³⁷. Considerando aspectos positivos e negativos dos custos de transação, há quem conclua ser ambíguo seu resultado líquido no que se refere a facilitar ou dificultar a manipulação³³⁸.

Sob uma perspectiva empírica, um levantamento dos casos de *pump e dump* processados pela SEC entre janeiro de 1980 e dezembro de 2002 revelou que envolveram predominantemente *small stocks*³³⁹.

Em um estudo abrangendo 184 eventos de manipulação de preço de fechamento nos EUA e Canadá, entre 1997 e 2009, a amostra de ações manipuladas tendia a ser mais líquida que a mediana³⁴⁰ da bolsa, e não estava em nenhum dos extremos no espectro de liquidez. Se por um lado ações menos líquidas seriam mais fáceis de manipular, a manipulação de ações mais líquidas seria mais lucrativa³⁴¹.

O exame das ações que foram objeto de pools revelou que não apresentam particularidades quanto à sua capitalização, quando consideradas em comparação com as empresas que atuam no mesmo setor, mas seriam mais voláteis e líquidas, na média, que as demais companhias do ramo³⁴².

Manipuladores podem, contudo, optar por mercados mais líquidos justamente para dificultar sua detecção: na ação movida contra Aleksandr Milrud a SEC alegou que ele teria instruído seus colaboradores a negociar quantidades pequenas de valores mobiliários

³³⁷ FISCHER, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, p. 518.

³³⁸ 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, pp. 30-31.

³³⁹ 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, p. 35.

³⁴⁰ Valor que separa a metade maior e a metade menor de uma amostra, uma população ou uma distribuição de probabilidade.

³⁴¹ 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, pp. 12-13.

³⁴² 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, pp. 3-4.

com volumes de negociação relativamente altos, realizando poucos negócios com impacto limitado no preço³⁴³, com o fim de evitar a detecção.

Além disso, o fator de liquidez é diferente conforme a prática abusiva: ações menos líquidas são boas candidatas para *pump and dump*, porque os ganhos decorrem da própria negociação com as ações; o mesmo não ocorre com a manipulação do preço de fechamento, porque esse, via de regra, destina-se a influenciar os preços de outros ativos, em outros mercados, relacionados ao preço manipulado. Em geral são as ações mais líquidas que têm tais ativos³⁴⁴.

Além da capitalização de mercado, outros fatores que influenciam a probabilidade de valores mobiliários serem manipulados são a concentração da propriedade acionária³⁴⁵ e a falta de transparência³⁴⁶.

Há quem entenda que um bom regime de *disclosure* pode incentivar fraudes, porque os investidores seriam menos vigilantes em um ambiente onde predominassem níveis elevados de transparência. A própria transparência dos preços é, por vezes, um incentivo para determinadas formas de manipulação³⁴⁷. De todo modo, na ausência de regras de divulgação de informação, o risco de abusos seria maior.

Diante dessas considerações sobre as circunstâncias que facilitam ou dificultam a manipulação, cabe indagar se haveria mercados imunes a tal prática.

Na ausência das condições acima, a manipulação torna-se difícil e, para alguns autores, inviável. Fischel e Ross mencionam que seria provavelmente impossível obter poder de mercado na negociação de títulos do tesouro norte-americano³⁴⁸. Pode-se ilustrar tal caso com a alegada tentativa de manipulação da prata pelos irmãos Hunt, que foi mal sucedida e gerou para eles perdas relevantes, demonstrando a dificuldade de manipular mercados futuros³⁴⁹.

³⁴³ Disponível em <https://www.sec.gov/litigation/complaints/2015/comp-pr2015-4.pdf>, acesso em 15.11.2017.

³⁴⁴ COMERTON-FORDE, Carole; PUTNIŅŠ, Tālis J. 2009. **Measuring Closing Price Manipulation**. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=1009001>, acesso em 19 jan. 2016, pp. 12-13.

³⁴⁵ 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. 12.

³⁴⁶ AGGARWAL, Rajesh K.; WU, Guojun. Stock Market Manipulations. **The Journal of Business**, Vol. 79, No. 4 (July 2006), p. 1936.

³⁴⁷ BLACK, Bernard. The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets, 48 **UCLA L. Rev.** 781, 803 (2001), p. 798.

³⁴⁸ FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 **Harv. L. Rev.** 503 1991-1992, p. 547.

³⁴⁹ FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 **Harv. L. Rev.** 503 1991-1992, p. 548.

Independentemente de quão exitosa, a operação dos irmãos Hunt modificou as crenças sobre a possibilidade de manipulação do mercado de prata (“antes do episódio dos irmãos Hunt, acreditava-se que o mercado de prata era muito grande para ser manipulado, mas (...) conseguiram o que se imaginava impossível”)³⁵⁰.

Uma circunstância que dificultaria a manipulação de mercados futuros seria o tamanho muito maior dos mercados de referência: no que concerne a índices de ações, por exemplo, seria preciso manipular o preço das companhias que o compõem. Se manipular as ações de uma grande companhia é difícil, de diversas é ainda mais³⁵¹.

Segundo Charles Korsmo, afirmar que mercados eficientes seriam imunes a manipulação seria praticamente tautológico em termos teóricos, o que indica que promover a eficiência dos mercados é uma maneira de desestimular a manipulação³⁵².

Um outro aspecto acerca do qual se cogita quando da reflexão sobre a conveniência da regulação estatal é a possibilidade de investidores se retirarem de mercados onde há manipulação, pois quanto maior a facilidade para sair do mercado, menor é a probabilidade de práticas abusivas prosperarem, tendo em vista que sua percepção acarretaria a saída dos investidores e poderia levar ao fim do próprio mercado³⁵³.

Em um peculiar experimento, Colin Camerer procurou manipular o mercado de apostas em corridas de cavalo, não tendo logrado êxito em seu propósito, o que para ele seria um indicativo de que os mercados não seriam facilmente manipuláveis³⁵⁴. No entanto, mesmo admitindo, apenas para argumentar, a validade do experimento naquele âmbito, não seria possível extrapolar suas conclusões para os mercados de capitais, que possuem diferenças fundamentais com o de corridas de cavalos, a começar pela transferência de ativos que lhes é inerente.

³⁵⁰ No original: “(...) Prior to the Hunt Brothers' episode, it was thought that the silver market was too large to be manipulated, but (...) the Hunts accomplished what previously had been thought to be not feasible.” (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. 374).

³⁵¹ 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. S110-S111.

³⁵² KORSMO, Charles R. Mismatch: the misuse of market efficiency in market manipulation class actions. 52 *Wm. & Mary L. Rev.* 1111 2010-2011, pp. 1146-1147.

³⁵³ Neste sentido, afirmando que a entrada e a saída nos mercados futuros é tão fácil que monopólios não podem prosperar, 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. S109.

³⁵⁴ CAMERER, Colin F. Can Asset Markets Be Manipulated? A Field Experiment With Racetrack Betting. *Journal of Political Economy*. Vol. 106, No. 3 (June 1998), p. 481.

Para a política regulatória, a constatação da correlação entre essas características e o potencial da manipulação suscita duas ordens de consideração, tanto com relação ao foco da fiscalização, quanto à própria estrutura regulatória.

No que diz respeito à fiscalização, tais dados podem orientar a concentração de maiores recursos na repressão de eventuais abusos nos mercados mais suscetíveis à sua ocorrência. No entanto, se tais mercados são menos significativos, talvez seja preciso reconhecer que certas negociações devem ser admitidas como de elevado risco, e a avaliação do risco ser deixada a cargo de seus participantes.

No que diz respeito à regulação, embora se possa cogitar da conveniência de estipular regras mais rigorosas no que se refere aos mercados sujeitos a maiores riscos, uma proposta a ser considerada seria limitar a regulação no que se refere a mercados mais suscetíveis a influências peculiares. Com efeito, se mercados amplos como os de dívida pública ou de grandes corporações são dificilmente influenciados por um investidor em particular, a atuação com influência sobre preços poderia ser adotada como presunção de irregularidade de forma mais útil do que em mercados com pouca liquidez, nos quais mesmo negociações com valores baixos podem surtir efeitos relevantes sobre os preços.

1.3.7 Especulação excessiva e bolhas especulativas

Sheila Christina Neder Cerezetti, comentando o art. 4º, II³⁵⁵ da Lei nº 6.385/76, destaca na referência ao estímulo das aplicações permanentes, uma identificação do interesse público com “aportes que se distanciassem de práticas especulativas.”³⁵⁶ De fato, tal consideração reflete bem o espírito da lei. A implementação deste princípio não é trivial, porque a especulação pode ser necessária para prover a liquidez e os preços eficientes que beneficiam tanto os investidores de longo quanto de curto prazo.

Cabe esclarecer que manipulação e especulação não se confundem³⁵⁷. A especulação vem sendo reconhecida como útil por fornecer liquidez aos agentes do

³⁵⁵ “Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

(...)

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

³⁵⁶ CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 117.

mercado, embora se cogite de seu caráter excessivo quando extrapola tal finalidade³⁵⁸. O *Commodity Exchange Act* chega a definir especulação excessiva como aquela que causa “flutuações súbitas ou desnecessárias no preço ou mudanças indevidas”³⁵⁹, que não se confundiria com manipulação porque pode ocorrer sem a intenção de causar dano³⁶⁰.

O mesmo sucede em relação às bolhas: sua relação com práticas abusivas, inicialmente ocultadas pelos “ruídos eufóricos criados por investidores, pela mídia e por profissionais de mercado” é facultativa; por vezes originam-se do comportamento espontâneo dos investidores. Podem, contudo, induzir práticas manipulativas, pela reticência dos administradores em corrigir supervalorizações do mercado³⁶¹. Seria atípico o presidente de uma companhia aberta alertar ao público investidor que a empresa por ele dirigida não é tão promissora quanto imaginam. Até porque, nesse caso, ele estaria lidando com *soft information*, consistente em projeções de resultados futuros, e não com a simples ocorrência de fatos concretos, conquanto desfavoráveis, que é seu dever divulgar.

³⁵⁷ EIZIRIK, Nelson. *et al. Mercado de capitais – regime jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 539.

³⁵⁸ Cf. 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.* 707 2013, p. 714, para quem a especulação seria excessiva quando exceder o necessário para prover liquidez aos *hedgers* comerciais.

³⁵⁹ No original, o início do Título 7, Capítulo 1, § 6a do US Code: US CODE: “Excessive speculation in any commodity under contracts of sale of such commodity for future delivery made on or subject to the rules of contract markets or derivatives transaction execution facilities, or swaps that perform or affect a significant price discovery function with respect to registered entities causing sudden or unreasonable fluctuations or unwarranted changes in the price of such commodity, is an undue and unnecessary burden on interstate commerce in such commodity.”

³⁶⁰ 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.* 707 2013, p. 738.

³⁶¹ AVGOULEAS, Emílios. *The mechanics and regulation of market abuse: a legal and economic analysis*. Oxford: Oxford University Press, 2005, pp. 87-92.

2 CONCEITOS DE ABUSO

2.1 Dificuldades com o conceito de abusos

O primeiro elemento a ser considerado ao definir abusos no mercado de capitais é a perene dificuldade inerente a tal tarefa³⁶².

A imprecisão dos conceitos está longe de ser uma particularidade da disciplina dos abusos no mercado de capitais, como se pode observar em relação ao onipresente conceito de mercados justos e ordenados³⁶³. Os limites da linguagem desafiam diversas ciências mas, como será demonstrado, o cerne dos problemas existentes no âmbito dos abusos no mercado não está tanto nas indefinições das fronteiras do significado quanto na compreensão das forças mais elementares que movem o mercado.

As condutas que se pretende examinar no presente trabalho são disciplinadas principalmente pela ICVM nº 8/79³⁶⁴. Em vista da própria imprecisão dos conceitos, não é possível estabelecer paralelos claros com as categorias de outros países. De modo geral, porém, as mesmas preocupações – notadamente nas categorias que suscitam problemas mais específicos – podem ser identificadas na doutrina norte-americana quando esta

³⁶² VERSTEIN, Andrew. Benchmark Manipulation. 56 **B.C. L. Rev.** 215 2015, p. 272.

³⁶³ BRADLEY, Caroline. Disorderly Conduct: Day Traders and the Ideology of "Fair and Orderly Markets". 26 **J. Corp. L.** 63 (2000). A título de exemplo, observe-se que a Deliberação CVM nº 14 traz em seus considerandos “que a CVM, no uso de suas atribuições, deve assegurar o desenvolvimento ordenado do mercado, o que implica em afastar distorções incompatíveis com a regularidade, eficiência e confiabilidade que devem predominar no mercado de valores mobiliários”.

³⁶⁴ “II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como:

“a) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários;

“b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda;

“c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros;

“d) prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.”

analisa a problemática da manipulação de mercado, em cujo contexto são feitas as considerações a seguir.

A despeito da regulação federal específica adotada pelos Estados Unidos na década de 1930, em 1985 mencionava-se que seria surpreendente ainda haver a necessidade de tornar claro um conceito que consistia no fundamento para a edição de toda aquela regulamentação. Para Poser, durante muito tempo, tribunais, reguladores e doutrinadores teriam aplicado o conceito sem controvérsia quanto ao seu significado. Esta controvérsia seria um fenômeno recente, vinculado a determinadas transações³⁶⁵.

Fischel e Ross, no início da década de 1990, afirmavam que a despeito do recente foco no assunto, não haveria definição satisfatória do termo manipulação³⁶⁶.

Além de constatar a dificuldade na definição precisa do conceito, Steve Thel cogita que essa pode ser uma circunstância incontornável, decorrente da natureza mutável das técnicas manipulativas, que variam conforme as estruturas de mercados e as práticas de negociação. O citado autor considera que o fato de manipulações serem conduzidas por meio de condutas obscuras – seja porque indispensáveis para atingir o resultado a que se destinam, seja porque ilegais – também dificultariam seu estudo³⁶⁷. Essa última ponderação, porém, deve ser recebida com reserva: o segredo pode dificultar a conceituação de determinadas práticas, sobretudo as inovadoras. No entanto, mesmo condutas tradicionalmente reputadas manipulativas, e amplamente conhecidas, suscitam ainda hoje discussões fundamentais quanto ao seu enquadramento como irregulares, sem que a dificuldade possa ser atribuída ao desconhecimento das práticas questionadas.

As variações que as práticas irregulares podem admitir são também invocadas por Lewis Lowenfels e Alan Bromberg, que identificam o desafio conceitual mesmo ao tratar de práticas mais específicas como *domination and control*, *frontrunning* e *parking*. As causas para tanto seriam as infinitas estratégias empregadas pelos manipuladores e a intenção, do Congresso e dos reguladores, de coibir quaisquer artifícios manipulativos, que teriam inspirado normas abrangentes³⁶⁸.

³⁶⁵ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 **U. Miami L. Rev.** 671 1985-1986, pp. 672-673.

³⁶⁶ FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 **Harv. L. Rev.** 503 1991-1992, p. 506.

³⁶⁷ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 **Cornell L. Rev.** 219 1993-1994, pp. 279-280.

³⁶⁸ 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, pp. 341.

A ausência de definição legal explícita para “manipulação ilegal de preços”, bem como seu uso de forma imprecisa pela literatura de finanças e economia, é mencionada também por Kyle e Viswanathan³⁶⁹.

Diante de tais considerações, é difícil discordar de Matthijs Nelemans, que não considera inesperado o debate acadêmico acerca da adequada definição de manipulação³⁷⁰.

Charles Korsmo, ao refletir sobre o tratamento das demandas judiciais relativas à manipulação, coloca como problema prévio a tais reflexões a ausência de consenso quanto à definição³⁷¹. Donald Langevoort, por sua vez, após apresentar algumas definições usualmente empregadas pela doutrina e pela jurisprudência, menciona que seriam notoriamente ambíguas³⁷².

Há, de modo razoavelmente disseminado, a ideia de que definições muito precisas poderiam ter a desvantagem de limitar a repressão de comportamentos indesejáveis. Segundo Norman Poser, a intenção do Congresso norte-americano, quando da elaboração do *Securities Exchange Act* de 1934, seria de não limitar o conceito àquelas práticas já conhecidas, para abranger as que poderiam surgir no futuro das “mentes férteis e criativas dos operadores de mercado desonestos”³⁷³. Sem prejuízo da validade de tal preocupação, não se pode deixar de concordar com este autor quando sustenta ser preciso haver um limite à flexibilidade do conceito de manipulação. Caso contrário, a lei estaria concedendo à SEC poder para proibir qualquer prática, e não consta que esta tivesse sido a intenção do Congresso norte-americano³⁷⁴, lógica aplicável à CVM.

Vale destacar, desde já, que conceitos igualmente vagos, como “inequitativo” e “artificial”, empregados pela regulamentação brasileira, não resolvem o problema da conceituação de manipulação, mas apenas mantém a sua indefinição. Essa preocupação consta da jurisprudência norte-americana que, como relata Poser, expressou no caso

³⁶⁹ 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), p. 274.

³⁷⁰ NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 **Val. U. L. Rev.** 1169 (2008), p. 1170.

³⁷¹ KORSMO, Charles R. Mismatch: the misuse of market efficiency in market manipulation class actions. 52 **Wm. & Mary L. Rev.** 1111 2010-2011, p. 1135.

³⁷² 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. 160.

³⁷³ No original: “(...)from the fertile and creative brains of dishonest market operators.” (POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 **U. Miami L. Rev.** 671 1985-1986, p. 691)

³⁷⁴ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 **U. Miami L. Rev.** 671 1985-1986, p. 691.

Schreiber preocupação com a incerteza decorrente de deixar à definição dos juízes os significados de expressões como injusto ou artificial³⁷⁵.

Uma redação deficiente e vaga da lei era também apontada nos Estados Unidos como uma das grandes fragilidades no que tange à repressão da manipulação no mercado de *commodities*³⁷⁶.

Com efeito, embora a amplitude dos conceitos seja com frequência defendida para potencializar punições, o seu excesso – além de gerar incerteza jurídica e coibir práticas legítimas – pode gerar o efeito exatamente oposto, ao inviabilizar qualquer punição. Para Rosa Abrantes-Metz, Gabriel Rauterberg e Andrew Verstein, os processos visando a punir manipulação nos mercados de *commodities* norte-americanos seriam fadados ao fracasso em razão da ausência de um conceito claro de manipulação e da existência de controvérsia quanto à sua possibilidade real³⁷⁷. Segundo os mencionados autores, até a edição do *Dodd Frank Act*, a matéria nos Estados Unidos era marcada pela confusão quanto aos conceitos³⁷⁸. Cabe notar que o *Dodd Frank Act* se inspirou nas regras do mercado acionário para disciplinar a manipulação no mercado de *commodities* e ainda que se reconheça uma evolução neste passo ele tampouco é capaz de afastar toda a confusão e indefinição existente no tema.

Andrew Verstein aponta, ainda, o problema de que conceitos muito amplos de manipulação coibiriam o compartilhamento voluntário de dados relativos a algumas transações. Portanto, um investidor pode deixar de prestar informações sobre negócios que realizou, e que serviriam de base para o estabelecimento de *benchmarks*, por receio de que sua conduta viesse a ser enquadrada como manipulativa. Como isso reduziria a informação disponível para o mercado, seria necessário evitar o inconveniente buscando o equilíbrio entre o receio de perseguição injusta e o combate ao mal da manipulação³⁷⁹.

³⁷⁵ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 *U. Miami L. Rev.* 671 1985-1986, p. 691.

³⁷⁶ PIRRONG, Stephen Craig. The self-regulation of commodity exchanges: the case of market manipulation 38 *J.L. & Econ.* 141 1995, p. 198. Note-se, porém, que após este artigo o *Dodd Frank Act* alterou de forma significativa a legislação neste aspecto.

³⁷⁷ 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.

³⁷⁸ 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. 362.

³⁷⁹ VERSTEIN, Andrew. Benchmark Manipulation. 56 *B.C. L. Rev.* 215 2015, p. 264.

Outra dicotomia, enunciada por Kyle e Viswanathan, considera haver divisão de definições entre aquelas com abordagens mais subjetivas (que empregariam o “teste do cheiro”³⁸⁰) e outras mais científicas, baseadas na eficiência econômica.

Nesse cenário de dificuldades, soluções distintas vêm sendo adotadas pelas legislações: enquanto algumas procuram, ainda que de forma deficiente, estabelecer os efeitos que pretendem proibir, outras enumeram as condutas que seriam danosas.

Como observam com propriedade Daniel Fischel e David Ross, “a incapacidade de definir uma conduta proibida frequentemente reflete uma confusão conceitual e o conceito de manipulação não é exceção”³⁸¹. Por tais razões, se mostra necessário explorar o conceito de manipulação, para que se possam suprir as falhas existentes em suas conceituações legais.

2.2 Normas jurídicas

Constatada a dificuldade existente para a conceituação doutrinária da manipulação de mercado em particular, e de práticas abusivas em geral, convém examinar, a seguir, como a legislação nacional e estrangeira vêm endereçando o tema.

2.2.1 Brasil

No Brasil, vedações a condutas abusivas no mercado de valores mobiliários foram estabelecidas em diversas normas criminais. O art. 27, §3º da Lei nº 3.150, de 1882, que regulava o estabelecimento de companhias e sociedades “anonymas”, remetia “os administradores, que por qualquer artifício promoverem falsas cotações das acções” ao Código Criminal então vigente, na parte que vedava o estelionato. A mesma regra foi reproduzida no art. 340, §3º do Decreto nº 847/1890, o Código Penal de 1890. O Decreto-

³⁸⁰ No original, “the smell test”. (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), p. 275).

³⁸¹ Tradução livre. No original: “(...) An inability to define a type of prohibited conduct frequently reflects conceptual confusion, and the concept of manipulation is no exception. (...)” (FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit “manipulation” in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, p. 506).

lei nº 860/1938, por sua vez, dispunha ser crime contra a economia popular “provocar a alta ou baixa de preços, títulos públicos, valores ou salários por meio de notícias falsas, operações fictícias ou qualquer outro artifício” (art. 2º, vi).

Os parágrafos 1º e 2º do art. 168 do Decreto-lei 2.627/40, que disciplinava as sociedades anônimas antes da atual Lei nº 6.404/76, definiam como crimes as condutas dos “fundadores, diretores, gerentes e fiscais, que, em prospectos, relatórios, pareceres, balanços ou comunicações ao público ou à assembléia, fizerem afirmações falsas sobre a constituição ou as condições econômicas da sociedade ou fraudulentamente ocultarem, no todo ou em parte, fatos a elas relativos” e dos “diretores, gerentes e fiscais que promoverem, por qualquer artifício, falsas cotações das ações ou de outros títulos pertencentes à sociedade”.

O art. 177, II do Código Penal (Decreto-Lei nº 2.848/40), tipifica a conduta do “diretor, o gerente ou o fiscal que promove, por qualquer artifício, falsa cotação das ações ou de outros títulos da sociedade”.

O art. 3º, VI da Lei de Crimes contra a Economia Popular, Lei nº 1.521/51, tipifica a conduta de “provocar a alta ou baixa de preços de mercadorias, títulos públicos, valores ou salários por meio de notícias falsas, operações fictícias ou qualquer outro artifício”.

A Lei nº 4.728/65 contém regras incluindo a repressão da manipulação de mercado e de condutas afins³⁸² dentre as finalidades a serem perseguidas pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco Central.

A Lei nº 5.250/67, que “regulava a liberdade” de manifestação do pensamento e de informação, conhecida como lei de imprensa³⁸³, dispunha especificamente sobre o tema:

Art. 16. Publicar ou divulgar notícias falsas ou fatos verdadeiros truncados ou deturpados, que provoquem:
 (...)
 IV - sensível perturbação na cotação das mercadorias e dos títulos imobiliários no mercado financeiro.

³⁸² “Art. 2º O Conselho Monetário Nacional e o Banco Central exercerão as suas atribuições legais relativas aos mercados financeiro e de capitais com a finalidade de:

“I - facilitar o acesso do público a informações sobre os títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado e sobre as sociedades que os emitirem;

“II - proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de títulos ou valores mobiliários;

“III - evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço de títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado;

“IV - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas por todos aqueles que exerçam, profissionalmente, funções de intermediação na distribuição ou negociação de títulos ou valores mobiliários;”

³⁸³ Sobre o tema e a não recepção da lei julgada pelo Supremo, cf. 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.

Pena: De 1 (um) a 6 (seis) meses de detenção, quando se tratar do autor do escrito ou transmissão incriminada, e multa de 5 (cinco) a 10 (dez) salários-mínimos da região.

Parágrafo único. Nos casos dos incisos I e II, se o crime é culposo:

Pena: Detenção, de 1 (um) a (três) meses, ou multa de 1 (um) a 10 (dez) salários-mínimos da região.

A terminologia empregada, com a recorrente ideia de artificialidade e falsidade, está em linha com a regulação atual. Porém, como o foco do presente trabalho é a conceituação pela CVM, a atenção será concentrada na disciplina administrativa do tema.

Sheila Christina Neder Cerezetti menciona, com referência à Nota Explicativa nº 14 da CVM, que à época da Lei nº 4.728/65 entendia-se que os termos fraude, manipulação de mercado e práticas equitativas não dependeriam de prévia conceituação³⁸⁴.

Desde sua edição a Lei nº 6.385/76 estabelece, dentre as finalidades a serem perseguidas pelo Conselho Monetário Nacional e pela CVM, “evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado” (art. 4º, V).

O art. 18 da mesma Lei, por sua vez, atribui à CVM competência para definir “a configuração de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou de manipulação de preço; operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores”

A CVM vedou tais condutas no inciso I³⁸⁵ da Instrução CVM nº 8/79 e as definiu no inciso II da mesma norma:

II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como:

- a) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários;
- b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda;
- c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros;

³⁸⁴ CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 121. No mesmo sentido: SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 109.

³⁸⁵ “I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas.”

d) prática não eqüitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

Posteriormente a Lei nº 7.913/89, que disciplina a Ação Civil Pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários, fez referência a “operação fraudulenta, prática não eqüitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários”.

Outra dicção foi empregada pela ICVM nº 461, quando tratou das regras de negociação da bolsa e do mercado de balcão organizado:

Art. 74. As regras de negociação da bolsa devem:

I – evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados em seus ambientes;

II – assegurar igualdade de tratamento às pessoas autorizadas a operar em seus ambientes, observadas as distinções entre categorias que venham a ser estipuladas em seu estatuto e regulamento;

III – evitar ou coibir práticas não-eqüitativas em seus ambientes; e

IV – fixar as variações de preços e quantidades ofertadas, em seu ambiente de negociação que for caracterizado como centralizado e multilateral, que exigem a adoção de procedimentos especiais de negociação, bem como os procedimentos operacionais necessários para quando tais variações forem alcançadas, respeitadas as condições mínimas que forem estabelecidas pela CVM em regulamentação específica.

(...)

Art. 97. As regras de negociação do sistema de negociação do mercado de balcão organizado devem:

I – evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados em seus ambientes;

II – assegurar igualdade de tratamento às pessoas autorizadas a operar em seus ambientes, observadas as distinções entre categorias que venham a ser estipuladas em seu estatuto e regulamento; e

III – evitar ou coibir práticas não-eqüitativas em seus ambientes.

A linguagem empregada nas normas acima, malgrado o considerável intervalo de tempo entre elas, é bastante consistente, como fica mais claro na tabela abaixo, na qual já são abordadas as normas mais recentes examinadas adiante:

Lei	Redação
Lei nº 3.150, de 1882	remetia “os administradores, que por qualquer artifício promoverem falsas cotações das acções” ao Código Criminal então vigente, na parte que vedava o estelionato.
Decreto nº 847/1890	Idem
Decreto-lei nº 860/1938	“provocar a alta ou baixa de preços, títulos públicos, valores ou salários por meio de notícias falsas, operações fictícias ou qualquer outro artifício”
Decreto-lei 2.627/40	“os fundadores, diretores, gerentes e fiscais, que, em prospectos, relatórios,

	pareceres, balanços ou comunicações ao público ou à assembléia, fizerem afirmações falsas sobre a constituição ou as condições econômicas da sociedade ou fraudulentamente ocultarem, no todo ou em parte, fatos a elas relativos” e dos “os diretores, gerentes e fiscais que promoverem, por qualquer artifício, falsas cotações das ações ou de outros títulos pertencentes à sociedade”.
Código Penal (Decreto-Lei nº 2.848/40)	“o diretor, o gerente ou o fiscal que promove, por qualquer artifício, falsa cotação das ações ou de outros títulos da sociedade”.
Lei nº 1.521/51	“provocar a alta ou baixa de preços de mercadorias, títulos públicos, valores ou salários por meio de notícias falsas, operações fictícias ou qualquer outro artifício”.
Lei nº 4.728/65	“III - evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço de títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado; “IV - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas por todos aqueles que exerçam, profissionalmente, funções de intermediação na distribuição ou negociação de títulos ou valores mobiliários;”
Lei nº 5.250/67	“Art . 16. Publicar ou divulgar notícias falsas ou fatos verdadeiros truncados ou deturpados, que provoquem: (...) “IV - sensível perturbação na cotação das mercadorias e dos títulos imobiliários no mercado financeiro.”
Lei nº 6.385/76	“evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado” (...) “a configuração de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou de manipulação de preço; operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores”.
Instrução CVM nº 8/79	“II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: “a) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários; “b) <u>manipulação de preços</u> no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda; “c) <u>operação fraudulenta</u> no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardis ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros; “d) <u>prática não equitativa</u> no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.”
Lei nº 7.913/89	“operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários”.
Lei nº 6.385/76 com redação dada pela Lei nº 10.303/01	“Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas, com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros:(...)”
ICVM nº 461	“I – evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados em seus ambientes; “II – assegurar igualdade de tratamento às pessoas autorizadas a operar em

	seus ambientes, observadas as distinções entre categorias que venham a ser estipuladas em seu estatuto e regulamento; “III – evitar ou coibir práticas não-equitativas em seus ambientes; e”.
Lei nº 6.385/76 com redação dada pela Lei nº 13.506/17	“Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros(...)”.

Santos, Osório e Wellisch atribuem ao “conteúdo bastante amplo” dos conceitos da ICVM nº 8/79 o fato de encontrar-se ainda em vigor, permitindo-lhe adaptar-se “a situações fáticas quiçá impensáveis no final da década de 1970.”³⁸⁶

De fato, se a redação era louvável quando da edição da norma, sua manutenção até hoje não é justificável. Passados quase quarenta anos, a vagueza parece ser uma deficiência maior que a suposta vantagem de sua capacidade de se adaptar. Os conceitos acima, malgrado definidos pela Autarquia especializada, são amplos o bastante para que se possa cogitar de sua aplicação, com pouca ou nenhuma alteração, a qualquer outro mercado. Substitua-se a expressão “mercado de valores mobiliários” por “mercado imobiliário” ou “valores mobiliários” por “automóveis” e temos regras com a mesma densidade e utilidade, o que contradiz a ideia de que seria preciso delegar a competência das definições a um órgão especializado.

Esta vagueza se revela amiúde excessiva, como se pode constatar, a título de exemplo, desta declaração feita no Caso Gradual:

18. Ademais, a Deliberação CVM nº 14, de 1983, destaca o caráter abrangente do ilícito ora discutido, evitando qualquer questionamento sobre eventual interpretação extensiva da Instrução CVM nº 8, de 1979.

O sintoma mais claro de excesso é este: a conclusão de que é impossível questionar a interpretação extensiva. Se a norma nada limita, qual sua utilidade?

A Nota Explicativa nº 14, relativa a essa mesma Instrução, admite seu caráter genérico³⁸⁷ e fornece exemplos de situações que se enquadram nas vedações ali previstas. Se considerarmos a ICVM nº 8 como uma “pauta de valoração que carece de preenchimento valorativo”, na expressão de Larenz, como sucede com a boa-fé e institutos análogos, para que ela não fosse destituída de conteúdo, dependeria de “exemplos

³⁸⁶ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 109.

³⁸⁷ Nota Explicativa CVM nº 14: “A vista dessa última opção - substituir ou estender os conceitos até agora em vigor - entendeu a CVM conveniente adotar a segunda solução, ampliando, a vista da experiência já acumulada, o alcance dos dispositivos já constantes da Resolução nº 39, e conceituando de forma propositadamente genérica, situações que configuram operações ou práticas incompatíveis com a regularidade que se pretende assegurar ao mercado de valores mobiliários.”

geralmente aceites” e da “consciência jurídica geral dos membros da comunidade jurídica”³⁸⁸.

A Deliberação CVM nº 14, abaixo referida, traz exemplo de operação vedada que serve para dar concretude à norma, assim como fazer precedentes da CVM analisados ao longo do presente trabalho. No entanto, ela representa um exemplo isolado de especificação da norma por exemplos. Ademais, as particularidades do mercado, as inovações existentes e a controvérsia quanto aos benefícios de determinadas operações limitam a utilidade das regras amplas da regulamentação vigente da CVM, bem como de princípios mais abrangentes. Tal questão é particularmente grave quando se tem em conta a atuação sancionadora do Estado, tanto no âmbito ora estudado da repressão administrativa quanto pelas implicações criminais.

Regras mais abertas, incluindo princípios gerais como a boa-fé, podem servir para orientar a atuação organizadora das bolsas de valores. Já se afirmou que esse princípio permearia o mercado, tanto “do ponto de vista das relações estabelecidas entre intermediário e investidor” quanto do “próprio funcionamento do mercado de bolsa”, na medida em que “quem cumpre sua obrigação deve receber a contraprestação”³⁸⁹. Assim, o princípio da boa-fé orienta as relações contratuais entre particulares realizadas em conexão com operações no mercado de valores mobiliários, mas dificilmente poderia fundamentar condenações em processos disciplinares sem outra fonte para lhe dar concretude, ainda que essa seja a manifestação da entidade autorreguladora sobre as práticas de mercado e a licitude da conduta. Como será examinado adiante, a dinâmica própria dos mercados de valores mobiliários demanda ferramentas construídas sob medida, para auxiliar a implementação dos princípios mais gerais em seu âmbito.

Com relação à criação de “condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários”, Nelson Eizirik et. al. criticam a redação da norma e sua potencial confusão com o tipo de manipulação de preços (tendo em vista a redação adotada pela Lei nº 10.303/01, então em vigor) “estando os dois ilícitos inseridos no mesmo tipo penal, conforme antes analisado, posto que nos dois casos o que o agente visa é a alteração do livre jogo de oferta e procura dos valores mobiliários.”³⁹⁰

³⁸⁸ LARENZ, Karl. **Metodologia da Ciência do Direito**. 7ª ed. Lisboa: Fundação Calouste Gulbekian, pp. 310-311.

³⁸⁹ CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. **Regulação e Autorregulação do Mercado de Bolsa**. São Paulo: Almedina, 2011, p. 141.

³⁹⁰ EIZIRIK, Nelson. *et al.* **Mercado de capitais – regime jurídico**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 547.

Posteriormente à ICVM nº 8/79, a CVM editou, em 23.12.1983, a Deliberação³⁹¹ CVM nº 14, tratando de operações com “a finalidade de gerar lucro ou prejuízo, previamente ajustados” e de seu potencial enquadramento na ICVM nº 8/79³⁹². A finalidade de auferir ganhos é inerente ao mercado, logo o problema reside na parte do resultado adrede definido, o que será objeto de exame específico no capítulo seguinte.

No que diz respeito às operações fraudulentas, a doutrina destaca o tom genérico da proibição, mesmo quando comparado aos demais tipos, e seu caráter residual:

O conceito de operação fraudulenta é muito mais amplo e flexível do que os de criação de condições artificiais de demanda e de manipulação, sendo muito difícil elencar exemplos de sua prática, uma vez que a fraude pode ser revestir de múltiplas formas.

Tal como ocorre com o crime de estelionato, que constitui uma espécie de ‘arma de reserva’, utiliza-se o tipo administrativo da operação fraudulenta apenas quando outras normas que reprimem diretamente determinada conduta não podem ser aplicadas. Em princípio, a norma administrativa visa a reprimir a fraude no mercado de capitais, isto é, o comportamento malicioso, raposeiro, em que o agente utiliza-se de ardil ou artifício para enganar alguém e obter vantagem de natureza patrimonial.³⁹³

³⁹¹ Segundo a Deliberação CVM nº1, que institui a “nomenclatura de atos a serem expedidos pela Comissão de Valores”, as deliberações são editadas “para consubstanciar todos os atos do Colegiado que constituam competência específica do mesmo nos termos do Regimento Interno.”

³⁹² “O COLEGIADO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS torna público que, em reunião realizada nesta data, tendo em vista o disposto nos incisos III e V do art. 4º, combinado com o inciso II, letra “a”, do artigo 18 da LEI Nº 6.385, e considerando:

“a) que uma das funções das bolsas de valores é estabelecer sistemas de negociação que propiciem continuidade de preços e de liquidez ao mercado de títulos e valores mobiliários;

“b) que a CVM, no uso de suas atribuições, deve assegurar o desenvolvimento ordenado do mercado, o que implica em afastar distorções incompatíveis com a regularidade, eficiência e confiabilidade que devem predominar no mercado de valores mobiliários;

“c) que a CVM, no curso de suas atividades de fiscalização, constatou a existência de negociações que desvirtuam a finalidade com que foram instituídos os mercados a futuro e de opções,

“**DELIBEROU:**

“I - Declarar que as operações consideradas legítimas nos mercados de opções e a futuro não se confundem com negociações efetuadas nesses mercados, que, embora atendendo a requisitos de ordem formal, sejam realizadas com a finalidade de gerar lucro ou prejuízo, previamente ajustados, caracterizando-se tais operações, em geral, pela emissão de ordens de compra e venda com coincidência de intermediário, comitente, preço, horário ou quantidade, envolvendo grandes lotes, em opções de compra, ou em operações a futuro seguidas, em curto lapso de tempo, de operações reversas, ou com outras características que as diferenciem das negociações regulares.

“II - Ressaltar aos participantes do mercado, especialmente às instituições intermediárias, que as operações a futuro e de opções de compra de ações, que configurem negócios com resultados adrede acertados, por provocarem alterações indevidas no fluxo de ordem de compra e venda de valores mobiliários e, conseqüentemente, no volume de negócios e na formação regular de preços, são capituladas pela INSTRUÇÃO CVM Nº 08, de 08.10.79, que vedou a prática e definiu o conceito de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, em obediência ao art. 18 (item II, “b”) da LEI Nº 6.385, de 07.12.76.”

³⁹³ EIZIRIK, Nelson. *et al. Mercado de capitais – regime jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 551.

Em relação às práticas não equitativas, dizem Nelson Eizirik et. al. ser “manifestamente defeituosa e mesmo contraditória a redação da norma”, porque “se a prática ‘resulta’ num tratamento desigual, tal tratamento só pode ser efetivo, não potencial”³⁹⁴.

Como exemplo da abrangência de tais regras, a ICVM n° 31/84 conceituava, em seu art. 11³⁹⁵, como prática não equitativa o uso de informações privilegiadas, quando a LSA ainda limitava a restrição a tal prática aos administradores, o que foi alterado pela Lei n° 10.303/01.

A ausência de regras específicas para práticas equivalentes a *insider trading* em outras esferas faz com que a norma mais geral de vedação à prática não equitativa continue sendo aplicada com essa finalidade, por exemplo, no âmbito de fundos de investimento³⁹⁶.

A divisão das condutas abusivas em quatro diferentes categorias pela ICVM n° 8/79 enseja, em alguns casos, acusações de violação de mais de uma norma por uma mesma conduta. A CVM já considerou que um ilícito poderia decorrer de outro, o que afastaria a preliminar de conflito aparente de normas³⁹⁷.

Em outro caso, foi discutido o enquadramento de uma mesma conduta em três das alíneas do inciso II da ICVM n° 8/79 e reconhecida a inaplicabilidade de duas das normas ao caso concreto. O ponto mais relevante na citada decisão foi a observação de que, teoricamente, o enquadramento em uma ou em três das hipóteses não teria diferenças práticas:

³⁹⁴ EIZIRIK, Nelson. *et al. Mercado de capitais – regime jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 552.

³⁹⁵ “Art. 11 - É vedada, como prática não equitativa, a negociação com valores mobiliários realizada por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição, tenha conhecimento de informação relativa a ato ou fato relevante antes de sua comunicação e divulgação ao mercado.

“Parágrafo único - A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado.”

³⁹⁶ “11. No entanto, tanto a Instrução CVM n° 358, de 20026 quanto a Lei n° 6.404, de 1976, se referem a companhias abertas e não a fundos de investimento, de modo que, a Acusação, por falta de dispositivos mais adequados, escolheu enquadrar as supostas infrações nos comandos relativos a práticas não equitativas, irregularidade em relação a qual há um ônus probatório mais complexo, no qual cabe à Acusação provar todos os elementos do tipo, mesmo em se tratando de um *insider* primário.” (PAS CVM RJ2013/1730, j. em 18.08.2015 (Caso Nossa Senhora de Lourdes), voto vencedor da Diretora Luciana Dias).

³⁹⁷ “Alega-se, também, a ocorrência de conflito aparente de normas, pelo fato da acusação fundar-se, indistintamente, nos tipos previstos na Instrução CVM n° 08/79. Segundo postulam alguns dos acusados, tal não poderia ocorrer, porque os tipos descritos necessitam, cada um, de uma conduta diversa.

“Ora, conforme já tive a oportunidade de me manifestar outras vezes, os ilícitos descritos na Instrução CVM n° 08/79, não raro, têm ocorrência contemporânea, podendo ser compreendidos um como decorrência do outro: situação verificada no presente processo. Por essa razão, não posso acolher, também, a preliminar atinente ao suposto conflito aparente de normas.” (Caso Ceres e Postalís – PAS CVM n° 03/2006, j. em 01.12.2010. Voto vencedor do Diretor-Relator Eli Loria).

40. Mas ainda que seja possível o enquadramento das operações citadas nas hipóteses previstas nas alíneas "c" e "d" do inciso II da Instrução CVM nº 08/79, mediante algum esforço interpretativo do inteiro teor da acusação e dos documentos acostados aos autos, parece-me que esse esforço seria inócuo, por pelo menos duas razões: (i) a constatação de apenas uma das práticas previstas no inciso II da Instrução CVM nº 08/79 não atenua, em nada, a gravidade das operações realizadas; (ii) para que haja infração ao inciso I da Instrução CVM nº 08/79 basta a ocorrência de uma das hipóteses previstas no inciso II, pois todas elas estão lá descritas, conjuntamente e sem qualquer preponderância entre uma e outra.³⁹⁸

No entanto, se a inclusão de determinada conduta em um ou mais incisos não implica necessariamente a fixação de sanções diferentes, a especificação se faz necessária para permitir o pleno exercício do direito de defesa.

O fato de que tais discussões ainda existem, passadas décadas da edição da norma, corrobora a necessidade de aprofundamento dos estudos a seu respeito.

A primeira razão para esse fenômeno é que as normas podem ser interpretadas como crescentemente abrangentes. Em primeiro lugar, a alínea "a" é a única a especificar o meio de atuação: por meio de negociações. As duas alíneas seguintes não especificam condutas, usando termos mais abrangentes como processo, ardil ou artifício. As próprias alíneas "a" e "b" podem ser compreendidas como contida na alínea "c". Por outro lado, "a", "b" e "c" têm em si, de modo inerente, a preocupação em evitar alguma espécie de desequilíbrio, que poderia ser entendido, interpretando de forma abrangente a alínea "d", como prática não equitativa. Assim, essas relações poderiam ser resumidas desta forma:

³⁹⁸ Caso Ipanema – PAS CVM nº 06/2004, j. em 09.11.2010. Voto vencedor do Diretor-relator Alessandro Broedel Lopes.



Naturalmente esta divisão é esquemática e simplificada. Outras divisões podem ser feitas, e por vezes são referidas pela doutrina ou por precedentes, para separar as condutas, como a necessidade de interferência nos preços em um caso ou, em outro caso, a indução de terceiros a negociar, o que não prejudica a essência da questão.

O segundo motivo pelo qual a ICVM nº 8/79 suscita certa perplexidade em sua aplicação é a disciplina irregular da *conduta*, *finalidade* e *resultado*:

- a) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários: os três elementos estão claramente definidos: a conduta é a realização de negociações, a finalidade é provocar, por ação ou omissão dolosa, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários; o resultado é a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários;
- b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários: a conduta consiste no uso de processo ou artifício, a finalidade é elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, mas a norma não diz expressamente se esta finalidade

deve ser atingida, nem tampouco se o elemento de induzir terceiros a comprar integra a parte da finalidade, o resultado, ou ambos;

- c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários: a descrição traz a conduta – uso de ardil ou artifício –, a finalidade (induzir terceiros em erro) e, mais uma vez, outro elemento que pode ser lido como parte da finalidade, do resultado, ou de ambos, que é obter vantagem ilícita; e
- d) prática não equitativa: nesse caso, não há especificação de conduta ou intenção, mas apenas o resultado, que é a indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade. A importante questão que esta norma suscita, quando analisada sob esta perspectiva, é se ela pode ser vista como a formulação negativa de um dever de tratamento equilibrado e igualitário.

A reforma da Lei nº 6.385/76, promovida pela Lei nº 10.303/01, estabeleceu o tipo “manipulação de mercado” – seguindo a tendência dos mercados desenvolvidos³⁹⁹ – com a inclusão do art. 27-C, definida como:

Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas, com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros:(...)

A Lei nº 13.506/17 modificou a redação do art. 27-C, passando a dispor no seguinte sentido:

Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros:

Para esse crime foi estabelecida pena de reclusão, de um a oito anos, e multa de até três vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. A pena máxima, portanto, é superior àquela atribuível ao uso indevido de informação privilegiada,

³⁹⁹ “O artigo 27-C da Lei nº 6.385/76 disciplina o crime de manipulação de mercado, seguindo a tendência verificada no direito comparado, uma vez que quase todos os países com mercados desenvolvidos contêm dispositivos sancionando penalmente tal prática.” (EIZIRIK, Nelson. *et al. Mercado de capitais – regime jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 539).

tipificado de no art. 27-D⁴⁰⁰ da mesma lei (a pena mínima e a pecuniária são as mesmas). A norma manteve a referência a “operações simuladas” e “manobras fraudulentas”, bem como ao “fim de obter vantagem indevida”, mas deixou de lado o conceito de artificialidade para adotar a ideia de influência sobre cotações ou volume, como se pode constatar da comparação direta:

Conceitos penais de manipulação de mercado

Lei nº 10.303/01	Lei nº 13.506/17
Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas,	Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas
com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado,	destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário,
com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros:	com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros:
Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.	Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

Muitas considerações e críticas feitas sob a égide da lei anterior permanecem atuais. O emprego, na norma penal, de conceitos que não são idênticos àqueles adotados ao estabelecer a competência administrativa da CVM demanda a definição quanto às eventuais diferenças entre os tipos. Já se afirmou ser, além de “deficiente e problemática”⁴⁰¹, confusa a legislação porque diferentes tipos ilícitos administrativos estariam englobados em um único tipo penal⁴⁰².

Os dispositivos criminais na Lei nº 6.385/76 seriam, segundo Denis Morelli, normas penais em branco, pois conteriam “conceitos que necessitam ser preenchidos por outras normas”⁴⁰³. No entanto, é preciso ponderar que os conceitos que essa lei emprega não correspondem, ao menos em uma primeira leitura, exatamente àqueles para os quais delegou competência normativa à CVM.

⁴⁰⁰ “Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

“Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.”

⁴⁰¹ 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, p. 889.

⁴⁰² EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de capitais – regime jurídico**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 537.

⁴⁰³ In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 613.

Note-se, por exemplo, que para o citado autor, a regra penal teria procurado abranger as quatro condutas conceituadas na ICVM nº 8/79, mas ao analisar o tipo penal, identifica apenas três daquelas em seu bojo:

Portanto, conforme precedentes da CVM, a criação de condições artificiais configura-se quando o mercado de capitais é utilizado indevidamente, para fins estranhos à regular negociação de valores mobiliários. E, assim, sendo, esse tipo de operação enquadra-se no conceito de ‘operação simulada’, do art. 27-C.

(...)

As ‘manobras fraudulentas’, a que se refere o art. 27-C, são condutas intimamente ligadas à ‘manipulação de preços’ e à ‘operação fraudulenta’ no mercado de valores mobiliários, conforme conceitos das alíneas “b” e “c”, do inciso II, da Instrução CVM nº 08/1979⁴⁰⁴.

Para Nelson Eizirik et. al., o delito penal de manipulação de mercado representaria tentativa de conjugação de três tipos administrativos (criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários; manipulação de preços; e operação fraudulenta)⁴⁰⁵.

A doutrina se divide quanto à relação entre as expressões “realizar operações simuladas” e “executar outras manobras fraudulentas”: há quem entenda serem duas hipóteses diversas incriminadas da mesma forma pelo legislador⁴⁰⁶; quem sustente que operações simuladas seriam espécie do gênero manobras fraudulentas⁴⁰⁷ e quem considere haver identidade⁴⁰⁸.

Embora não se pretenda adotar a perspectiva criminal como eixo central deste trabalho, a análise das regras da CVM deve considerar as diferenças entre os conceitos para fins administrativos e para fins criminais, especialmente no que se refere à exigência de finalidade de obter vantagem ou prejudicar terceiros, prevista expressamente apenas neste último caso. Nelson Eizirik et. al., por exemplo, sustentam ser necessário, para caracterizar a manipulação de mercado, que os atos praticados tenham a capacidade de falsear as cotações ou iludir os investidores:

⁴⁰⁴ CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 624-625.

⁴⁰⁵ EIZIRIK, Nelson. *et al.* **Mercado de capitais – regime jurídico**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 539.

⁴⁰⁶ EIZIRIK, Nelson. *et al.* **Mercado de capitais – regime jurídico**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 542-543.

⁴⁰⁷ CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 623.

⁴⁰⁸ Nesse sentido, Arnaldo Malheiros Filho afirma que “(...) se a operação é simulada como fim de alterar o regular funcionamento do Mercado, ela é fraudulenta; e, se fraudulenta, ela não será uma operação real, mas simulada.” (Crime de Manipulação do Mercado de Capitais. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 897).

Para se configurar o delito, o meio executivo deve ser apto para promover a falsa cotação dos valores mobiliários, ou o logro dos investidores. Havendo ineficácia absoluta do meio ou absoluta impropriedade do objeto, verifica-se o crime impossível (artigo 17 do Código Penal). É o que ocorre, por exemplo, se duas instituições financeiras combinam negociar quantidade ínfima de ações dotadas de grande liquidez; em tal hipótese não se pode cogitar do crime, pois o meio não é idôneo para provocar o falso mercado.⁴⁰⁹

Adicionalmente, os mesmos autores sustentam que seria crime de dano, que demanda a efetivação do resultado (alteração do mercado e vantagem indevida) para sua caracterização⁴¹⁰. Embora extrapole o fim do presente trabalho adentrar nesta seara, cabe acrescentar que a matéria é controvertida no âmbito criminal. Marcelo Cavali, mencionando posicionamentos nos sentidos de ser crime de dano ou de perigo abstrato, sustenta ser delito de aptidão:

No Brasil, por sua vez, o tipo penal prevê um delito de aptidão, para o qual se mostra suficiente que a conduta seja potencialmente lesiva ao bem jurídico. Essa interpretação se coloca em posição intermediária entre dois entendimentos opostos: o que considera que o tipo penal estruturou um crime de perigo abstrato puro, aqui rejeitado por sua incompatibilidade com o princípio da ofensividade; e o que reputa que se tipificou um delito de dano, a exigir, para a consumação, a efetiva alteração do mercado e, até mesmo, a obtenção de vantagem, lucro ou geração de prejuízo a terceiros, o qual tampouco é convincente, na medida em que o tipo penal não faz essa exigência.⁴¹¹

Em suma, a regulamentação brasileira, sem prejuízo de suas qualidades, não afasta incertezas existentes quanto às condutas abrangidas, o que justifica maior aprofundamento sobre as definições das práticas abusivas, sendo conveniente, para tanto, verificar se outras jurisdições as conceituam com maior precisão.

⁴⁰⁹ EIZIRIK, Nelson. *et al.* **Mercado de capitais – regime jurídico**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 541.

⁴¹⁰ EIZIRIK, Nelson. *et al.* **Mercado de capitais – regime jurídico**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 545.

⁴¹¹ 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, p. 254. Entendendo tratar-se de crime de perigo abstrato, cita Fausto Martin de Sanctis, ao qual pode-se acrescentar o entendimento de Natália Silva Teixeira Rodrigues de Oliveira (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, p. 205). Em sentido contrário, ainda na tese citada, João Carlos Castellar; Nelson Eizirik; Ariádna B. Gaal; Flávia Parente; Marcus de Freitas Henriques, Yuri Sahione Pugliese e Gabriela Najjar.

As práticas irregulares nas bolsas de valores surgem praticamente de forma conjunta com as próprias bolsas⁴¹² e existem em todos os mercados. Embora cada país tenha particularidades, que tornam algumas práticas comuns em um inviáveis em outro, os valores essenciais a serem tutelados em todos os mercados (transparência, livre interação das forças de mercado, etc.) são os mesmos e muitas práticas irregulares são reproduzidas com poucas variações entre diferentes jurisdições. Por tais razões, o exame do direito comparado fornece importantes subsídios para o estudo da regulação no Brasil.

2.2.2 Estados Unidos

No que se refere aos Estados Unidos o estudo de potenciais paralelos nas definições de práticas abusivas é particularmente profícuo, pela importância de seus mercados, seu papel pioneiro na adoção de diversas regulamentações e pela inspiração que representa para várias regras brasileiras.

2.2.2.1 Legislação anterior às leis federais sobre valores mobiliários

Um grande divisor de águas no direito norte-americano foi a aprovação das leis federais de valores mobiliários adotadas na década de 1930, em resposta à crise relacionada à quebra da bolsa em 1929. Berle esclarece quais seriam os princípios norteadores das negociações no mercado de capitais norte-americano antes da edição da leis federais de 1933 e 1934, informando que qualquer informação destinada a influenciar o preço de valores mobiliários deveria ser precisa; qualquer negociação realizada no mercado deveria representar uma real compra e venda; não haveria obrigação de se abster de negociar com o intuito de influenciar avaliações. Essa última regra era diferente da vigente na Inglaterra, a partir do precedente *Scott v. Brown*, de 1892. Ainda segundo

⁴¹² BANNER, Stuart. **Anglo-American Securities Regulation**. Cambridge: Cambridge University Press, 1998.

Berle, no momento em que escrevia (1939), o direito americano estava convergindo para o inglês nesse último aspecto⁴¹³.

No direito clássico do *commom law*, as regras aplicáveis a declarações apresentadas no mercado que influenciavam a realização de um negócio eram aplicadas a valores mobiliários como a uma compra e venda de cavalo. A única diferença era que, enquanto em uma compra e venda de cavalo as declarações tinham escopo limitado, com efeitos apenas entre comprador e vendedor, nas operações de mercado eram mais abrangentes, o que representa o reconhecimento de que o mecanismo do mercado transmite tais declarações para um grupo de potenciais compradores⁴¹⁴.

2.2.2.2 As leis federais dos mercados de valores mobiliários de 1933 e 1934

A atual legislação norte-americana sobre valores mobiliários envolve sete leis, das quais as duas principais são o *Securities Act* de 1933, que tem por base o mercado primário e o *Securities Exchange Act* de 1934, que se concentra no mercado secundário⁴¹⁵. As demais leis são o *Trust Indenture Act* de 1939, o *Securities Investor Protection Act* de 1970; o *Investment Company Act* de 1940, o *Investment Advisers Act* de 1940 e o *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* de 2010.

Há quem entenda que o *Securities Exchange Act* teria sido bem-sucedido em erradicar práticas manipulativas baseadas em ações e informações⁴¹⁶, embora de forma bastante contestável, como se observa em outros trechos do presente trabalho que endereçaram a frequência de abusos no mercado.

A despeito de ser amplamente mencionado que a divulgação de informações é o eixo central de ambas as normas, o *Securities Exchange Act*, ao explicitar as razões para a disciplina da matéria, foca, essencialmente, na importância dos preços de mercado⁴¹⁷.

A regulamentação americana da década de 1930 foi motivada, em grande parte, pelo fim de prevenir o que à época foi percebido como uma indiscriminada manipulação

⁴¹³ BERLE, A. A. *Stock Market Manipulation*. 38 *Colum. L. Rev.* 393 1938, p. 393.

⁴¹⁴ BERLE, A. A. *Stock Market Manipulation*. 38 *Colum. L. Rev.* 393 1938, p. 394.

⁴¹⁵ LEWIS, Brian *et al.*. Securities Fraud. 52 *Am. Crim. L. Rev.* 1567 2015, pp. 1568-1569.

⁴¹⁶ ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Stock-Price Manipulation. *The Review of Financial Studies*, Vol. 5, No. 3 (1992), p. 505.

⁴¹⁷ THEL, Steve. The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act. 42 *Stan. L. Rev.* 385 1989-1990, pp. 391-392.

de mercados, sobretudo através dos chamados *pools* (conceito genérico e amplo de abuso referido no primeiro Capítulo).

Tal constatação pode parecer inconsistente com a visão amplamente difundida de que a regulação americana teria foco essencial no *disclosure*. Na verdade, a obra *Other People's Money* de autoria do Justice Brandeis, citada pelas suas metáforas acerca do efeito poderoso da transparência, voltava-se prioritariamente ao combate à concentração do poder econômico, notadamente nas mãos dos banqueiros. A transparência pleiteada não tinha, então, a abrangência que orienta as regulações contemporâneas e, sim, o objetivo mais específico de revelar as comissões recebidas pelos banqueiros⁴¹⁸. Isso não significa que a transparência não tenha sido, na prática, o vetor principal da regulação americana, mas que tal vetor não foi estabelecido pela obra de Brandeis, ou mesmo pelo Congresso Americano, mas pelas escolhas da SEC, ao priorizar tal vertente no lugar da regulação, por exemplo, da mecânica de operações em si.⁴¹⁹

O mesmo foco em divulgação pode ser constatado no Brasil, bastando, para tanto, analisar a regulamentação da CVM: enquanto a disciplina do abuso de mercado está, com poucas exceções que serão oportunamente abordadas, fixada na Instrução CVM nº 8/79, inalterada desde 1979, as regras de divulgação podem ser encontradas em diversas normas, objeto de frequentes reformas.

Ainda que tal foco possa ser mais adequado para o desenvolvimento do mercado, ele tem seu preço, consistente no subdesenvolvimento regulatório do abuso de mercado.

Com exceção da criação da SEC, todas as normas relevantes do *Securities Exchange Act* têm sua origem no chamado projeto Fletcher-Rayburn. Com razoável clareza, já se diferenciavam determinadas práticas danosas. Algumas, porque prejudicavam diretamente os investidores, sem nenhum fim legítimo, deveriam ser banidas. Outras, tais como *short selling* e *margin buying*, tanto poderiam ser prejudiciais pelo potencial impacto na estabilidade do sistema, quanto poderiam ter uma função social desejável, de modo que no lugar de serem simplesmente proibidas, deveriam ser reguladas⁴²⁰.

⁴¹⁸ THEL, Steve. The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act. 42 *Stan. L. Rev.* 385 1989-1990, p. 406.

⁴¹⁹ THEL, Steve. The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act. 42 *Stan. L. Rev.* 385 1989-1990, p. 462.

⁴²⁰ THEL, Steve. The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act. 42 *Stan. L. Rev.* 385 1989-1990, p. 432.

Considerada como a avó das proibições, a Seção 17(a)⁴²¹ do *Securities Act* veda diversas condutas que podem integrar práticas abusivas. Ainda como regras básicas coibindo a fraude no mercado há as Seções 10(b)⁴²² (no âmbito da qual se situa a famosa regra 10b-5⁴²³, que veda condutas fraudulentas no mercado) e 15(c)⁴²⁴ do *Securities Exchange Act* (este último relativo ao registro e à regulação dos intermediários)⁴²⁵.

Sob a perspectiva da repressão da manipulação mais especificamente, o *Securities Exchange Act* regula a matéria nas Seções 9⁴²⁶ e 10, na primeira com foco em práticas específicas e, na segunda, autorizando a SEC a proibir novas formas de manipulação⁴²⁷.

⁴²¹ “SEC. 17. (a) It shall be unlawful for any person in the offer or sale of any securities (including security-based swaps) or any security-based swap agreement (as defined in section 3(a)(78) of the Securities Exchange Act) by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or by use of the mails, directly or indirectly—

“(1) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, or

“(2) to obtain money or property by means of any untrue statement of a material fact or any omission to state a material fact necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading; or

“(3) to engage in any transaction, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon the purchaser.

⁴²² “SEC. 10. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange— (...)

“(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities Exchange or any security not so registered, or any securities based swap agreement any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.”

⁴²³ “Rule 10b-5: Employment of Manipulative and Deceptive Practices”:

“It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

“(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

“(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

“(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,

“in connection with the purchase or sale of any security.”

⁴²⁴ (c)(1)(A) No broker or dealer shall make use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce to effect any transaction in, or to induce or attempt to induce the purchase or sale of, any security (other than commercial paper, bankers’ acceptances, or commercial bills), or any security-based swap agreement, by means of any manipulative, deceptive, or other fraudulent device or contrivance.

⁴²⁵ TOROSS, Nancy. Double-Click on This: Keeping Pace with On-Line Market Manipulation, 32 **Loy. L.A. L. Rev.** 1399 (1999), p. 1410.

⁴²⁶ Vale a pena referir os itens iniciais deste Capítulo da lei norte-americana:

“SEC. 9. (a) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange—

“(1) For the purpose of creating a false or misleading appearance of active trading in any security other than a government security, or a false or misleading appearance with respect to the Market for any such security, (A) to effect any transaction in such security which involves no change in the beneficial ownership thereof, or (B) to enter an order or orders for the purchase of such security with the knowledge that an order or orders of substantially the same size, at substantially the same time, and at substantially the same price, for the sale of any such security, has been or will be entered by or for the same or different parties, or (C) to enter any order or orders for the sale of any such security with the knowledge that an order

Embora a regra 10b-5 tenha experimentado notável desenvolvimento e seja amplamente conhecida, inclusive fora dos Estados Unidos, a Seção 9 trata de forma detalhada de diversas condutas específicas, que incluem: i) a vedação à realização de *wash sales* ou *matched orders*, com o fim de criar a aparência de transações reais; ii) a divulgação, por determinadas partes, de informações sobre expectativas de mudanças de preços e iii) atos de estabilização de preços que violem as normas da SEC⁴²⁸.

Para Steve Thel, o mais próximo que a legislação norte-americana teria chegado de estabelecer uma restrição ampla à influência sobre os preços, seria a proibição de realizar operações alterando o preço com o fim de induzir terceiros a negociar⁴²⁹.

Há, porém, quem veja a Seção 9, mais especificamente no subitem (a)(2) – que torna ilegal realizar, individualmente ou em conjunto com outras pessoas, uma série de transações, criando negociações ou alterando os preços com o propósito de induzir terceiros a comprar ou vender tais valores mobiliários – como a mais ampla proibição de manipulação e uma verdadeira “*catch-all provision*”⁴³⁰.

Nesse contexto, os elementos a serem verificados incluem: a) a realização de uma série de transações (o que vem sendo interpretado em sentido amplo, admitindo que uma série se caracteriza com pelo menos três, ou eventualmente apenas duas, transações); b) mudança no preço, ainda que pequena; c) a intenção de induzir terceiros a negociar. Aqui, em uma alegação que influencia muitas outras decisões, a SEC sustenta que por ser

or orders of substantially the same size, at substantially the same time, and at substantially the same price, for the purchase of such security, has been or will be entered by or for the same or different parties.

“(2) To effect, alone or with 1 or more other persons, a series of transactions in any security other than a government security, any security not so registered, or in connection with any security based swap or security-based swap agreement with respect to such security creating actual or apparent active trading in such security, or raising or depressing the price of such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others.

⁴²⁷ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 **U. Miami L. Rev.** 671 1985-1986, p. 700. Para uma descrição da intenção do Congresso quanto à amplitude dos poderes a serem delegados à SEC e o alinhamento da Suprema Corte, cf. THEL, Steve. The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act. 42 **Stan. L. Rev.** 385 1989-1990, p. 461 e POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 **U. Miami L. Rev.** 671 1985-1986, p. 704.

⁴²⁸ Nesse sentido, afirmando que a Seção 9 veda determinados atos, a maioria dos quais já era anteriormente considerada ilegal, cf. BERLE, A. A. *Stock Market Manipulation*. 38 **Colum. L. Rev.** 393 1938, pp. 398-399. No mesmo sentido, afirmando que a lei não veda negociações com o propósito de influenciar o preço, nem tampouco proíbe o uso de mecanismos manipulativos exceto em casos excepcionais (mas permite à SEC regular práticas manipulativas), THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 **Cornell L. Rev.** 219 1993-1994, p. 297.

⁴²⁹ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 **Cornell L. Rev.** 219 1993-1994, p. 297.

⁴³⁰ TOROSS, Nancy. Double-Click on This: Keeping Pace with On-Line Market Manipulation, 32 **Loy. L.A. L. Rev.** 1399 (1999), p. 1412-1413.

impossível penetrar na mente alheia, evidências circunstanciais devem servir para provar esta intenção⁴³¹.

A despeito disto, a SEC usualmente prefere a Seção 10 no lugar da Seção 9 para evitar a questão de provar a intenção⁴³², embora a doutrina afirme ser difícil definir precisamente o que ela proíbe⁴³³. Vale notar, porém, que a Seção 10 era a única parte original do *Securities Exchange Act* que tornava condutas ilegais por serem manipulativas, embora seja impossível determinar com base nela apenas o que tornaria uma conduta manipulativa; a própria palavra manipulação é utilizada em diferentes sentidos na lei⁴³⁴.

A necessidade de intenção de manipular é bastante discutida no âmbito da *commom law*⁴³⁵.

Um conceito de manipulação adotado pela Suprema Corte norte-americana, em voto do Justice Powell, corresponderia a “conduta intencional destinada a enganar ou fraudar investidor, artificialmente controlando ou influenciando o preço de valores mobiliários”⁴³⁶. Esta definição foi considerada restritiva por Steve Thel, porque retiraria qualquer significado independente da palavra, dado que abrangeria apenas poucas práticas

⁴³¹ TOROSS, Nancy. Double-Click on This: Keeping Pace with On-Line Market Manipulation, 32 *Loy. L.A. L. Rev.* 1399 (1999), p. 1413.

⁴³² VERSTEIN, Andrew. Benchmark Manipulation. 56 *B.C. L. Rev.* 215 2015, p. 252.

⁴³³ THEL, Steve. The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act. 42 *Stan. L. Rev.* 385 1989-1990, p. 386.

⁴³⁴ 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, pp. 378-379.

⁴³⁵ Isto quando se trata de práticas manipulativas, embora, para diversas outras infrações a normas do Mercado de capitais outros padrões sejam adotados. Neste sentido, Gregory Scopino, expondo os padrões de responsabilidade por infrações no âmbito da competência da CFTC, apresenta cinco níveis de exigência. O primeiro corresponde à “strict liability”, que é a ausência de exigência de qualquer estado mental irregular, impondo a responsabilidade pelo mero nexos causal, o que se verificaria em relação a violações “técnicas” dos regulamentos (por exemplo, a não obtenção de um registro para atuar em determinada qualidade). O segundo consiste na negligência, ou seja, na verificação quanto à razoabilidade do comportamento. Este se aplicaria a casos específicos de responsabilidade por determinados agentes, como consultores de investimentos. O terceiro caso de responsabilidade é por *recklessness*, que se verifica quando a parte não adota o que seria um padrão mínimo de cautela dela exigível. O quarto tipo de responsabilidade é aquele em que se exige o *intent*, ou, como mencionam com maior frequência decisões judiciais, *scienter*, que consiste não apenas na prática intencional do ato, mas também com o conhecimento de seu caráter ilícito, mas em diversos casos este requisito é considerado atendido quando há *recklessness*. A última categoria examinada por este autor é a do *specific intent*, que consiste no desejo de obter o resultado específico da ação, sendo este o padrão exigido em alguns casos para a prova de manipulação. (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), pp. 253-258). Cabe acrescentar que a necessidade do conhecimento do caráter ilícito do ato praticado (“*scienter*”), mas não necessariamente de induzir terceiros a negociar, é mencionada também por Lewis Lowenfels, que observa a equiparação pela maioria dos tribunais entre *scienter* e *recklessness* (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, pp. 711-713).

⁴³⁶ No original: “(...) intentional or willful conduct designed to deceive or defraud investors by controlling or artificially affecting the price of securities.” *apud* 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, pp. 384-385.

específicas, que já seriam vedadas de forma autônoma pela regulação e que poderiam ser proibidas exclusivamente pela sua natureza fraudulenta⁴³⁷.

A ideia de que tal conceito é demasiadamente restritivo, porém, parte de uma premissa que merece ser discutida: não são tantos os comportamentos excluídos (especialmente porque se recorre à ideia de artificialidade, cuja abrangência será detalhada adiante), e a necessidade de vedação mais abrangente é questionável.

No caso acima citado, também conhecido como caso Hochfelder, além de se ter declarado expressamente que a intenção de manipular é essencial para que o suposto prejudicado tenha direito de ação com fundamento na regra 10b-5, definiu-se ainda que uma declaração equivocada ou uma omissão seriam também necessárias⁴³⁸.

Mais recentemente, Yesha Yadav comenta algumas decisões norte americanas, de tribunais distintos, estabelecendo diferentes padrões quanto à intenção para caracterizar eventual manipulação. Em um caso, se estabeleceu que a mera intenção não seria suficiente, sendo necessário demonstrar o desejo do manipulador de criar uma impressão falsa no mercado circulando informação ruim; em outro caso, foi exigida apenas a intenção de manipular, sem requerer a prova de informações falsas. Outro tribunal exige apenas a intenção unicamente manipulativa como requisito para caracterizar a manipulação⁴³⁹.

De todo modo, sem distanciar-se muito das bases fundamentais expostas anteriormente, nos Estados Unidos a questão da intenção permanece essencial para a caracterização de manipulação. Quando não há fraude, vem sendo exigido que a SEC prove que a operação foi realizada exclusivamente com o fim manipulativo (de modo que transações feitas como fim de influenciar preços podem ser regulares, desde que tenham alguma finalidade legítima), padrão difícil de ser observado⁴⁴⁰.

⁴³⁷ 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, pp. 384-385.

⁴³⁸ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 **U. Miami L. Rev.** 671 1985-1986, pp. 681-682.

⁴³⁹ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). **Virginia Law Review**, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, p. 20.

⁴⁴⁰ VERSTEIN, Andrew. Benchmark Manipulation. 56 **B.C. L. Rev.** 215 2015, pp. 252-253.

2.2.2.3 Outras normas

Em 1968 foi aprovado nos Estado Unidos o *Williams Act*, que regula ofertas públicas e negociações pelas companhias com ações de sua própria emissão. Tal lei autoriza a SEC a editar normas a respeito de atos fraudulentos, enganadores ou manipulativos no âmbito de recompras de ações, bem como veda a prática de atos da mesma natureza em conexão com ofertas públicas⁴⁴¹.

A existência desta Lei específica indica a particular atenção que tais operações merecem quando se trata de manipulação, sobretudo porque a divisão entre práticas legítimas e irregulares nesse contexto é mais difícil de ser estabelecida com precisão.

Segundo Andrew Verstein, enquanto na legislação de valores mobiliários não haveria uma proibição genérica sobre manipulação de mercado (o que implica a adoção pelo autor de um conceito restritivo de manipulação), a legislação sobre *commodities* dispõe em outro sentido, estabelecendo regras que vedam práticas manipulativas independentemente de implicarem conduta fraudulenta, sendo certo que o combate à manipulação tem sido o objetivo explícito das normas federais norte-americanas com relação aos mercados de futuros de *commodities*, tais como o Grain Futures Act de 1922, o Commodity Exchange Act de 1936, e o Commodity Futures Trading Commission Act de 1974⁴⁴².

A despeito disso, a *Commodity Futures Trading Commission* – CFTC, agência reguladora responsável, enfrentou dificuldades em punir casos desta natureza, tendo obtido, até 2015, êxito em apenas um processo⁴⁴³.

Em outras esferas norte-americanas, a regulação da manipulação centra-se também na fraude. A Comissão Federal de Energia adotou regra semelhante à 10b-5 da SEC, e revogou norma anterior que vedava a manipulação sem fraude, afirmando que eventual poder de mercado deveria ser tratado de forma estrutural e não comportamental. Com tais ajustes, “os participantes do mercado parecem livres para se conduzir de forma manipulativa, desde que o façam honestamente”⁴⁴⁴.

⁴⁴¹ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 **U. Miami L. Rev.** 671 1985-1986, p. 711.

⁴⁴² PIRONG, Stephen Craig. The self-regulation of commodity exchanges: the case of market manipulation 38 **J.L. & Econ.** 141 1995, p. 142.

⁴⁴³ VERSTEIN, Andrew. Benchmark Manipulation. 56 **B.C. L. Rev.** 215 2015, p. 253.

⁴⁴⁴ No original: “Market participants appear free to conduct themselves manipulatively, so long as they do so truthfully.” (VERSTEIN, Andrew. Benchmark Manipulation. 56 **B.C. L. Rev.** 215 2015, p. 254).

A disciplina dos valores mobiliários sofreu significativas alterações com o *Dodd Frank Act*, adotado em resposta à crise de 2008⁴⁴⁵, que determinou claramente que a regra 10b-5 se aplicaria a transações com derivativos no mercado de balcão, mesmo que celebrados entre partes sofisticadas⁴⁴⁶.

Em certo sentido, porém, há quem afirme que o *Dodd Frank Act* mantém a tradição de regular tipos específicos de transações, como no que se refere à vedação expressa de práticas como *banging the close* e *spoofing* nos mercados de *swaps*⁴⁴⁷.

Por outro lado, o *Dodd Frank Act* concedeu à CFTC poderes considerados amplos ao incluir uma regra semelhante à famosa 10b do *Securities Exchange Act*, com fundamento no qual a SEC editou a regra 10b-5, sua principal arma contra fraude e manipulação⁴⁴⁸.

Há quem entenda que o *Dodd Frank Act* representou uma mudança tectônica para a CFTC⁴⁴⁹. Dentre as inovações mais relevantes, cabe destacar que (i) foi abandonada a exigência anterior de que a fraude, para ser punida pela CFTC, estivesse ligada a um contrato feito ou a ser feito com a vítima da fraude; (ii) passou a ser restrita a negociação de posse de informação privilegiada, obtida de forma fraudulenta, de modo semelhante às regras de *insider trading*; (iii) a artificialidade e a intenção, dois requisitos para os casos de manipulação, tiveram sua exigibilidade atenuada, sendo admitida a condenação no caso de inobservância de um padrão mínimo de cautela (há quem entenda que o *Dodd Frank Act* teria afastado a exigência de prova da intenção de manipular; a qual teria sido o motivo pelo qual apenas um caso de manipulação teria sido vencido pelo regulador em 35 anos⁴⁵⁰; porém a questão permanece controvertida nos Tribunais⁴⁵¹); (iv) a adoção de linguagem

⁴⁴⁵ 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.* 707 2013, p. 720.

⁴⁴⁶ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). *Virginia Law Review*, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, p. 13.

⁴⁴⁷ DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. 6 *NTU L. Rev.* 55 2011, p. 68.

⁴⁴⁸ 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), pp. 270-271.

⁴⁴⁹ 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. 418.

⁴⁵⁰ 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.* 707 2013, pp. 741-743.

⁴⁵¹ Cf. Citando decisões em sentido contrário, 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.

semelhante à das regras aplicáveis aos mercados acionários teria implicado, também, em incorporação dos precedentes relativos a tais infrações para o mercado de *commodities*. Por fim, a regra ainda compreenderia hipóteses não contempladas pela regulação do *Securities Exchange Act*, ao condenar a mera tentativa e não exigir que o ato condenável seja praticado em conexão a uma compra ou venda⁴⁵².

Diante desse novo quadro normativo, é de se esperar que a repressão às práticas abusivas no mercado de *commodities* americano atinja o mesmo patamar observado no mercado acionário, com o potencial de tornar-se mais rigorosa.

2.2.3 União Europeia

Na União Europeia, o regramento do abuso de mercado constava da Diretiva 2003/6/EC⁴⁵³:

Artigo 1.o

Para efeitos da presente directiva, entende-se por: (...)

2. "Manipulação de mercado", os seguintes comportamentos:

a) Realização de operações ou emissão de ordens:

- que originem ou sejam susceptíveis de originar indicações falsas ou enganosas no que respeita à oferta, à procura ou ao preço de instrumentos financeiros, ou
- que assegurem, por acção de uma pessoa, ou pessoas agindo de forma concertada, o preço de um ou mais instrumentos financeiros a um nível anormal ou artificial, a menos que a pessoa que realizou as operações ou emitiu as ordens faça prova da legitimidade das razões que a levaram a realizar essas operações ou a emitir essas ordens e da conformidade das operações e ordens com as práticas de mercado aceites no mercado regulamentado em questão;

b) Realização de operações ou emissão de ordens recorrendo a procedimentos fictícios ou quaisquer outras formas de engano ou artifício;

c) Divulgação de informações através dos meios de comunicação, incluindo a internet, ou através de outros meios, que dêem ou possam dar indicações falsas ou enganosas no que respeita a instrumentos financeiros, incluindo a divulgação de rumores ou de notícias falsas ou enganosas, quando a pessoa que os divulgou sabia ou lhe era exigível saber que essas informações eram falsas ou enganosas. No que diz respeito aos jornalistas no exercício da sua actividade profissional, tal divulgação de informações deve, sem prejuízo do artigo 11.o, ser avaliada tendo em conta as regras que regem a sua profissão, a menos que essas pessoas obtenham, de forma directa ou indirecta, uma vantagem ou benefício resultante da divulgação da informação em causa.

⁴⁵² 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, pp. 393-394.

⁴⁵³ Para uma análise crítica da proposta de reforma da Diretiva 2003/6/EC, cf. SIEMS, Mathias; NELEMANS, Matthijs. The Reform of the EU Market Abuse Law: Revolution or Evolution? 19 *Maastricht J. Eur. & Comp. L.* 195 2012.

Em especial, os casos a seguir indicados decorrem da definição constante das alíneas a), b) e c):

- o facto de uma pessoa, ou pessoas agindo de forma concertada, assegurarem uma posição dominante sobre a oferta ou a procura de um instrumento financeiro, tendo por efeito a fixação, de forma directa ou indirecta, de preços de compra ou de venda ou de outras condições de transacção não equitativas,
- comprar ou vender instrumentos financeiros no momento do fecho do mercado induzindo em erro os investidores que agem com base em preços de fecho,
- tirar proveito do acesso pontual ou regular aos meios de comunicação social (tradicionais ou electrónicos) emitindo opiniões sobre um instrumento financeiro (ou indirectamente sobre o respectivo emitente), tendo previamente tomado posições nesse mesmo instrumento financeiro e tirando seguidamente proveito do impacto dessa opinião no preço do instrumento financeiro, sem simultaneamente haver revelado ao público, de forma adequada e eficaz, o conflito de interesses existente.

As definições de manipulação do mercado devem ser sucessivamente modificadas e alargadas, de forma a incluírem novos modelos de actuação que consubstanciem manipulação de mercado.

O conceito então adotado possuía como traço distintivo a referência à transmissão de sinais equivocados acerca da oferta ou da demanda de valores mobiliários ou que assegurassem a manutenção do preço em um nível anormal ou artificial, que apelava de forma mais directa aos conceitos imprecisos (embora a transmissão de sinais falsos sobre oferta e demanda se aproxime do conceito de preço em parâmetros artificiais, pode ser considerada ainda mais abrangente por incluir tentativas mal sucedidas).

Em 16 de abril de 2014 foi editada a Diretiva 2014/57/UE, relativa às sanções penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado), que assim dispõe:

Artigo 5º

Manipulação de mercado

1. Os Estados-Membros devem tomar as medidas necessárias para assegurar que a manipulação de mercado, referida no nº 2, constitui uma infração penal, pelo menos, em casos graves e quando cometida com dolo.
2. Para efeitos da presente diretiva, a manipulação de mercado abrange as seguintes atividades:
 - a) Realizar uma operação, colocar uma ordem ou praticar qualquer outra atividade ou conduta que:
 - i) dê indicações falsas ou enganosas no que respeita à oferta, à procura ou ao preço de um instrumento financeiro ou de um contrato de mercadorias à vista que com ele esteja relacionado, ou
 - ii) fixe a um nível anormal ou artificial o preço de um ou mais instrumentos financeiros ou de um contrato de mercadorias à vista que com eles esteja relacionado, exceto se as razões pelas quais a pessoa realizou a transação ou colocou a ordem sejam legítimas e essa transação ou ordem observem as práticas de mercado aceites sobre a plataforma de negociação em causa;
 - b) Efetuar uma operação, colocar uma ordem, ou praticar qualquer outra atividade ou conduta que afete o preço de um ou mais instrumentos financeiros ou de um contrato de mercadorias à vista que com eles esteja

- relacionado, recorrendo a procedimentos fictícios ou a quaisquer outras formas de engano ou artifício;
- c) Divulgar informações nos meios de comunicação social, incluindo a Internet, ou por quaisquer outros meios, com indicações falsas ou enganosas no que respeita à oferta, à procura ou ao preço de um instrumento financeiro ou de um contrato de mercadorias à vista que com eles esteja relacionado, ou que fixem o preço de um ou vários instrumentos financeiros ou de um contrato de mercadorias à vista a um nível anormal ou artificial, quando as pessoas que fizerem a divulgação obtiverem, para si próprias ou para outrem, uma vantagem ou um benefício da divulgação das informações em questão; ou
 - d) Transmitir informações falsas ou enganosas, fornecer dados falsos ou enganosos, ou praticar qualquer conduta que manipule o cálculo de um índice de referência.

Em matéria criminal a citada Diretiva é a fonte primária do direito comunitário, mas sua interpretação deve levar em conta também o detalhado Regulamento 596 de 16 de abril de 2014 (editado na mesma data que a Diretiva acima), que revogou a Diretiva 2003/6/EC e entrou em vigor em 03 de julho de 2016⁴⁵⁴.

O considerando (7) da citada norma conceitua abuso de mercado:

O abuso de mercado é o conceito que abrange condutas ilícitas nos mercados financeiros e, para efeitos do presente regulamento, deve ser entendido como consistindo no abuso de informação privilegiada, na transmissão ilícita de informação privilegiada e na manipulação de mercado. Estas condutas impedem uma transparência plena e adequada do mercado, indispensável às operações de todos os agentes económicos num mercado financeiro integrado.

Portanto, além do *insider trading* e da transmissão ilícita de informação privilegiada, resta no quadro normativo europeu a proibição à manipulação de mercado, que consta do art. 12 do citado Regulamento, estruturada de forma dúplice, de sorte a combinar definição abstrata e exemplos concretos.

Neste sentido, o item 1 do art. 12 enumera atividades englobadas pela manipulação de mercado:

- a) Realizar operações, colocar uma ordem ou qualquer outra conduta que:
 - i) dê ou seja idónea para dar indicações falsas ou enganosas no que respeita à oferta, à procura ou ao preço de instrumentos financeiros, de um contrato de mercadorias à vista com eles relacionado ou de um produto leiloadado baseado em licenças de emissão, ou
 - ii) assegure ou seja idónea para assegurar o preço de um ou mais instrumentos financeiros de contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou de um produto leiloadado baseado em licenças de emissão a um nível anormal ou artificial; exceto se a pessoa que realizou as operações colocou as ordens ou praticou outra conduta faça prova de que essa operação, ordem ou conduta tiveram lugar por razões legítimas e se encontram em conformidade com as

⁴⁵⁴ Nesse sentido, fazendo referência específica à interpretação das disposições penais espanholas, DÍEZ, Carlos Gómez-Jara. **El delito de manipulación de mercado**. Valencia: Tirant Lo Blanc, 2017, p. 31.

- práticas de mercado aceites, definidas nos termos do artigo 13.º;
- b) Realizar operações, colocar uma ordem ou qualquer outra atividade ou conduta que afete, ou seja idónea para afetar, o preço de um ou mais instrumentos financeiros, um contrato de mercadorias à vista com eles relacionado ou um produto leiloadado baseado em licenças de emissão, recorrendo a procedimentos fictícios ou quaisquer outras formas de engano ou artifício;
- c) Divulgar informações através dos meios de comunicação social, incluindo a Internet, ou através de outros meios, que deem ou sejam idóneas para dar indicações falsas ou enganosas quanto à procura ou preço de um instrumento financeiro, um contrato de mercadorias à vista com ele relacionado ou um produto leiloadado baseado em licenças de emissão, ou fixem ou sejam idóneas para fixar o preço de um ou vários instrumentos financeiros, contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou um produto leiloadado baseado em licenças de emissão a um nível anormal ou artificial, incluindo a divulgação de rumores, quando a pessoa que procedeu à divulgação sabia ou devia saber que essas informações eram falsas ou enganosas;
- d) Transmitir informações falsas ou enganosas ou facultar dados falsos ou enganosos relativamente a um índice de referência, quando a pessoa que transmitiu a informação ou facultou os dados sabia ou devia saber que eram falsos ou enganosos, ou qualquer outra conduta que manipule o cálculo de um índice de referência.

Malgrado mais extensa, essa conceituação não deixa de recorrer aos conceitos mais tradicionais, como se pode constatar das expressões, anormal, artificial, razões legítimas, práticas de mercado aceites, procedimentos fictícios, artifício. O item 2 do mesmo art. 12, por sua vez, menciona, de forma meramente exemplificativa, condutas que são consideradas manipulação de mercado, mas que permanecem, ainda que em menor medida, recorrendo a conceitos indefinidos, inclusive às ideias de anormalidade e artificialidade:

“2. Considera-se como manipulação de mercado, entre outros, a seguinte conduta:

“a) O facto de uma pessoa, ou pessoas agindo de forma concertada, assegurarem uma posição dominante sobre a oferta ou a procura de um instrumento financeiro contratos de mercadorias à vista com ele relacionados produtos leiloados baseados em licenças de emissão, tendo, ou sendo idónea para ter, por efeito a fixação, de forma direta ou indireta, de preços de compra ou de venda ou que crie, ou seja idónea para criar, outras condições de negociação não equitativas;

“b) Comprar ou vender instrumentos financeiros no momento da abertura ou do fecho do mercado tendo, ou sendo idónea para ser ter, por efeito induzir em erro os investidores que agem com base nos preços apresentados, incluindo os preços de abertura ou de fecho;

“c) Colocar ordens numa plataforma de negociação, incluindo o seu cancelamento ou alteração, por meio de qualquer mecanismo de negociação, incluindo meios eletrónicos como estratégias de negociação algorítmica e de alta frequência, tendo um dos efeitos referidos no n.º 1, alíneas a) ou b):

“i) perturbar ou atrasar o funcionamento do sistema de negociação da plataforma de negociação, ou que seja idónea para o fazer,

“ii) dificultar a identificação por outras pessoas de ordens verdadeiras no sistema de negociação da plataforma de negociação, ou que seja idónea para o fazer, nomeadamente através da introdução de ordens que resultem na sobrecarga ou desestabilização do livro de ofertas, ou

“iii) gerar, ou ser idónea para gerar, uma indicação falsa ou enganosa sobre a oferta ou a procura, ou o preço, de um instrumento financeiro, nomeadamente através da introdução colocação ou execução de ordens para iniciar ou exacerbar uma tendência;

“d) Tirar proveito do acesso ocasional ou regular aos meios de comunicação social tradicionais ou eletrónicos emitindo opiniões sobre um instrumento financeiro, um contrato de mercadorias à vista com ele relacionado ou um produto leiloadado baseado em licenças de emissão (ou indiretamente sobre o respetivo emitente), tendo previamente tomado posições nesse mesmo instrumento financeiro ou contrato de mercadorias à vista com ele relacionado ou produto leiloadado baseado em licenças de emissão e tirando seguidamente proveito do impacto dessa opinião no preço do instrumento financeiro ou contrato de mercadorias à vista com ele relacionado ou produto leiloadado baseado em licenças de emissão, sem simultaneamente ter divulgado, de forma adequada e eficaz, o conflito de interesses existente;

“e) A compra ou venda no mercado secundário de licenças de emissão ou de derivados conexos antes do de leilão para os produtos leiloados a um nível anormal ou artificial, ou que induzam em erro os licitantes que licitam nos leilões.”

Ao custo de ter uma regra muito mais extensa que a brasileira, a norma europeia parece conciliar tanto os alegados benefícios de uma regra ampla, como aquela do item 1 do art. 12 (o que serviria, por exemplo, para dificultar a tentativa de escapar da incidência de uma lei mais detalhada pela alteração de detalhes na conduta), quanto as vantagens de uma regra mais específica (fornecendo maior orientação ao mercado) na lista exemplificativa do item 2 do mesmo artigo.

O Anexo I do citado Regulamento traz uma lista exemplificativa de mecanismos fictícios, artifícios e outras formas de induzir em erro.

ANEXO I

A. Indicadores de manipulação relativos à divulgação de sinais falsos ou enganadores ou à fixação de preços

Para efeitos da aplicação do artigo 12.º, n.º 1, alínea a), do presente regulamento, e sem prejuízo das formas de conduta especificadas no n.º 2 do mesmo artigo, os seguintes indicadores não exaustivos, que não devem necessariamente ser considerados por si só uma manipulação de mercado, devem ser tidos em conta sempre que as autoridades competentes e os participantes no mercado procedam à análise de operações ou ordens:

a) A medida em que a execução de ordens ou as operações realizadas representam uma percentagem considerável do volume diário de operações sobre determinado instrumento financeiro pertinente, o contrato de mercadorias à vista com ele relacionado ou sobre um produto leiloadado com base nas licenças de emissão, nomeadamente quando essas atividades deem origem a uma alteração significativa do preço desses instrumentos;

b) A medida em que a execução de ordens ou a realização de operações por comitentes com uma posição considerável de compra ou de venda sobre um instrumento financeiro, um contrato de mercadorias à vista com ele relacionado ou um produto leiloadado com base nas licenças de emissão deem origem a alterações significativas no preço de um instrumento financeiro, contrato de

mercadorias à vista com ele relacionado ou produto leilado com base nas licenças de emissão;

c) A realização de operações sem alterações nos beneficiários económicos de um instrumento financeiro, contrato de mercadorias à vista com ele relacionado ou produto leilado com base nas licenças de emissão;

d) A medida em que a execução de ordens ou a realização de operações ou o cancelamento de ordens num curto período de tempo e que representam uma percentagem significativa do volume diário transacionado sobre um determinado instrumento financeiro, contrato de mercadorias à vista com ele relacionado ou produto leilado com base nas licenças de emissão, idóneas para produzir alterações significativas do preço desse instrumento financeiro, contrato de mercadorias à vista com ele relacionado ou produto leilado com base nas licenças de emissão, que sejam posteriormente revertidas;

e) A medida em que a execução de ordens ou a realização de operações concentradas num curto período de tempo da sessão de negociação deem origem a alterações de preços que são posteriormente invertidas;

f) A medida em que a execução de ordens altera as características do melhor preço de compra ou de venda de um instrumento financeiro, contrato de mercadorias à vista com ele relacionado ou produto leilado com base nas licenças de emissão ou, de um modo mais geral, as características do livro de ofertas à disposição dos participantes no mercado, sendo essas ofertas canceladas antes da sua execução;

g) A medida em que a execução de ordens ou a realização de operações ocorre no momento específico de determinação de preços de referência, os preços de liquidação e preços determinantes de valorizações, ou em torno desses momentos, produzindo alterações desses preços e valorizações.

B. Indicadores de manipulação relacionados com a utilização de mecanismos fictícios ou quaisquer outras formas de induzir em erro ou de artifício

Para efeitos da aplicação do artigo 12.º, n.º 1, alínea b), do presente regulamento, e sem prejuízo das formas de conduta especificadas no n.º 2 do mesmo artigo, os seguintes indicadores não exaustivos, que não devem necessariamente ser considerados por si só uma manipulação de mercado, devem ser tidos em conta sempre que as autoridades competentes e os participantes no mercado procedam à análise de operações ou ordens:

a) O facto de a execução de ordens ou a realização de operações serem ou não antecedidas ou seguidas da divulgação de informações falsas ou enganosas pelos comitentes ou por pessoas relacionadas;

b) O facto de a execução de ordens ou a realização de operações por pessoas ocorrerem antes ou depois de os comitentes ou pessoas com eles relacionadas terem elaborado ou divulgado recomendações de investimento que sejam falsas, enganosas, incompletas, tendenciosas ou manifestamente influenciadas por um interesse relevante.

A norma acima consiste em um catálogo de fatores a serem considerados, mas acrescenta pouco ao que seria efetivamente uma definição de práticas abusivas. O regulador, sem assumir o risco de seguir uma dada compreensão acerca do funcionamento do mercado, com o fim de evitar que a criatividade dos participantes do mercado lhes permita praticar atos indesejáveis, acaba por enumerar de forma aberta fatores que podem evidenciar um abuso. Trata-se de técnica interessante e inspiradora, mas limitada em termos de orientação da conduta.

Note-se que, colocados em poucas palavras, os itens acima são muito menos esclarecedores do que parecem, porque se limitam a apresentar como indicadores de manipulação: a) alteração de volume; b) impacto no preço; c) negociações sem alteração de beneficiário; d) concentração de operações no tempo, aliada a considerações sobre volume e impacto; e) o mesmo do caso anterior, considerando ainda a reversão do impacto no preço; f) cancelamento de ofertas; e, g) influência de preços de fechamentos.

Os três níveis da normativa europeia (conceito amplo, conceito específico, e características indicadoras de abusos), com diferentes detalhamentos, constituem uma abordagem diferenciada da matéria, conciliando tanto regras gerais quanto específicas. Esta alternativa, ainda que não elimine as incertezas, sobretudo em razão de manter o recurso a expressões vagas, representa avanço no caminho de uma regulamentação mais clara das condutas realmente proibidas.

2.3 Conceitos doutrinários de abuso e manipulação

Dentro da disciplina dos abusos, a questão mais complexa diz respeito aos atos envolvendo a interferência sobre o mercado. Convém examinar como esse tema vem sendo tratado pela doutrina. Algumas considerações sobre o conceito de manipulação, embora formuladas tendo por base a língua inglesa, aplicam-se igualmente ao português. Nessa perspectiva, a palavra manipulação não tem necessariamente sentido negativo e mesmo no âmbito do mercado de capitais os comentaristas distinguem entre manipulação legítima e ilegítima (possíveis exemplos de manipulações legítimas seriam a estabilização de preços e as negociações das companhias com as próprias ações). Inclusive em seu sentido mais abrangente, a palavra manipulação remete ao tratamento habilidoso (no Brasil, por exemplo, vale pensar nas farmácias de manipulação). Além disso, a Suprema Corte Americana citou uma definição de dicionário no caso *Schreiber*⁴⁵⁵ no sentido de que manipulação seria sinônimo de conduta injusta ou enganadora, sem prejuízo da doutrina que critica tal recurso⁴⁵⁶.

⁴⁵⁵ *Schreiber v. Burlington N., Inc.*, 472 U.S. 1 (*See Webster's Third New International Dictionary* 1376 (1971) (Manipulation is "management with use of unfair, scheming, or underhanded methods").

⁴⁵⁶ Cf. THEL, Steve. The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act. 42 *Stan. L. Rev.* 385 1989-1990, pp. 392-393.

Feitas tais considerações, Steve Thel conceitua manipulação como: a) a compra de um valor mobiliário com o propósito de elevar o preço reportado; b) a venda de um valor mobiliário com o propósito de reduzir o preço informado⁴⁵⁷; c) a conduta praticada com o intuito de induzir terceiros a negociar ou d) forçar o preço a um nível artificial⁴⁵⁸.

O caráter intencional é ressaltado, também, por John Finnerty, que cita decisão judicial de 1986 no sentido de que “manipulação é a interferência intencional com as livres forças da oferta e demanda”⁴⁵⁹ (não muito esclarecedora, data vênua), à qual acrescenta a obtenção de ganhos sem riscos, por meio da corrupção dos processo de formação de preço do mercado⁴⁶⁰.

Mark Bagnoli e Barton Lipman procuram distinguir manipulação de outras práticas como especulação informada e *insider trading*, observando que apenas a manipulação envolveria ações publicamente verificáveis com a finalidade de afetar o preço⁴⁶¹.

O elemento da intenção, porém, é objeto de questionamento, sobretudo por parte das autoridades encarregadas de fiscalizar e punir práticas abusivas. Neste sentido, Steve Thel informa que a SEC insistiu em reescrever a regra em uma proposta de um Código Federal de Valores Mobiliários, adotando um conceito que não mencionava a intenção de manipular⁴⁶².

Um conceito diferenciado é proposto por Kyle e Viswanathan, para quem a conduta só deveria ser considerada manipulativa se o agente tiver a intenção de promover um esquema que prejudique a eficiência econômica, tanto reduzindo a eficiência dos preços como sinalizadores para a alocação eficiente de recursos quanto tornando os mercados menos líquidos para a transferência de riscos⁴⁶³. Após afirmar que tal definição seria consistente com a jurisprudência norte-americana e com os códigos de conduta ingleses e da União Europeia, mencionam que ela torna ilegais práticas como *corners*, *squeezes* e *pump and dump*, e permite *bluffing*, *randomizing*, divulgação de rumores verdadeiros, e

⁴⁵⁷ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, p. 221.

⁴⁵⁸ THEL, Steve. The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act. 42 *Stan. L. Rev.* 385 1989-1990, p. 401.

⁴⁵⁹ *Pagel, Inc. v. SEC*, 803 F 2d, 942, 946 (8th Circuit, 1986).

⁴⁶⁰ 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, p. 3.

⁴⁶¹ BAGNOLI, Mark; LIPMAN Barton L. Stock Price Manipulation Through Takeover Bids. *The RAND Journal of Economics*. Vol. 27, N. 1 (Spring, 1996), p. 127.

⁴⁶² 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, pp. 411-412.

⁴⁶³ 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), p. 274.

punching the close, bem como reconhece ser difícil definir e punir manipulação ilegal baseada em negociações⁴⁶⁴.

Nesse caso, o problema maior parece ser menos relacionado às práticas que seriam legais conforme este conceito e mais com a falta de precisão de seus elementos. Embora não recorra a termos tão abrangentes quanto artificialidade ou equidade, como fazem outras definições, o recurso à verificação da influência sobre a eficiência alocativa dos preços continua deixando a principal tarefa conceitual para uma segunda etapa.

O conceito de **influência artificial** sobre os preços é empregado no conceito de Demian Mos, que acrescenta a finalidade de lucrar a partir da reação esperada do público investidor à mudança no preço⁴⁶⁵.

Donald Langevoort, por sua vez, menciona que manipulação abrangeria as práticas que visam a mover os preços de forma indevida para – e esse é o aspecto mais particular de seu conceito – servir ao interesse próprio do manipulador⁴⁶⁶.

Nancy Toross remete ao Caso Hochfelder para conceituar manipulação como a conduta destinada a enganar investidores por meio do controle ou da influência artificial dos preços⁴⁶⁷, sendo de destacar nesta definição o foco no engano de terceiros.

Frank Easterbrook propõe uma definição remetendo à capacidade do manipulador de ocultar sua posição dos demais investidores⁴⁶⁸.

Outra definição engenhosa, mas com possível abrangência excessiva, conceitua manipulação como o esforço planejado para fazer com que o preço de um valor mobiliário se comporte de forma distinta da qual se comportaria se deixado livre para ajustar-se a forças de oferta e demanda sem controle ou inspiração⁴⁶⁹. O problema de tal conceito é que, em última instância, abrangeria quaisquer negócios com impacto no mercado.

⁴⁶⁴ 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), p. 279.

⁴⁶⁵ MOOS, Damian. Pleading around the private securities litigation reform act: reevaluating the pleading requirements for market manipulation claims. 78 **S. Cal. L. Rev.** 763 2004-2005, p. 766.

⁴⁶⁶ 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. 160.

⁴⁶⁷ TOROSS, Nancy. Double-Click on This: Keeping Pace with On-Line Market Manipulation, 32 **Loy. L.A. L. Rev.** 1399 (1999), p. 1407.

⁴⁶⁸ 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. S118.

⁴⁶⁹ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 **U. Miami L. Rev.** 671 1985-1986, p. 672.

A obtenção de vantagem injusta de outros participantes do mercado, ou a adoção de atos que forneçam uma aparência falsa ao preço ou às negociações, são os elementos principais da definição de Janet Austin⁴⁷⁰.

De forma mais esquemática, Rosa Abrantes-Metz, Gabriel Rauterberg e Andrew Verstein enumeram quatro elementos que caracterizariam a manipulação no âmbito de negociações com *commodities*: um ato ou uma omissão manipulativa; intenção; causalidade e preço artificial⁴⁷¹.

Diversos autores remetem à classificação de Allen e Gale, que considera três modalidades de manipulação, conforme baseada em negociação, contrato ou ação⁴⁷².

Fischel e Ross, partindo de conceitos que consideram comuns, estabelecem três características das quais a presença de uma tornaria manipulativa a conduta: (i) interferir com o livre jogo entre oferta e demanda; (ii) induzir alguém a negociar ou (iii) forçar o preço de um valor mobiliário para um nível artificial⁴⁷³. Os citados autores, porém, criticam tais definições e concluem que somente um tipo que apelasse para a intenção do manipulador faria sentido. Nesse contexto, tratam como manipulativas as negociações feitas com a intenção de mover os preços em determinada direção, quando o autor não acredita que os preços se moveriam em tal direção senão por conta de suas negociações e o lucro resultante decorre exclusivamente da capacidade do manipulador de mover os preços, e não da posse de informação valiosa⁴⁷⁴.

⁴⁷⁰ 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.

⁴⁷¹ 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. 370.

⁴⁷² ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Stock-Price Manipulation. **The Review of Financial Studies**, Vol. 5, No. 3 (1992), p. 521. Por exemplo: 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. 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. 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. DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. 6 **NTU L. Rev.** 55 2011. AGGARWAL, Rajesh K.; WU, Guojun. Stock Market Manipulations. **The Journal of Business**, Vol. 79, No. 4 (July 2006), pp. 1915-1953. JOHN, Kose; NARAYANAN, Ranga. **Market Manipulation and the Role of Insider Trading Regulations**. *The Journal of Business*, Vol. 70, No. 2 (April 1997), p. 217-247.

⁴⁷³ FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 **Harv. L. Rev.** 503 1991-1992, p. 507.

⁴⁷⁴ FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 **Harv. L. Rev.** 503 1991-1992, p. 510.

A proposta de Fischel e Ross não está imune a críticas, e Matthijs Nelemans divide a desaprovação em razões práticas e doutrinárias⁴⁷⁵.

Do ponto de vista prático, sustenta que mesmo investidores com a intenção de influenciar o mercado podem produzir efeitos benéficos, de modo que a mera intenção não deveria ser o bastante para caracterizar a manipulação. Essa objeção, porém, padece de uma deficiência, porque considera exclusivamente a intenção de influenciar os preços, que é apenas um dos três requisitos expostos por Fischel e Ross para caracterizar a manipulação, desconsiderando os outros dois, quais sejam: (i) que o manipulador não acredita que os preços irão se mover naquela direção, senão pela própria negociação que realiza, e (ii) que o ganho decorre somente da capacidade de mover preços, e não da posse de informação valiosa. A objeção de Nelemans presume um investidor informado (ou seja, um investidor com informação não refletida no preço do valor mobiliário) mas, como visto, a definição de Fischel e Ross o exclui.

Ainda, no âmbito da objeção prática, Nelemans menciona um investidor que, a despeito de boas intenções, produza um efeito indesejável no mercado, por não ter intenção manipulativa, estaria fora do conceito proposto por Fischel e Ross. Segundo Nelemans, tal investidor deveria, ao menos, ser acionável na esfera civil para indenizar os danos causados. Sem entrar no detalhe acerca da sua pertinência no direito norte-americano, tal objeção não parece apta para modificar a proposta de conceito para as esferas punitivas, sejam criminais ou administrativas. Ela suscita, isto sim, duas ordens de considerações relevantes: a primeira quanto à existência de um dever de não influenciar o mercado em nenhuma circunstância (e, portanto, eventual responsabilidade por uma influência não intencional sobre os preços), e a segunda quanto à necessidade de conceitos distintos para fixar a responsabilidade nas esferas administrativa e civil (que deve ter por premissa a definição de que haveria responsabilidade por influência não intencional, e por consequência um dever de negociar sem afetar os preços).

Sob a perspectiva doutrinária, a crítica de Nelemans parte da premissa de que ao definir uma conduta proibida, a lei deveria abranger o comportamento danoso, não devendo abranger o pensamento apenas. Essa objeção parece dar um sentido excessivamente abrangente ao conceito de Fischel e Ross, que não estabelece que o simples pensamento sobre manipular seria condenável, mas somente o ato de manipular, quando acompanhado da intenção de fazê-lo. De toda sorte, a objeção é relevante para que

⁴⁷⁵ NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 *Val. U. L. Rev.* 1169 (2008), pp. 1170-1175.

haja cautela na formulação de conceitos, de modo a não abranger o puro pensamento. Com tais considerações, o conceito de Fischel e Ross apresenta uma base sólida sobre a qual se poderia considerar alternativas regulatórias, como será examinado adiante.

Emilios Avgouleas elabora seu conceito de manipulação de mercado contemplando um comportamento que envolva informações falsas, operações artificiais e esquemas de negociação, individualmente ou combinados, feitos ou estruturados de modo a induzir terceiros a negociar. Acrescenta ser preciso que o comportamento direcione os preços a um patamar artificial, e/ou permita aos autores ganhos que não seriam possíveis sem esse comportamento⁴⁷⁶. Seu conceito permanece, assim, dependente da concepção de artificialidade.

As definições acima empregam diferentes enfoques e conceitos para propor a disciplina dos abusos, ora com foco na conduta dos agentes, ora no resultado dessa conduta, ora fixando a atenção sobre os aspectos externos de sua atuação, ora considerando imprescindível perquirir sobre a motivação dos atos. Para avançar na análise, convém reunir os elementos considerados como condenáveis nas definições legais e doutrinárias, e analisar individualmente sua utilidade para a conceituação das práticas abusivas.

⁴⁷⁶ AVGOULEAS, Emilios. **The mechanics and regulation of market abuse: a legal and economic analysis**. Oxford: Oxford University Press, 2005, p. 116.

3 ELEMENTOS CONDENÁVEIS

Após a pesquisa realizada foi possível verificar que outros ordenamentos jurídicos definem o conceito de abuso no mercado de forma mais detalhada que o brasileiro. Porém, do mesmo modo, remetem a conceitos indefinidos, tais como “operações artificiais”.

A seguir, são examinados alguns dos elementos usualmente reputados condenáveis, nas normas e na jurisprudência administrativa: a começar pelo predominante conceito de artificialidade – expressão “alfa” das trapaças bursáteis – dissecado nos sentidos de contraposição às ideias de “natural, normal e comum”; de impacto sobre preços e fraude.

Outros sentidos atribuídos às práticas abusivas, tais como: inexistência de efetiva transferência de recursos ou simulação; ausência de intuito lucrativo; necessidade de negociar em mercado; fuga do risco; resultados pré-ajustados e artifícios são analisados a seguir.

Fora dos domínios da artificialidade transitam, ainda, como elementos fundamentais, referidos nos ilícitos previstos nas alíneas “b” e “d” da Instrução CVM nº 8/79, a indução de terceiros a negociar e a equidade entre os participantes do mercado.

O objetivo é verificar se, a despeito da imprecisão do conceito de artificialidade, ele pode ser substituído por algum desses outros de forma a englobar as práticas irregulares a serem coibidas pelo ordenamento.

3.1 Dimensões da artificialidade

“Artificial” é palavra recorrente nos conceitos regulamentares e doutrinários para definir práticas abusivas (inextricável na expressão de Avgouleas⁴⁷⁷), cujo uso reiterado, mesmo na recente regulação europeia, deve-se, possivelmente, ao seu apelo intuitivo, para empregar a expressão de Fischel e Ross⁴⁷⁸. A despeito disso, a aparente facilidade de

⁴⁷⁷ AVGOULEAS, Emiliós. **The mechanics and regulation of market abuse: a legal and economic analysis**. Oxford: Oxford University Press, 2005, p. 108.

⁴⁷⁸ FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 **Harv. L. Rev.** 503 1991-1992, p. 508.

condenar o que seria artificial revela-se enganosa quando se consideram os múltiplos sentidos que artificialidade pode assumir, de modo que o termo demanda definição mais precisa, constituindo o eixo central de um círculo vicioso de palavras pouco esclarecedoras.

Rosa Abrantes-Metz, Gabriel Rauterberg e Andrew Verstein mencionam haver consenso entre os autores quanto à artificialidade não ser auto-evidente⁴⁷⁹.

Kyle e Viswanathan citam precedente que definiria artificialidade de uma forma que consideram circular, como o resultado de fato não legítimo sobre o preço⁴⁸⁰. Tal precedente menciona que não seria artificial o preço decorrente da atuação legítima de forças de oferta e demanda. Nessa definição, a imprecisão da expressão artificialidade é substituída pelo igualmente impreciso conceito de legitimidade (para fins de negociações com valores mobiliários).

Semelhante é o conceito apresentado por Díez, para quem artificial seria o preço que apenas *aparentemente* expressa o preço de mercado, ou seja, que não é resultado de um mercado livre ou de verdadeira oferta e demanda⁴⁸¹.

No mesmo sentido, Fischel e Ross rejeitam um conceito de manipulação baseado em artificialidade porque ele se limitaria a afirmar que negociações indevidas são aquelas que resultam em preço artificial; definido como originado de negociações indevidas⁴⁸².

Easterbrook, após observar que as definições usuais empregam noções como “transgressão intencional” ou condições “artificiais”, afirma que o conceito mais utilizado seria de “conduta intencional que resulta em um preço que não reflete as forças básicas de oferta e demanda”, que não levaria a lugar nenhum⁴⁸³.

Com efeito, aberta como está a múltiplas interpretações, uma vedação baseada na artificialidade admitiria que fossem consideradas manipulativas todas as negociações que

⁴⁷⁹ 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. 371.

⁴⁸⁰ 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), p. 277.

⁴⁸¹ DÍEZ, Carlos Gómez-Jara. **El delito de manipulación de mercado**. Valencia: Tirant Lo Blanc, 2017, pp. 111-112.

⁴⁸² FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 **Harv. L. Rev.** 503 1991-1992, p. 509.

⁴⁸³ 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. S117.

influenciam os preços; apenas aquelas não informadas; apenas aquelas feitas com esse propósito ou aquelas que afastam o preço do valor fundamental do ativo⁴⁸⁴.

Fora das definições puramente circulares, o conceito de artificial é usado para referir a operações que: não são naturais, normais ou comuns; carecem de intuito lucrativo, não produzem efetiva transferência de recursos; não são feitas por necessidade de negociar ou são realizadas com o emprego de artifício. O conceito de artificialidade pode, também, envolver uma combinação de alguns desses aspectos. Operações consideradas abusivas por título próprio – como é o caso da fraude ou do impacto sobre os preços – são, por vezes, tratadas como dimensões da artificialidade.

A seguir, são examinadas cada uma das acepções em que a expressão artificial é empregada no âmbito da disciplina dos abusos no mercado de capitais. São também investigados conceitos que, embora menos vinculados à ideia de artificialidade, são utilizados para definir as condutas abusivas.

3.1.1 Natural, Normal e Comum

No âmbito mais geral, três conceitos de “artificial” podem ser definidos conforme sejam opostos às ideias de natural, normal ou comum.

Definir artificial como o inverso de natural seria um bom critério para diferenciar produtos da natureza e da ação humana, mas o mercado é uma construção humana e por esse motivo não há sentido na distinção entre natural e artificial para os atos praticados nesse ambiente (e a dissolução da ideia de natural não pode ser ignorada, frente à proliferação dos produtos “orgânicos”).

A artificialidade, para Santos, Osório e Wellisch, poderia ser identificada na ausência do elemento “natural” de “conflito de interesses” entre os negociantes em bolsa, porque, a despeito da multiplicidade de partes, os negócios decorreriam de “uma única vontade”⁴⁸⁵.

No raciocínio acima, partindo da oposição artificial-natural, chega-se à questão do conflito. A remissão ao conflito de interesses delimita melhor a ideia de artificialidade.

⁴⁸⁴ NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 **Val. U. L. Rev.** 1169 (2008), p. 1173.

⁴⁸⁵ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 115.

Esta delimitação ocorre por meio da identificação com operações adrede ajustadas ou sem o risco inerente ao mercado, próximas das categorias de operações fictícias, examinadas adiante. No mais, o próprio conceito de conflito de interesse suscita desafios consideráveis para ser aplicado⁴⁸⁶.

Diversos autores, ao estudar práticas manipulativas, fundamentam seus trabalhos na distinção entre preços normais e artificiais. Para que tal distinção fosse útil, seria necessária uma definição precisa de preços normais, a qual tampouco existe⁴⁸⁷.

Matthijs Nelemans considera que o conceito de artificialidade seria mais preciso do que de anormalidade, mas reconhece que ainda assim estaria sujeito a múltiplas interpretações⁴⁸⁸.

O sentido de operações normais, por vezes, é empregado com referência às forças normais do mercado. Nesse sentido, foi o voto proferido no Caso Marambaia:

36. Nos casos de manipulação de preços são utilizadas manobras artificiais para elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário com a finalidade de induzir terceiros a adquirir papéis sobrevalorizados ou alienar papéis subvalorizados. Caracteriza-se a manipulação de preços se restar comprovado que a elevação dos preços de determinada ação não resultou das forças normais de mercado, mas da atuação de certos investidores.⁴⁸⁹

Ora, dizer que não decorre de “forças normais de mercado” não é esclarecedor. A “atuação de certos investidores”, por outro lado, pode parecer um conceito mais preciso, mas depende de detalhamento adicional porque, a rigor, todo preço decorre da atuação de investidores.

Outra possível definição para preços artificiais seria a daqueles resultantes de atos praticados com o intuito de mudar os preços. Essa finalidade, porém, pode ser examinada de modo autônomo, independentemente de incluí-la no conceito de artificialidade e será abordada adiante. De todo modo, se o objetivo da regulamentação fosse vedar negociações feitas com a intenção de influenciar os preços, melhor seria dizer isso expressamente do que recorrer à ideia de artificialidade ou outras semelhantes.

⁴⁸⁶ A título de exemplo, no âmbito societário, pode-se consultar 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.

⁴⁸⁷ NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 **Val. U. L. Rev.** 1169 (2008), pp. 1216-1217.

⁴⁸⁸ NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 **Val. U. L. Rev.** 1169 (2008), p. 1173.

⁴⁸⁹ Caso Marambaia – PAS CVM nº RJ2013/5194, j. em 19.12.2014. Voto vencedor da Diretora-Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes.

A anormalidade ou estranheza de uma operação já foi cogitada na CVM como indício de irregularidade de operação, no Caso Ipanema, mas não foi aceita como causa suficiente para uma condenação. Naquele processo foram discutidas operações de intermediação de Opção Flexível de Ibovespa, realizadas pela Ipanema para sua carteira própria, nas quais a Fundiágua figurou como contraparte. A defesa alegou que nunca mantivera relacionamento com a contraparte, motivo pelo qual não poderia ter combinado o resultado das operações, bem como que não teria sido comprovado o dolo. Para essas operações, entendeu-se não comprovada a irregularidade⁴⁹⁰.

A normalidade, contudo, continua sendo definida por exclusão, ou seja, como o cenário não sujeito a manobras artificiais, o que mantém sua indefinição.

A mesma lógica se aplica ao conceito de preço anormal que era empregado pela União Europeia: como bem observa Nelemans, a variação de um preço do patamar em que se encontrava há longo tempo poderia, teoricamente, ser considerada anormal e incorrer na vedação. Todavia, tal alteração pode decorrer de nova informação sobre o ativo, refletindo mudança de julgamento sobre seu valor, o que tornaria ilícitas práticas regulares, que melhoram a precificação de ativos⁴⁹¹.

Uma situação em que a equiparação da artificialidade à anormalidade levaria à condenação de uma operação regular seria o anúncio de uma oferta pública, que pode

⁴⁹⁰ “55. Em que pese a justificada estranheza no resultado das operações, que, conforme a acusação, acabaram por gerar vultosos lucros para a Ipanema CM, é preciso considerar que, de fato, não foram trazidos fortes indícios do liame existente entre a Ipanema CM, a Fundiágua e as pessoas a elas relacionadas. Lembre-se que, no conjunto de operações realizadas, havia outras pessoas envolvidas, tal como a corretora Planner, seus operadores, além da Credit Suisse e do Deutsche Bank, que atuaram, também, como contraparte de algumas das operações, o que acaba por tornar complexa a ligação entre os envolvidos, bem como a suposição de que as operações teriam sido previamente combinadas.

“56. Talvez fosse possível colher mais indícios da relação firmada entre a Ipanema CM e a Fundiágua se, por exemplo, a Planner e seus operadores fossem parte do processo, como responsáveis pela intermediação das operações supostamente irregulares. Mas isso não ocorreu.

“57. Afora essa ausência de liame, observo, também, que a Ipanema CM não chegou a lucrar em todas as operações de Opções Flexíveis de Ibovespa realizadas em contraparte com a Fundiágua, tendo sofrido prejuízo em algumas delas.

“58. Verifico, por fim, que não foram constatadas alegações de prejuízos sofridos em razão de operações irregulares por parte dos dirigentes do Fundiágua ou por terceiros interessados (ao contrário, por exemplo, do que ocorreu com as operações da Ipanema com o Fundo EQD, que geraram denúncias ao COAF, Bacen e Receita Federal, nas quais foram apontadas diversas irregularidades pelos prejudicados).

“59. Em suma, o conjunto de indícios e provas com relação às operações com a Fundiágua são significativamente menos robustos quando comparados com os obtidos para as demais operações apuradas no processo.

“60. Não vejo, portanto, como considerar as operações com Opção Flexível de Ibovespa, aqui mencionadas, nos conceitos descritos na alínea "a", "c" e "d" do item II da Instrução CVM nº 08/79, razão pela qual absolvo dos acusados Ipanema CM, Antonio Buffara, Hécio Oliveira e João Cravos, das imputações relativas às operações realizadas entre a Ipanema CM e a Fundiágua”. (Caso Ipanema – PAS CVM nº 06/2004, j. em 09.11.2010. Voto vencedor do Diretor-relator Alessandro Broedel Lopes).

⁴⁹¹ NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 **Val. U. L. Rev.** 1169 (2008), pp. 1172-1173.

deslocar os preços dos padrões que eram considerados normais. Por esse motivo, Poser considera que a artificialidade deveria resultar de conduta fraudulenta para integrar comportamento manipulativo⁴⁹² (a fraude como elemento definidor será examinada adiante).

O conceito de incomum é adotado por alguns doutrinadores e tribunais como referência para definir preços artificiais. Assim, por exemplo, no caso dos preços de contratos futuros, seu caráter incomum e, portanto, artificial poderia ser aferido a partir do cotejo com os preços dos ativos à vista ou de futuros com vencimento em diferentes datas. Essa formulação é sedutora, porque admite apuração objetiva e o emprego de parâmetros estatísticos para sua aplicação.

Em um processo nos Estado Unidos, relativo à Companhia Salvadorena de Cafe, concluiu-se não haver manipulação, por meio da comparação entre os preços do ativo manipulado (contratos de café) e o preço indicado pela Organização Internacional do Café⁴⁹³. O problema com esse critério, como expõem Fischel e Ross, é que inúmeras causas legítimas podem gerar preços incomuns (como, por exemplo, a escassez temporária do ativo subjacente). Isso afasta, ou ao menos limita, a sua utilidade para estabelecer práticas abusivas⁴⁹⁴.

Nem toda operação incomum é prejudicial ao mercado. Além disso, um conceito que repudiasse as práticas incomuns abrangeria, inevitavelmente, toda inovação e condenaria o mercado à imutabilidade.

3.1.2 Múltiplos critérios

Em alguns casos, há diversos fatores que servem de referência para definir o preço normal, natural ou comum de um valor mobiliário, de modo que esses conceitos podem assumir alguma concretude, e permitir que a artificialidade seja determinada a partir do afastamento do comportamento padrão.

⁴⁹² POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 *U. Miami L. Rev.* 671 1985-1986, p. 717.

⁴⁹³ 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, pp. 372-373.

⁴⁹⁴ FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, p. 546.

Nesse contexto, podem ser mencionados os critérios adotados pelo assistente técnico do autor no processo *Cargill, Inc. v. Hardin*, um caso clássico de *corner* envolvendo trigo na Chicago Board of Trade: (i) comparação dos movimentos dos preços supostamente manipulados com aqueles ocorridos nos últimos nove anos; (ii) comparação entre os preços supostamente manipulados e aqueles do contrato mais próximo, bem como entre essas diferenças de preços e aquelas observadas nos últimos nove anos; (iii) comparação entre os futuros negociados na bolsa em questão e aqueles negociados em outras bolsas e (iv) relação entre o ativo supostamente manipulado e o ativo subjacente⁴⁹⁵.

Contudo, não são quaisquer valores mobiliários que possuem diversos parâmetros comparáveis, de modo que a definição por esse critério não poderia ser a regra, mas apenas a exceção em casos específicos, com ressalvas feitas anteriormente.

3.1.3 Impacto sobre preços

Um fator essencial a ser determinado para a definição de qualquer política de regulação de abusos no mercado consiste em estabelecer se a mera influência sobre os preços caracteriza irregularidade.

A Câmara dos Deputados dos Estados Unidos já havia considerado, em 1934, quando da edição do *Securities Exchange Act*, que a influência sobre o preço, apenas porque o investidor está tentando adquirir ou alienar um grande bloco de ações, não seria ilegal⁴⁹⁶. No mesmo sentido, a doutrina reconhece a regularidade de aquisições com o potencial de influenciar o mercado, quando realizadas unicamente porque o investidor acredita ser um bom investimento⁴⁹⁷.

Como observam Fischel e Ross, nem todos os atos praticados com o fim de alterar preços são ilegítimos, caso das recompras realizadas pelo emissor, com o intuito de sinalizar que as ações estão subavaliadas. Se movem as cotações na direção correta, o

⁴⁹⁵ 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. 371.

⁴⁹⁶ Cf. NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 *Val. U. L. Rev.* 1169 (2008), p. 1199 e 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, p. 309.

⁴⁹⁷ Cf., tratando de “concentrated buying”. JACOBS, Arnold S. Regulation of manipulation by SEC Rule 10b-5. 18 *N. Y. L. F.* 511 1972-1973, p. 533.

preço delas resultante não poderia ser considerado inadequado (ou, na expressão consagrada, artificial)⁴⁹⁸.

Matthijs Nelemans propõe um novo conceito de pressão justificada dos preços para diferenciar entre preços normais e anormais. O conceito proposto recorre ao escrutínio do suporte para a pressão sobre os preços que o investidor exerce. Baseia-se na análise das informações de que o investidor dispõe e que justificariam a expectativa de mudança dos preços, a qual será detalhada adiante, no Capítulo 4. Esse exame permitiria distinguir se uma influência seria normal ou anormal⁴⁹⁹.

Com razão, Steve Thel sustenta que os investidores que influenciam o mercado ou que negociam sem uma intenção de investimento não estão iludindo ou fraudando os demais investidores. Ele refuta o argumento, já invocado pela SEC, de que a prática poderia ser considerada enganadora por contrariar a suposta convicção dos investidores de mercado de que os preços estão refletindo oferta e demanda “normais” (ou pelo menos oferta e demanda que não foram criadas com o fim exclusivo de influenciar os preços). Para tanto, além do fato de não haver prova quanto a tal crença dos investidores, ainda que ela fosse real, representaria apenas um erro dos investidores, mas não que eles tenham sido induzidos a tal erro por quem negociou no mercado⁵⁰⁰.

A questão, como formulada por Thel, é se há um dever, por parte daqueles que irão negociar de modo a mover o preço, de se abster de negociar ou de explicar os motivos de tal negociação. Após fazer algumas considerações sobre a extensão de regras específicas norte-americanas, ele conclui que não se poderia falar de fraude nos casos de investidor que move preços para evitar ou acionar obrigações, mas que tais transações seriam questionáveis por mover preços sem divulgar informações⁵⁰¹.

Luiz Gastão Paes de Barros Leães menciona que vendas substanciais podem afetar os preços, mas não seriam condenáveis, “desde que economicamente justificáveis”, o que ocorreria quando o impacto sobre os preços não fosse “o único e principal motivo” da negociação⁵⁰².

⁴⁹⁸ FISCHER, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, p. 508.

⁴⁹⁹ NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 *Val. U. L. Rev.* 1169 (2008), p. 1200-1217.

⁵⁰⁰ 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. 428.

⁵⁰¹ 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, pp. 428-429.

⁵⁰² Hedging com futuros de índices representativos de ações. In: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Pareceres*. v. 2. São Paulo: Singular, 2004, p. 1038.

O próprio conceito de “economicamente justificável” não está imune a críticas, nem afasta certas zonas cinzentas. Por um lado, é útil em situações mais simples, nas quais um investidor compra ou vende um lote grande de ações, no contexto de investimento de longo prazo, e por força dessa operação afeta o preço. Em outras situações, envolvendo operações complexas, pode ser mais difícil estabelecer com precisão o que corresponderia exatamente a “economicamente justificável”. Exemplo dessa dificuldade é o Caso Credit, examinado adiante.

Embora o simples fato de realizar grandes operações com o potencial de influenciar o preço não devesse ser questionável, a jurisprudência norte-americana demonstra que tal discussão está presente nos tribunais. Nesse sentido, Lewis Lowenfels, após expor alguns fatores que caracterizariam a manipulação, cita dois precedentes nos quais, malgrado constatada a causalidade entre os atos de determinados investidores e alterações nos preços, sua atuação foi considerada regular.

No primeiro caso, duas companhias, Bangor Punta e Chris-Craft, disputavam o controle de uma terceira, a Piper Aircraft. Questionou-se o fato de ter havido compras de ações da Chris-Craft que elevaram seu preço, fazendo com que sua oferta parecesse mais interessante, além de indiretamente elevar os preços da Piper. O Tribunal considerou que as compras, representando investimento legítimo por diversos fundos, não caracterizariam manipulação, apesar das alterações nos preços. Ao decidir, ressaltou a diferença em relação a outro precedente no qual se havia identificado a ocorrência de manipulação, mas em um cenário no qual quem comprou as ações, elevando seu preço, tinha acordos secretos para revendê-las a terceiros com prejuízo.

No outro caso citado, os acusados eram negociadores que realizavam arbitragem (exploravam diferenças de preços entre diferentes mercados) e negociaram ativamente, durante nove meses, com ações de emissão da companhia Trane, adquirindo cerca de 15% de seu capital. O Tribunal concluiu que esse volume de negociações teria alterado preços e também induzido compras por terceiros. Sem prejuízo disso, decidiu que não haveria manipulação, porque haviam apenas comprado ações com o intuito de auferir lucro (e a regularidade da prática seria corroborada por não ter havido o posterior colapso do mercado para esses títulos).⁵⁰³

Em suma, o simples impacto sobre os preços não poderia ser considerado como

⁵⁰³ 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, pp. 709-711.

sinônimo de artificialidade, sob pena de restringir operações legítimas, embora possa integrar condutas criticáveis, quando atingido de forma fraudulenta. Tal fato sugere o exame da fraude em específico.

3.1.4 Fraude

A fraude, no mercado de valores mobiliários como em outro qualquer, é facilmente condenável. Norman Poser destaca a ideia, sustentada por diversos filósofos, de que a tomada da propriedade alheia por meio da fraude é mais grave do que por meio da força⁵⁰⁴.

Desse modo, o desafio reside em definir quais comportamentos caracterizam efetivamente conduta fraudulenta.

Easterbrook cita como exemplo de fraude a monopolização de mercados futuros. O autor crê que as melhores maneiras de coibir tal prática seriam o monitoramento pela bolsa de valores, a restrição a posições excessivas (que a bolsa, identificando por meio de seu monitoramento, poderia determinar fossem reduzidas até patamares considerados adequados), a divulgação da concentração de posições e de condutas que possam ser consideradas inadequadas⁵⁰⁵. Para esse autor não há que se falar em manipulação sem que haja também fraude. Menciona, para demonstrar seu ponto, dois casos de negociação de futuros (trigo em Chicago em 1963 e batatas no Maine em 1979), nos quais houve elevações de preços, causadas por uma colheita inesperadamente ruim.

No primeiro caso, a Cargill acumulara 2,4 milhões dos 2,8 milhões de *bushels* de trigo⁵⁰⁶ disponíveis para entrega em Chicago, bem como posição comprada em contratos futuros dando direito a 2 milhões de *bushels* e exigiu a entrega daqueles ativos que controlava.

Os investidores que estavam vendidos no contrato, ou seja, a quem cabia realizar a entrega, tiveram de pagar o preço exigido pela Cargill de \$2,28¼ por contrato (preço exigido pela liquidação financeira ou para a venda do ativo físico), valor superior ao preço pelo qual o trigo vinha sendo comercializado pela própria Cargill (\$2,09 antes do último

⁵⁰⁴ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 U. **Miami L. Rev.** 671 1985-1986, p. 686.

⁵⁰⁵ 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. S111-S112.

⁵⁰⁶ Medida equivalente a 60 libras.

dia de negociação do contrato de maio, entre \$2,03 e \$2,15 logo depois da liquidação financeira dos contratos).

A prática foi considerada manipulativa: as flutuações de preços foram julgadas artificiais, porque, até então, eram inéditas. O Judiciário ponderou também que a Cargill teria utilizado seu conhecimento especial em benefício próprio, lucrando, não por conta de conhecimento superior sobre a oferta e a demanda de trigo no mercado físico, mas porque era a única a saber quem era proprietário do trigo que poderia ser entregue em Chicago.

O segundo caso envolveu contratos futuros de batata, de maio de 1979, no Maine. Nesse caso também houve súbita elevação de preço. Desta vez, em razão de uma colheita ruim. Um investidor era titular da quase totalidade da posição comprada nesses contratos, mas outros investidores sabiam o que ele estava fazendo e esperavam que exigisse entrega física dos ativos.

A bolsa suspendeu a negociação dos contratos e determinou sua liquidação ordenada, o que constituiria evidência do interesse e da capacidade dessas entidades prevenirem condutas suspeitas. Intervenções dessa natureza suscitam questionamentos. Dessa forma, regras claras contra a manipulação seriam benéficas tanto para investidores em geral quanto para aquele suspeito de manipular o mercado⁵⁰⁷. Esse exemplo é trazido por Easterbrook para demonstrar, corretamente, que aumentos bruscos de preço e lucros elevados podem ocorrer sem que haja manipulação.

A intenção de enganar também é identificada por Thel como elemento essencial da manipulação, incluindo o uso de operações simuladas. Sustenta que a divulgação de *wash sales*, de modo a sugerir que envolveriam uma mudança de propriedade (quando isto na verdade não ocorreria) permitiria caracterizá-las como enganadoras⁵⁰⁸. Essas operações em particular serão examinadas adiante.

Ainda a reforçar o aspecto essencial da fraude para a incidência da regulação federal norte-americana, Norman Poser destaca a distinção entre esses casos e aqueles de chantagem (*greenmail*) que, por envolverem coação, são reprimidos por legislação própria. Como exemplo, cita o caso em que Icahn – em conjunto com companhias por ele controladas – comprou mais de 5% das ações ordinárias de emissão da Dan River, Inc. e

⁵⁰⁷ 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.

⁵⁰⁸ Tendo em vista que esta parece ser uma posição diferente daquela do mesmo autor transcrita acima, convém citar este trecho especificamente no original: “These trades [risk-free trades, such as wash sales, creating a misleading appearance] were publicized in a way that suggested that they involved a change of ownership, and as such they are fairly characterized as deceptive. (...)” (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, pp. 410-411).

anunciou pretender adquirir o controle da companhia para depois proceder à sua fusão com outra por ele já controlada ou vender seus ativos, mas que estaria disposto a não fazê-lo diante de uma oferta aceitável para comprar sua participação societária. A companhia alvo alegou que o ultimato em questão constituiria conduta fraudulenta e manipulativa, argumento rejeitado pelo tribunal, porque não correspondia a uma tentativa fraudulenta de afetar artificialmente os preços dos valores mobiliários⁵⁰⁹.

Com efeito, interpretações excessivamente amplas do conceito de fraude podem conferir-lhe a mesma imprecisão de outros conceitos anteriormente criticados pelo seu caráter vago. Em operações como as acima, nas quais não há a divulgação de informações falsas nem outra forma de indução de terceiros em erro, não se poderia cogitar de comportamento fraudulento.

A primeira e mais simples modalidade de fraude, tanto para praticar quanto para definir, é a divulgação de informações falsas. Comunicações verbais destinadas a induzir negociações são consideradas ilegais por diversos dispositivos do *Securities Exchange Act*⁵¹⁰, bem como coibidas pela ICVM nº 8/79, podendo, conforme a interpretação, ser enquadradas em todos os tipos ali previstos.

A distinção entre fraude e manipulação é difícil de estabelecer quando se considera que mesmo práticas envolvendo apenas negociações podem ser consideradas enganosas, ainda que representem uma forma mais sofisticada de ilusão, tendo sido essa a base do mencionado precedente inglês *Scott v. Brown, Doering, McNab & Co*, no qual Lord Lopes afirmou não vislumbrar distinção substancial entre falsos rumores e atos falsos e fictícios⁵¹¹.

De forma coerente com o conceito de que práticas manipulativas seriam necessariamente fraudulentas os tribunais norte-americanos consistentemente reputam como regulares diversas estratégias das companhias que visam a dificultar o êxito de ofertas hostis de aquisição, desde que devidamente divulgadas⁵¹².

A disciplina das condutas abusivas deveria ter por elemento primordial a fraude, contemplando a indução de terceiros em erro por meio de artifícios. Nesses casos é fácil,

⁵⁰⁹ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 U. **Miami L. Rev.** 671 1985-1986, pp. 719-721.

⁵¹⁰ 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. 413.

⁵¹¹ No original: "I can see no substantial distinction between false rumors and false and fictitious acts." *Apud* POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 U. **Miami L. Rev.** 671 1985-1986, p. 697.

⁵¹² POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 U. **Miami L. Rev.** 671 1985-1986, pp. 687-688.

em princípio, identificar o elemento condenável na conduta⁵¹³. A questão essencial é definir se condutas específicas, como a mera realização de negociações, poderiam ser consideradas fraudulentas. Para sanar esse problema, a regulação deveria, ao estabelecer quais práticas são admissíveis, focar na especificação das condutas que promovem tal indução em erro.

Em relação aos comportamentos indesejáveis não abrangidos pelas normas que vedam a fraude, uma norma específica deveria ser adotada, no lugar das regras mais gerais de manipulação ou artificialidade.

Se não há controvérsia quanto a ser necessário coibir a conduta fraudulenta no mercado de valores mobiliários, remanesce a problemática da fixação dos contornos do próprio conceito, tendo em vista que a definição regulamentar permanece ampla e identificar quando esta ocorre no mercado de capitais pode ser tarefa complexa.

Neste contexto, o item “c” da ICVM nº 8/79, que estabelece o conceito de operação fraudulenta, apresenta definição extremamente abrangente:

c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros;

A amplitude excessiva se constata pela mera comparação ao tipo do estelionato:

Art. 171 - Obter, para si ou para outrem, vantagem ilícita, em prejuízo alheio, induzindo ou mantendo alguém em erro, mediante artifício, ardil, ou qualquer outro meio fraudulento:

No caso Schreiber, o tribunal julgou que a rescisão de uma oferta hostil e sua substituição por uma negociação não seria manipulativa, ainda que os acionistas que aceitaram a oferta original pudessem ter recebido mais, caso ela não tivesse sido revogada. Neste contexto, entendeu-se que atos completamente divulgados, ainda que afetassem o preço das ações, não se caracterizariam como fraudulentos, enganadores ou manipulativos⁵¹⁴.

A mera indução indireta em erro de todo o mercado, por meio de operação apta a influenciar o balanço, não se enquadraria na hipótese de operação fraudulenta, segundo decisão proferida pela CVM no caso Cruzeiro do Sul 2013. Naquele precedente, a

⁵¹³ VERSTEIN, Andrew. Benchmark Manipulation. 56 *B.C. L. Rev.* 215 2015, p. 255.

⁵¹⁴ 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, pp. 387-388.

acusação sustentara que os acusados teriam utilizado de artifício, consistente no emprego de fundos de investimento por eles geridos. Na decisão do Colegiado, julgou-se que as operações teriam sido “realizadas com o único objetivo de propiciar resultados positivos para o Banco Cruzeiro do Sul S.A.”. A despeito disso, entendeu-se que a operação não caracterizava operação fraudulenta porque, nos termos da ICVM nº 8/79, não teria havido a indução de terceiros em erro, a partir do entendimento de que os terceiros a serem mantidos em erro da norma não incluem a própria CVM ou o mercado em geral:

42. Descartada a possibilidade de que dentre os participantes das operações alguém tenha sido alvo de ardil e induzido a erro, remanesce a necessidade de se avaliar se foram a CVM e os participantes do mercado em geral os "terceiros" atingidos pelo resultado da ação arditosa, como afirma a acusação.

43. Para tanto, releio o tipo fraude definido na Instrução CVM nº 08/79 e nele não vislumbro, ainda que de forma tênue, a possibilidade de a CVM ou mesmo os participantes do mercado em geral serem os destinatários da proteção deste comando normativo, em última análise serem os "terceiros" a que a regra alude.

44. Relativamente à referência feita à CVM, não creio que ela, ao editar a norma, tenha pretendido visar à sua própria proteção contra atos ilícitos praticados no mercado, esta autoproteção, que eu saiba, nunca foi por ela perseguida, e nem me parece cabível que um órgão regulador edite regras com essa finalidade.

45. Do mesmo modo, não creio que se pretendeu que os "terceiros" mencionados no tipo fossem os participantes do mercado de valores mobiliários em geral, melhor dizendo, indistintamente todos aqueles que, de uma forma ou de outra, atuam e compõem esse mercado. Julgo ser indispensável que haja um mínimo de definição para os "terceiros", a indicar ou uma pessoa ou grupos de pessoas diretamente atingidos pela ação arditosa de quem perpetrou a fraude, em linha com o que se decidiu nos precedentes julgados pela CVM em que houve condenação dos acusados.⁵¹⁵

Causa alguma perplexidade a ideia de que induzir o mercado como um todo em erro não caracterizaria fraude, exceto na medida em que se entenda que o mercado como um todo seria objeto de tutela nas alíneas “a” (condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários) e “b” (manipulação de preços) do inciso II da ICVM nº 8/79.

Por outro lado, a CVM já considerou modalidade de operação fraudulenta o *churning*, como consignado no Caso C&D. No julgado em questão, entendeu que a C&D Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. estaria envolvida na realização de negociações em quantidade excessiva em nome do FAPEN, um fundo de pensão de servidores municipais da prefeitura de Campo Largo. O giro excessivo da carteira, pelo qual os participantes do fundo estariam em erro, foi considerado como ardil pela CVM. Por fim, a intenção de obter vantagem ilícita de natureza patrimonial teria sido

⁵¹⁵ PAS CVM RJ2011/12660 (Caso Cruzeiro do Sul 2013), j. em 19.11.2013. Voto vencedor do Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes.

comprovada porque as despesas com corretagem no período, pagas pelo FAPEN à C&D, teriam sido de R\$ 1.650.615,65, correspondente a 55% do valor originalmente investido⁵¹⁶.

A indução em erro a que faz referência o voto presume que, ao contratar os serviços da C&D DTVM, seus clientes o teriam feito a partir da premissa de que essa atenderia aos seus interesses. A confiança ali depositada teria sido traída, porque os acusados “aproveitando-se da confiança neles depositada, dissimularam a real intenção de obter vantagem patrimonial indevida, por meio de uma aparente estratégia de investimento” que, na verdade, não teria racionalidade econômica, senão pelo propósito de gerar corretagem⁵¹⁷. Disto decorre que a CVM parece ver a fraude como inerente ao *churning*. No entanto, o raciocínio em questão pode ser aplicado a qualquer hipótese de desvio de confiança, o que suscita a questão de que seria melhor um conceito que tivesse por base esse aspecto central da confiança e não o conceito de fraude.

Outra hipótese de operação reputada como fraudulenta pela CVM é a venda indevida de ativos de titularidade de espólio, com base em procuração outorgada por quem não tinha poderes para tanto. No Caso São Paulo CV, por exemplo, o Sr. Marcelo Mariano teria se apresentado perante intermediários como procurador legal do Espólio, embora não o fosse. Aparentando essa qualidade, tomou diversas providências para a venda e liquidação de ações de propriedade do Espólio segundo seus próprios interesses. O esquema foi viabilizado por procuração com amplos poderes, inclusive para atualização cadastral, com a qual se impediu que a inventariante tomasse ciência dos movimentos praticados pelos acusados⁵¹⁸.

A CVM já considerou o uso de pessoas interpostas e operações complexas como caracterizadores do ardid ou artifício que integra o conceito de operação fraudulenta:

1.19. Segundo os precedentes desta autarquia, corroborados pela doutrina, são três os elementos necessários para a caracterização da operação fraudulenta: (i) a indução de terceiros a erro; (ii) a utilização de ardid ou artifício para tanto; e (iii) o dolo específico. Esses três elementos foram devidamente comprovados neste caso.

1.20. Quanto ao primeiro elemento – indução de terceiros a erro – os autos deixam claro que a ASM Administradora e seus sócios induziram o RioPrevidência a erro, escondendo desse investidor o fato de que o Fundo Comprador, gerido por empresa do mesmo grupo, estava disposto a adquirir os Créditos FCVS por valor muito superior ao que foi atingido no leilão.

⁵¹⁶ “O meio malicioso, no caso concreto, era, justamente, o giro excessivo da carteira.” (Caso C&D – PAS CVM nº 24/2010, j. em 27.05.2014. Voto vencedor da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes).

⁵¹⁷ Caso C&D – PAS CVM nº 24/2010, j. em 27.05.2014. Relatório da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes.

⁵¹⁸ Caso São Paulo CV – PAS CVM nº SP2011/233, j. em 25.03.2014. Voto vencedor do Diretor-Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes.

1.21. Ainda quando ao primeiro elemento, os autos deixam claro que a ASM DTVM e seus sócios também induziram os investidores do Fundo Comprador a erro, pois deixaram de revelar-lhes o fato de que os Créditos FCVS podiam ser adquiridos diretamente do RioPrevidência, por valor muito menor. Ao invés disso, realizaram a operação por meio de intermediários, que obtiveram lucros espetaculares com o negócio.

1.22. As provas que constam dos autos também são contundentes quanto ao segundo elemento da infração, a utilização de ardil ou artifício. Os acusados se utilizaram de pessoas interpostas e negócios complexos para escamotear a realidade: quatro investidores estavam obtendo lucros elevados sem investir recursos próprios e sem correr qualquer risco nos negócios realizados.⁵¹⁹

No entanto, a participação orquestrada pelas partes relacionadas não foi considerada indispensável pela CVM para a caracterização de manipulação no Caso Sanepar, tendo sido admitida a adoção de outros processos ou artifícios com o potencial de alterar “enganosamente a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros a sua compra ou venda”.⁵²⁰

Em suma, a fraude é o único elemento amplamente reconhecido das condutas abusivas, bem como aquele mais fácil de ser identificado em diversos casos.

Por esse motivo, deveria ocupar o papel central nas definições de condutas abusivas, com maior clareza com relação aos comportamentos típicos de mercado que podem caracterizá-la.

3.1.4.1 Operações ditas fictícias

Ainda no âmbito da fraude, parece adequado examinar os conceitos de operações simuladas e fictícias.

O problema do conceito de operações fictícias é remeter a operações que efetivamente acarretam a transferência de ativos e recursos e que, por isso, desafiam tal classificação, o que levou Pedro Verdelho a ponderar que, “por isso, não sendo operações

⁵¹⁹ Caso ASM – PAS CVM nº 06/2007, j. em 28.09.2010. Voto vencedor do Diretor Relator Marcos Barbosa Pinto.

⁵²⁰ “151. Não merece melhor sorte o argumento da Acusada de que a manipulação de preços para seu sucesso conta, em regra, com a participação orquestrada de partes relacionadas, agindo como contrapartes, e as negociações de ações objeto deste procedimento não foram realizadas entre os fundos administrados pela Acusada, atuando simultaneamente, nas pontas compradora e vendedora.

“152. O mecanismo de manipulação mencionado pela Acusada não é indispensável para a ocorrência da irregularidade, nem o único meio para atingir o fim desejado, mas um dos diversos processos ou artifícios possíveis de alterar enganosamente a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros a sua compra ou venda.” (PAS RJ2012/9808, j. em 18.12.2015 (Caso Sanepar), voto vencedor do Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes).

fictícias, a sua natureza e as intenções dos seus comitentes eram fictícias”⁵²¹. Deslocar o carácter fictício da operação para sua natureza e para a intenção do investidor não resolve o problema, pois suscita novos desafios para definir o que seria a natureza fictícia de uma operação ou de uma intenção.

A operação padrão reconhecida como enganadora segue a forma típica das *wash sales* ou *matched orders*, operações em que não haveria uma “efetiva” transferência de propriedade. Mesmo a caracterização de fraude em *wash sales* e *matched orders* é discutida.

Poser indica que, pelo menos desde 1909, *wash sales* eram consideradas ilegais, mas *matched orders* só passaram a se enquadrar em tal conceito a partir de 1931, com a ampliação das fronteiras da ideia de fraude⁵²².

Fischel e Ross consideram estas transações fictícias – como denominam as *wash sales* e *matched orders* – uma forma de fraude por conduta, porque destinadas a induzir os participantes de mercado a acreditar na existência de negócios quando, na verdade, nenhum negócio real estaria sendo realizado. Portanto, para eles é irrelevante sua caracterização como manipulação⁵²³. Thel, por sua vez, entende não haver fraude, porque os partícipes não fazem declarações falsas, tampouco levam outros a fazê-las, pois trocam valores mobiliários por dinheiro e reportam este negócio⁵²⁴.

Um dos papéis da regulamentação é justamente evitar as dificuldades existentes no enquadramento dessas operações, com potencial ilusório, em categorias abrangentes, estabelecendo regras específicas destinadas a coibir sua prática, como se procurará fazer nos próximos capítulos.

3.1.4.2 Segredo: tudo o que for divulgado é permitido?

Dado o papel predominante da informação, surge a questão: uma postura franca e transparente permitiria todas as condutas? Tal questionamento traz à tona outro aspecto

⁵²¹ VERDELHO, Pedro. Crime de Manipulação de Mercado – uma perspectiva judiciária. **Revista do Ministério Público**, nº 85, ano 22, jan/mar 2001, p. 96.

⁵²² POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 **U. Miami L. Rev.** 671 1985-1986, pp. 698-699.

⁵²³ FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 **Harv. L. Rev.** 503 1991-1992, p. 510.

⁵²⁴ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 **Cornell L. Rev.** 219 1993-1994, p. 291.

frequentemente tratado de modo acessório em casos de manipulação: o papel do segredo⁵²⁵.

O conceito de manipulação proposto por Easterbrook inclui, como visto, a possibilidade de o infrator ocultar sua posição⁵²⁶, mas Fischel e Ross consideram a ocultação insuficiente para caracterizar uma prática como manipulativa, tendo em vista que o segredo poderia ter uma função social útil⁵²⁷, devolvendo o problema à indagação da intenção do negociador⁵²⁸.

O fato de que apenas a Cargill sabia da elevada posição que tinha em contratos de trigo de maio de 1963 foi levado em conta pelo tribunal para a declarar como manipuladora, porque ela havia exigido a entrega de ativos dos quais já detinha quase a totalidade. Para Easterbrook, a circunstância de que somente a Cargill saberia que iria exigir a entrega física também poderia ter sido invocado pelo Poder Judiciário⁵²⁹.

Segundo Poser, uma operação amplamente divulgada poderia ser julgada como manipulativa, segundo o precedente Mobil, no qual a administração havia tomado medidas para prevenir uma tomada hostil de controle. O mesmo raciocínio levaria à conclusão de que outras práticas com fins análogos, como *shark repellents* e *poison pills*, seriam igualmente irregulares⁵³⁰. Na avaliação da Suprema Corte, o segredo não seria da essência do conceito. Posteriormente, contudo, tal entendimento foi alterado pela decisão proferida no Caso Schreiber.

Outro aspecto peculiar quanto ao segredo é o tratamento de certos tribunais norte-americanos, que identificam um suposto dever de divulgar a manipulação por quem a realiza, tornando-o responsável não apenas pela manipulação em si, mas também pela fraude decorrente de sua manutenção em segredo⁵³¹. A consequência é que isso atrairia as normas relativas a fraude mesmo àquelas operações que não teriam um comportamento

⁵²⁵ Cf., sobre o papel essencial do segredo na atuação das pools, POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 **U. Miami L. Rev.** 671 1985-1986, pp. 692-693.

⁵²⁶ FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 **Harv. L. Rev.** 503 1991-1992, p. 545.

⁵²⁷ 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. S118. No mesmo sentido 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, pp. 404-405.

⁵²⁸ FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 **Harv. L. Rev.** 503 1991-1992, p. 545.

⁵²⁹ 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. S119.

⁵³⁰ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 **U. Miami L. Rev.** 671 1985-1986, pp. 677-678.

⁵³¹ MOOS, Damian. Pleading around the private securities litigation reform act: reevaluating the pleading requirements for market manipulation claims. 78 **S. Cal. L. Rev.** 763 2004-2005, p. 785.

fraudulento em sua essência⁵³². Nos Estados Unidos, tal estratégia foi utilizada para tentar enquadrar como de competência federal determinadas práticas que, sem essa obrigação de divulgar a inadequação dos motivos, seriam de competência estadual, mas sem êxito⁵³³.

No entanto, em um caso no qual houve a divulgação pelo corretor, a SEC entendeu que não seria o bastante para afastar a irregularidade, porque não teria divulgado que o controle do mercado era ilegal⁵³⁴. A SEC ainda considerou ilegal a prática de *warehousing*, malgrado divulgada ao mercado⁵³⁵. Nesse panorama, discute-se, ainda, se a regra 10b-5 englobaria apenas a não divulgação da manipulação ou a manipulação em si, o que, todavia, se reputa uma questão acadêmica, diante da raridade com que há esse tipo de divulgação.

Admitindo-se que a divulgação tornaria regulares algumas operações, Arnold Jacobs destaca a necessidade de ser compreensível para o investidor médio e suscita a questão de que em algumas operações extremamente complexas isso poderia ser inviável⁵³⁶.

A não declaração da conduta fraudulenta constitui, na verdade, essência da própria conduta, de modo que sua não divulgação não deveria acarretar punição adicional àquela decorrente da fraude em si. Seria como agravar a pena do estelionatário por não alertar à vítima que iria enganá-la.

A análise do segredo deve ser feita considerando o tipo de operação. Nos casos de fraude mediante divulgação de informações falsas, a falsidade da informação precisa ser mantida em sigilo.

No caso de negociações, em algumas modalidades, o segredo não parece essencial, pelo contrário, é o conhecimento das operações ou, ao menos de seus efeitos pelo mercado que viabiliza o resultado pretendido. O mercado não necessariamente saberá, porém, da realização de operações com resultados pré-ajustados ou com intenção de manipular os preços; circunstâncias que, caso divulgadas, poderiam limitar os efeitos indesejáveis do potencial negócio abusivo. A divulgação dessas informações, porém, não afastaria o

⁵³² TOROSS, Nancy. Double-Click on This: Keeping Pace with On-Line Market Manipulation, 32 *Loy. L.A. L. Rev.* 1399 (1999), p. 1414.

⁵³³ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 *U. Miami L. Rev.* 671 1985-1986, p. 728.

⁵³⁴ 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, pp. 203-204.

⁵³⁵ JACOBS, Arnold S. Regulation of manipulation by SEC Rule 10b-5. 18 *N. Y. L. F.* 511 1972-1973, pp. 561-562.

⁵³⁶ JACOBS, Arnold S. Regulation of manipulation by SEC Rule 10b-5. 18 *N. Y. L. F.* 511 1972-1973, pp. 558-562.

registro dos negócios realizados e a distorção deles decorrente. Logo, o segredo não constitui condição essencial para a totalidade das práticas abusivas, nem tampouco suficiente para as caracterizar como tais.

Ele é útil particularmente para definir o abuso de posição dominante e será referido no conceito proposto no Capítulo 5.

3.1.5 Efetiva transferência e simulação

Como modalidade específica de fraude, enquadrada no conceito de artificialidade, pode-se recorrer às negociações simuladas, como fez a CVM no Caso Hugo, no qual se afirmou que “(...) após as intervenções de Hugo Rinaldi, a ação atingia um patamar de preços superior, com evidente artificialismo, que decorria das operações simuladas realizadas entre o Acusado e a sua filha.”⁵³⁷

Se a caracterização de *wash sales* ou *matched orders* como fraudes não é pacífica, como visto acima, resta indagar se não poderiam ser facilmente condenáveis por simulação. A ausência de mudança efetiva na titularidade dos ativos é um dos conceitos básicos de manipulação previstos no *Securities and Exchange Act* de 1934⁵³⁸.

Convém examinar, inicialmente, se o conceito de simulação constante do art. 167, §1º, I do Código Civil fornece a base para a disciplina:

Art. 167. É nulo o negócio jurídico simulado, mas subsistirá o que se dissimulou, se válido for na substância e na forma.

§ 1º Haverá simulação nos negócios jurídicos quando:

- I - aparentarem conferir ou transmitir direitos a pessoas diversas daquelas às quais realmente se conferem, ou transmitem;
- II - contiverem declaração, confissão, condição ou cláusula não verdadeira;
- III - os instrumentos particulares forem antedatados, ou pós-datados.

⁵³⁷ Caso Hugo – PAS CVM RJ2016/1742, j. em 18.04.2107. Voto vencedor do Diretor-Relator Gustavo Borba.

⁵³⁸ “SEC. 9. (a) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange – (1) For the purpose of creating a false or misleading appearance of active trading in any security other than a government security, or a false or misleading appearance with respect to the market for any such security, (A) to effect any transaction in such security which involves no change in the beneficial ownership thereof, or (...).”

O inciso III claramente não se aplica às hipóteses usuais de abusos no mercado, que não tratam da alteração de data de documentos. O inciso II pode até parecer útil, quando fala de informações não verdadeiras, mas elas estão voltadas a informações contidas nos próprios negócios; nas operações abusivas consideradas simuladas não se trata, no mais das vezes, de informações falsas dentro dos negócios (até porque nas operações padrão de compra e venda de ações em bolsa não há espaço para declaração, confissão, condição ou cláusula não verdadeira nos negócios).

Restaria, portanto, o inciso I, que trata da falsa aparência de transmissão de direitos. Esse conceito é insuficiente, porque, formalmente, tais operações ocasionam a transferência de propriedade, o que significa que o titular da propriedade do valor mobiliário é efetivamente modificado.

Poder-se-ia cogitar de simulação se houvesse um acordo para que os direitos políticos e financeiros dos valores transferidos não fossem exercidos pelo seu titular formal, mas por terceiro. Contudo, esse critério deixaria de abranger muitas operações irregulares em que a transferência da propriedade ocorre com o fim de iludir o mercado e sem que as partes, para atingir o fim ilegítimo, precisem formular acordos secretos de voto.

O mesmo sucede no que se refere a obrigações de recompra de ações: a venda com obrigação de recomprar poderia ser enquadrada como simulação, mas estender tal conceito a qualquer negociação nesse sentido seria excessivo. Tampouco operações que não resultem em alterações líquidas de posição ao final do dia podem ser consideradas simuladas, pois um investidor pode comprar x ações, depois as vender, em um típico *day trade* e isto não caracteriza uma operação como irregular.

Portanto, no lugar de recorrer à regra geral de direito civil, melhor seria especificar as circunstâncias em que uma operação no mercado de valores mobiliários aparentaria transferir direitos.

A artificialidade, no contexto de operações sem transferência de propriedade, foi discutida pela CVM no julgamento do Caso Credit. No caso em questão, em 30.3.2012, o Credit Suisse vendeu, em leilão na bolsa, ações da Hypermarchas. O principal comprador naquele leilão foi o Sr. João Queiroz.

Poucos dias depois, na data da liquidação do leilão, em 04.04.2012, o Sr. Joao Queiroz transferiu ao Credit Suisse a totalidade das ações por ele adquiridas, o que “teria resultado na ausência de movimentação líquida de custódia das partes envolvidas”. A acusação entendeu que teria havido operação artificial, em razão da ausência do fim de efetivamente transferir a propriedade dos valores mobiliários:

41. Em vista dessas operações, a Acusação entendeu que seria possível afirmar que houve uma sinalização fictícia ao público investidor, tendo o mercado de valores mobiliários sido utilizado para a satisfação de interesses particulares, em operações artificiais que não visavam efetivamente transferir a propriedade dos títulos negociados.

O Colegiado não acompanhou o entendimento da área técnica; concluiu haver propósito econômico no negócio e que as partes teriam se sujeitado aos riscos e condições inerentes às operações. O voto vencedor da Diretora-Relatora Luciana Dias começa por defender ser justificável a venda de ações pelo Credit Suisse:

45. Porém, essa previsão da Deliberação CVM nº 14, de atendimento meramente formal das normas com intuitos alheios ao mercado, não me parece ser o caso analisado no presente processo. Isso porque, não só tanto a alienação das ações em leilão pelo *Credit Suisse* quanto aquisição das ações por João Queiroz estavam inseridas no contexto do Financiamento e tinham racionalidade econômica, como as operações questionadas pela Acusação não deixaram de observar as regras e os fins do mercado de valores mobiliários, sujeitando-se aos riscos e às condições a ele inerentes.

46. Nesse sentido, noto em primeiro lugar que tanto João Queiroz quanto o *Credit Suisse* obtiveram êxito ao demonstrar o propósito econômico de cada uma das etapas do Financiamento, dentre elas o Leilão promovido pelo banco e a transferência de ações feita por João Queiroz.

47. Quanto a isso, começo minha análise pela alienação de ações feita pelo *Credit Suisse* em Leilão. Conforme explicado por esse defendente, a alienação de ações teve como intuito adequar o volume de ações mantidas como *hedge* das operações de opção de compra e opção de venda contratadas por João Queiroz. Assim, das 22.220.000 ações emprestadas ao *Credit Suisse* por João Queiroz, como garantia do Financiamento, 13.542.000 ações foram alienadas no Leilão porque, no entender do banco, elas representavam um excesso de exposição ao ativo Hypermarcas.

48. É natural que o *Credit Suisse* não mantenha em tesouraria a totalidade dos ativos entregues em garantia de operações contratadas e, de acordo com a defesa, adequar o número de ações a uma determinada quantidade estipulada por matrizes internas de risco era a finalidade da alienação. Essa hipótese é plausível e a Acusação não trouxe razões para colocá-la em dúvida.⁵³⁹

A seguir, o voto menciona que o volume demandava a adoção de procedimento especial previsto na Instrução CVM nº 168 (trata-se, de fato, de procedimento regular, envolvendo a realização de leilão destinado a permitir melhor precificação do ativo):

49. No entanto, em razão do volume de ações envolvido, o banco agiu em conformidade com a Instrução CVM nº 168, de 1991, e procedeu à realização de um leilão, no qual as ações de emissão da Companhia poderiam ser adquiridas por João Queiroz ou por outros investidores. É importante notar que, embora em volumes muito inferiores às ações adquiridas por João Queiroz, houve efetivamente interferências, compradoras e vendedoras, no Leilão.

⁵³⁹ PAS CVM SP2013/12, j. em 18.08.2015 (Caso Credit), voto vencedor da Diretora-Relatora Luciana Dias.

50. Tomando esses fatos, não encontro motivos para questionar a postura do banco. De um lado, parece-me que o *Credit Suisse* se valeu do mecanismo exigido pela própria regulamentação em vigor para proceder à alienação de um volume extraordinário de ações. De outro, nem mesmo a Acusação encontrou irregularidades que dissessem respeito ao cumprimento das regras de transparência, admissão da interferência de terceiros ou observação de quaisquer outros procedimentos pertinentes ao Leilão. E, sobretudo, o banco demonstrou a racionalidade econômica das operações realizadas e documentou amplamente a operação de Financiamento.

51. Na ponta oposta, diante da obrigação, prevista no âmbito do Financiamento, de conferir ações ao *Credit Suisse* em garantia do crédito concedido, João Queiroz se valeu da oportunidade do Leilão para adquirir uma parcela das ações que deveria emprestar ao próprio banco em momento subsequente. João Queiroz adquiriu ações no Leilão e em mercado, no período questionado pela Acusação, em quantidade exatamente igual àquela que teria que entregar ao banco (22.220.000).⁵⁴⁰

O voto prossegue sustentando que no caso concreto cada parte que vendeu e que comprou queria ou precisava efetivamente comprar ou vender, de sorte que não caberia falar em operações artificiais:

52. Mais uma vez, entendo que os acusados se valeram de mecanismo adequado para alcançar, dentro das regras do mercado de valores mobiliários, as finalidades por eles almejadas. Não existe a criação de uma demanda artificial quando alguém quer, ou precisa, como no caso concreto, adquirir ou alienar uma quantidade grande de ações – a demanda ou a oferta podem legitimamente ser excepcionais sem que sejam artificiais.

53. Como argumenta a Acusação, o Leilão se tratou de uma operação na qual duas partes com interesses alinhados conferiram ordens opostas de compra e venda, visando ao fechamento de um negócio. No entanto, observadas as regras de mercado e sujeitando-se ao risco de operações públicas e a motivação econômica legítima da operação, concluo que, para fins da Instrução CVM nº 8, de 1979, tanto o *Credit Suisse* quanto João Queiroz não buscaram realizar uma operação com resultados previamente conhecidos ou alterar artificialmente a demanda ou oferta por valores mobiliários.

54. Como consequência do exposto acima, entendo não ser possível identificar a criação de condições artificiais de oferta, demanda ou preço pelo *Credit Suisse* e por João Queiroz.⁵⁴¹

O próprio conceito, enfim, de efetiva transferência de ativos não é trivial, sobretudo, quando se considera que, com o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, é de se esperar o crescimento de operações estruturadas como as que geraram o questionamento no caso acima. O que se pode concluir é que a mera realização de negociações, que resultam na ausência de movimentação líquida de custódia, não caracteriza, por si, só irregularidade.

No citado Caso Credit, foi registrado que “não existe a criação de uma demanda artificial quando alguém quer, ou precisa, como no caso concreto, adquirir ou alienar uma

⁵⁴⁰ PAS CVM SP2013/12, j. em 18.08.2015 (Caso Credit), voto vencedor da Diretora-Relatora Luciana Dias.

⁵⁴¹ PAS CVM SP2013/12, j. em 18.08.2015 (Caso Credit), voto vencedor da Diretora-Relatora Luciana Dias.

quantidade grande de ações”, tendo sido reconhecido que “a demanda ou a oferta podem legitimamente ser excepcionais sem que sejam artificiais.” Isto permitiria definir, *a contrario sensu*, como artificiais as operações realizadas sem que a pessoa queira ou precise adquirir (ou alienar) os valores mobiliários, e que será analisado adiante.

3.1.6 Intuito lucrativo

A ausência de intuito de auferir lucro ou de intenção de investimento é outra condição por vezes invocada pelas autoridades para caracterizar determinada operação como abusiva. A definição mais simples de “investimento sem intenção de investimento” seria o realizado sem intuito lucrativo, de modo que, na prática, ambos os conceitos são equivalentes.

Andrew Verstein afirma ser necessário distinguir entre manipulação e a mera ausência de propósito de investimento, mas reconhece ser a dificuldade de implementar esta distinção. Para esse autor, reputar qualquer negociação realizada sem o propósito claro de investimento como manipulativa teria consequências indesejáveis. Por exemplo, nos casos em que é facultativo prestar informação sobre a transação, os participantes tenderiam a mantê-las ocultas⁵⁴². Além disso, tal vedação poderia coibir negócios, prejudicando a precificação de ativos e sua liquidez.

A referência ao que seria um comportamento “natural” constitui o oposto de “artificial”. Neste contexto caberia cogitar da finalidade lucrativa como possível definição de artificialidade. Um investidor pode ter de vender a participação com prejuízo, porque tem outros compromissos financeiros a cumprir. Nesse caso, não se caberia cogitar de manipulação.

No caso Sanepar, a CVM considerou que as vendas realizadas pela acusada não visariam à obtenção de lucro, o que não corresponderia ao comportamento natural do investidor:

153. E, como se viu, as vendas realizadas pela Acusada não tinham como objetivo auferir ganho econômico, comportamento natural de um investidor, uma vez que eram concretizadas a um preço inferior àquele anteriormente praticado pelo mercado e pago pela própria Acusada, e sempre em lotes pequenos,

⁵⁴² VERSTEIN, Andrew. Benchmark Manipulation. 56 *B.C. L. Rev.* 215 2015, p. 264.

inferiores aos de aquisição, mas suficientes para alterar o preço até o nível desejado, a partir do qual reiniciava as compras.⁵⁴³

O que se visava ali era, na verdade o lucro, mas não com aquela operação específica e, sim, com outra, o que leva a considerar a hipótese de realizar a operação com o fim de lucrar não com ela diretamente, mas com seu impacto no mercado, como uma possível definição de conduta abusiva mais precisa, embora ainda carente de aperfeiçoamento para não se revelar abrangente em demasia. Outra alternativa seria considerar como irregulares as operações realizadas em outra condição que não a melhor possível para um investidor razoável.

No Caso Brasmotor⁵⁴⁴, diversos agentes foram condenados por prática não equitativa – utilização de informação privilegiada – relativa ao aumento do preço de uma oferta pública. A CVM, ao condenar os acusados, ponderou que as aquisições foram feitas em parte por valores superiores aos originais da oferta. Esse não foi o único argumento da acusação, mas contribuiu para a decisão pela condenação.

3.1.7 Necessidade de negociar

O conceito de necessidade de negociar remete aos de oferta ou demanda básica, como menciona Easterbrook, bem como ao problema de definir quando alguém compra porque quer ou precisa, e quando alguém compra sem querer ou precisar. Para Easterbrook, isso levaria à necessidade de indagar a intenção de quem negocia, mas mesmo o exame dessa intenção pouco colaboraria para determinar ser regular ou irregular dada operação. Se alguém compra trigo, exemplifica o autor, para admirar sua beleza e não para produzir farinha, a demanda permanece sendo real, ainda que estranha, tornando impossível distinguir demanda real e artificial. Em mercados futuros, o problema seria especialmente relevante, porque neles todos pretendem ganhar tanto dinheiro quanto possível, de modo que indagar a intenção seria irrelevante para definir a ocorrência de manipulação⁵⁴⁵.

⁵⁴³ PAS RJ2012/9808, j. em 18.12.2015 (Caso Sanepar), voto vencedor do Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes.

⁵⁴⁴ PAS CVM nº 29/2000, j. em 17.12.2013

⁵⁴⁵ 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. S117-S118.

O conceito de artificialidade adotado no Caso Credit, ao recorrer à necessidade ou vontade de negociar para definir a artificialidade, limita o significado da expressão “artificial”, porque reduz a definição da manipulação à intenção com que são feitas as operações.

Ao definir artificialidade, no Caso São Paulo, a realização de compras ou vendas sem a intenção de fazê-lo foi ressaltada, com a observação de que tais comportamentos transmitem uma “falsa impressão”:

53. O significado da "artificialidade", na demanda, oferta e preço de valores mobiliários, é explicado em precedentes desta CVM, como se vê do trecho abaixo:

"É na dissimulação da verdadeira finalidade do negócio que consiste a essência da criação de condições artificiais de mercado, estando a artificialidade presente, no caso, em cada negócio que forjava uma compra e venda quando na realidade nada se queria comprar ou vender. Criar condições artificiais, em suma, é promover negócios que dão a falsa impressão aos demais participantes do mercado de que são reais, verdadeiros e autênticos."

54. No caso em análise, as operações, para que sejam consideradas "artificiais", devem estar relacionadas com o "esquema pré-combinado" citado pela acusação, pelo qual os negócios no mercado de opções flexíveis eram realizados com o objetivo de "fabricar" lucros e prejuízos, conforme o interesse particular de cada investidor.⁵⁴⁶

No entanto, se o conceito de artificialidade é uma compra sem intenção de comprar, que transmite uma informação errada ao mercado, o conceito de artificialidade pode ser traduzido como fraude (o que remete à questão de serem condenáveis operações sem impacto no mercado, examinada adiante).

Poder-se-ia, ainda, pensar em tratar como negociações sem intenção de comprar e que transmitem informação errada ao mercado, aquelas cursadas em bolsa quando poderiam ser feitas de modo privado. No entanto, tal definição encontra alguns problemas, a começar porque operações diretas podem ser feitas entre partes relacionadas por conta de exigências regulatórias, sem que isso possa ser considerado abusivo.

Outras condutas, por sua vez, podem ser definidas de modo autônomo, a dispensar a discussão quanto a seu enquadramento como fraudulentas, o que será examinado a seguir.

⁵⁴⁶ Caso São Paulo 2010 – PAS CVM nº 12/2004, j. em 11.05.2010. Voto vencedor do Diretor-relator Alessandro Broedel Lopes.

3.1.8 Risco e resultados pré ajustados

Os resultados previamente ajustados são exemplo típico de conduta considerada abusiva, a ponto de terem merecido menção expressa na Deliberação CVM nº 14:

I - Declarar que as operações consideradas legítimas nos mercados de opções e a futuro não se confundem com negociações efetuadas nesses mercados, que, embora atendendo a requisitos de ordem formal, sejam realizadas com a finalidade de gerar lucro ou prejuízo, previamente ajustados, caracterizando-se tais operações, em geral, pela emissão de ordens de compra e venda com coincidência de intermediário, comitente, preço, horário ou quantidade, envolvendo grandes lotes, em opções de compra, ou em operações a futuro seguidas, em curto lapso de tempo, de operações reversas, ou com outras características que as diferenciem das negociações regulares.

II - Ressaltar aos participantes do mercado, especialmente às instituições intermediárias, que as operações a futuro e de opções de compra de ações, que configurem negócios com resultados adrede acertados, por provocarem alterações indevidas no fluxo de ordem de compra e venda de valores mobiliários e, conseqüentemente, no volume de negócios e na formação regular de preços, são capituladas pela INSTRUÇÃO CVM Nº 08, de 08.10.79, que vedou a prática e definiu o conceito de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, em obediência ao art. 18 (item II, " b") da LEI Nº 6.385, de 07.12.76.

Nesse cenário, o conceito de artificialidade foi discutido no Caso Gradual, em que a remuneração devida pela Corretora Gradual ao Sr. João Gordinho teria sido paga por meio de operações em bolsa. A acusação por criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço, segundo o voto, teria tido na Deliberação CVM nº 14, como hipótese meramente exemplificativa, a realização de operações com o fim de gerar um resultado previamente ajustado.

A decisão prossegue refutando questionamentos da defesa quanto à caracterização da operação como irregular, centrando-se, ainda, no fundamento principal de que a irregularidade decorreria do descompasso entre a finalidade perseguida (a transferência pré-determinada de recursos) e a finalidade do mercado de valores mobiliários, o que criaria aparência ilusória de liquidez:

28. Para o adequado funcionamento do mercado de valores mobiliários, é imprescindível que esse processo seja pautado pela relação entre oferta e demanda, a qual pode ser influenciada por interferências indevidas em qualquer dessas pontas. Assim, a potencial criação tanto de aparente demanda quanto de aparente oferta de valores mobiliários contribui para a transmissão de um sinal ilusório ao mercado quanto à liquidez de um determinado título e, conseqüentemente, pode prejudicar a confiança e a higidez do mercado. Por isso, as operações feitas com finalidades alheias ao mercado têm sido interpretadas

como a criação de uma condição artificial para fins da Instrução CVM nº 8, de 1979.

Embora o trecho acima dê a entender que esta circunstância, considerada isoladamente, seria suficiente para caracterizar a irregularidade, a decisão prossegue acrescentando que teriam sido utilizadas estratégias ilegítimas, tais como “a especificação tardia de ordens, a reespecificação de ordens antes atribuídas à Corretora e o direcionamento de melhores negócios em uma determinada janela de operação da BM&F”. Tais condutas teriam afastado das partes o risco inerente às operações de mercado⁵⁴⁷.

A questão que se coloca diz respeito à conveniência de manter a estrutura normativa vigente: se é possível afirmar que operações com resultado pré-determinado são abusivas, por que não definir pura e simplesmente uma proibição nesses termos?

Semelhante foi a decisão proferida no Caso Quantech, em que as negociações realizadas tinham por finalidade viabilizar o pagamento de taxa de *performance*. Naquele processo foi formulada acusação por suposta infração contra a Instrução CVM nº 8/79, pela criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, aos diretores da Quantech Asset Management S.A. (“Quantech”). Segundo a decisão da CVM, os próprios defendentes teriam confessado ter operado “em conluio com a investidora LM para ajustar o resultado esperado a título de taxa de performance em operação envolvendo ações da Telemig”, com a finalidade de viabilizar o pagamento, pela LM, “de taxa de performance **esperada** no futuro com a valorização de ações de Telemig.”. Prossegue a decisão expondo como a prática deve ser vedada pelos efeitos danosos ao mercado, mas, ao mesmo tempo, defendendo que a caracterização destes efeitos é dispensável para a caracterização da irregularidade.

Em primeiro lugar, fala-se da razão pela qual operações com resultados pré-determinados seriam vedadas pela regulamentação (mais especificamente pela Deliberação CVM nº 14, que afirma que tais operações estariam abrangidas pela ICVM nº 8/79):

30. No segundo parágrafo da Deliberação, transcrito acima, fica estabelecido de forma clara que as operações com resultados previamente acertados estão capitulados pela Instrução CVM nº 08/79. A razão para tanto seria o **efeito que tais operações teriam sobre o mercado**, alterando o fluxo de ordem de compra e venda de valores mobiliários, o volume de negócios e a formação regular de preços.

31. A defesa, por seu turno, alega a ausência desses efeitos materiais para, assim, apontar a atipicidade da conduta.

32. Da leitura das normas em questão, contudo, **não extraio a necessidade de se verificar algum efeito material**, como por exemplo, impacto no preço do

⁵⁴⁷ Caso Gradual – PAS CVM nº 12/2010, j. em 07.10.2014. Voto Vencedor da Diretora Luciana Dias.

contrato futuro, tal como alegado pela defesa. Basta, como já decidiu este Colegiado, “que se verifiquem alterações no fluxo de ordens de compra ou venda dos papéis decorrentes de negociações preestabelecidas, tal como ocorreu no caso em tela, em que a bolsa foi indevidamente utilizada para a satisfação de interesses particulares, a partir da livre transferência de recursos entre participantes do mesmo grupo em operações que não visavam efetivamente transferir a propriedade dos títulos negociados”.

33. Entendo assim, pois o tipo descreve a criação de condições artificiais de demanda, oferta, e preço, com alteração do fluxo normal de ordens de compra e venda. O fluxo normal é aquele derivado de condições de mercado, não abarcando operações para fins diversos daqueles normalmente esperados. Para que o fluxo normal de mercado seja respeitado, é preciso que as operações sejam realizadas sob condições de equilíbrio e independência, de participantes pré-dispostos a obterem um preço de mercado determinado livremente pelas forças de oferta e demanda, sem influências de contatos pessoais ou fraternais, como no caso em tela. (destacou-se)

Prossegue a decisão defendendo que se fosse exigida a verificação de efeitos, isso acarretaria confusão entre tipos da ICVM 8/79:

34. E não poderia ser diferente! Se os participantes de mercado tivessem consciência que determinados participantes (aqueles operando com lotes pequenos) pudessem transacionar valores mobiliários de forma a assegurar a transferência de riqueza entre si, ajustando antecipadamente o preço, e consequentemente os ganhos e as perdas, imediatamente, o preço de mercado não seria mais livremente determinado por partes independentes. Sob tais condições, teríamos um preço amorfo, sem transparência e percebido pelos participantes de mercado como sendo artificial. O resultado evidentemente seria o prejuízo para a formação de preço de mercado. E quando os preços não servem mais para alocar recursos eficientemente, o mercado míngua e perde sua própria razão de ser.

35. Tanto é assim, que a tipificação dessa alínea é a criação de condições artificiais de mercado, o que, por óbvio engloba operações previamente acordadas.

36. Fosse o caso de se exigir algum efeito material dessa alteração no fluxo normal de ordens chegaríamos a uma conclusão um tanto estranha, pois teríamos confusão entre as alíneas “a” e “b” do inciso II da Instrução CVM Nº 08/79. Explico, a alínea “b” dispõe sobre a manipulação de preço no mercado de valores mobiliários. Exigir que o tipo da alínea “a” só se verifique mediante efeito material, seria o mesmo que exigir que houvesse manipulação de preços, o que não faz sentido. A manipulação de preço, engendrada por outro mecanismo, não necessariamente o aqui analisado, é tratado na alínea “b” do inciso II da Instrução CVM nº 08/79. É, portanto, tipo diverso e como decorre das regras de hermenêutica, a lei não contém palavras inúteis.⁵⁴⁸

Nos dois casos acima, a ocorrência de impacto no mercado foi presumida e tratada de forma secundária quanto à necessidade de sua comprovação. A questão que merece resposta é se realmente qualquer transação, independentemente de seu volume, gera

⁵⁴⁸ Caso Quantech – PAS CVM nº 04/2013, j. em 25.02.2014. Voto vencedor da Diretora-Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes.

impacto que mereça tutela. Sendo esse o caso, o conceito não deveria remeter ao resultado, mas à conduta.

A intenção de gerar resultado pré-ajustado é o cerne da artificialidade identificada no Caso Ipanema, no qual foi acrescentada, como elemento adicional de convicção acerca da alegada irregularidade, a ausência de justificativa razoável.

Consta, no processo em questão, que o Banco Central, rastreando determinados depósitos realizados em favor da "Ipanema Asset Management" em Nova York, teria verificado se referirem a “15 operações de Opção Flexível de Ibovespa, realizadas entre a Ipanema CM e a Ipanema CCTVM, em uma ponta, e o Fundo EQD, em outra”, sendo que esse fundo apurou ganho em todas as operações, atuando como lançador da opção. Destaca-se, na estrutura das operações, que, pelas condições da opção, era necessária uma queda de aproximadamente 30% do Ibovespa em um mês para que a opção pudesse ser exercida. A acusação vislumbrou, nessa operação, violação a três das quatro condutas tipificadas pela ICVM nº 8/79. O Colegiado entendeu que não haveria justificativa econômica para a compra de opções em tais condições, em vista da elevada probabilidade de nunca serem exercidas. Concluiu, assim, que a sua finalidade seria apenas viabilizar a transferência de recursos⁵⁴⁹.

A CVM entendeu, ainda, que as negociações, mesmo tendo ocorrido de forma privada, tornaram-se de conhecimento do mercado em função do seu registro. Com essa consideração, o impacto no mercado foi presumido, em razão da artificialidade da operação:

49. Nesse sentido, não importa se as operações ocorreram fora do pregão da Bolsa e foram negociadas em âmbito privado. No caso, o registro das operações na BM&F é suficiente para que se tenha certeza de que os participantes do mercado tiveram real ciência das mesmas. Conforme bem esclarecido pela acusação, as operações realizadas "trouxeram como consequência um aumento do volume e a ilusão de liquidez, o que refletiu nos volumes e nos preços médios de mercado divulgados pela BM&F".

50. Conclui-se, assim, que as operações de Opção Flexível de Ibovespa realizadas pelos diretores do Grupo Ipanema, conforme se infere das suas próprias declarações, não objetivavam atender às finalidades comumente procuradas em operações dessa natureza, quais sejam, proteção ou especulação sobre a variação do índice objeto da opção. Ao contrário, procurava-se, propositalmente, obter o resultado financeiro "zero" para as operações.⁵⁵⁰

⁵⁴⁹ Caso Ipanema – PAS CVM nº 06/2004, j. em 09.11.2010. Voto vencedor do Diretor-relator Alessandro Broedel Lopes.

⁵⁵⁰ Caso Ipanema – PAS CVM nº 06/2004, j. em 09.11.2010. Voto vencedor do Diretor-relator Alessandro Broedel Lopes.

No mesmo sentido, quanto à presunção de efeito no mercado da operação artificial e desnecessidade de conhecimento do impacto, foi a argumentação no Caso São Paulo:

49. Em defesa, os acusados alegaram que as operações realizadas, no mercado de opções flexíveis de dólar, não se enquadram na hipótese da alínea "a", do inciso II, da Instrução CVM nº 08/79, sob o argumento de que as operações realizadas não provocaram alteração no fluxo de ordens do mercado, notadamente por terem sido realizadas no mercado de balcão, em que não há apregoação. A fim de reforçar essa alegação, alguns acusados afirmaram que foram realizados poucos negócios, em volume inexpressivo, quando comparado ao total movimentado pelo mercado, em negociações com dólar, no período.

50. Tais argumentos não procedem, pois havendo artificialidade, há efetiva alteração no fluxo de ordens no mercado. Independentemente do volume ou do mercado em que foram operados, os negócios artificiais interferem, sempre, no bom funcionamento do mercado, que passa a ser um meio para transações com finalidades impróprias.

51. E ainda que o impacto da alteração no fluxo de ordens seja desconhecido, isso não descaracteriza a irregularidade, visto que o tipo "condições artificiais de demanda, oferta ou preço" não depende da comprovação do montante da alteração no fluxo de ordens do mercado.

52. Deve-se ter em vista, outrossim, que as operações objeto do presente processo foram registradas na BM&F, razão pela qual os participantes do mercado tiveram real ciência das mesmas. Dessa forma, considerando que as operações realizadas tinham o potencial de afetar o fluxo das operações e, portanto, as condições naturais de "demanda, oferta ou preço", a análise do mérito fica restrita a outro elemento do tipo: a "artificialidade" das operações realizadas.⁵⁵¹

É bem verdade que a ICVM nº 08/79 fala em “alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários” e não na criação fluxo “ativo”, como faz a regra 10b-5, que exigiria algo além de mudanças ordinárias de preço e volume⁵⁵². A adoção de um conceito baseado em alteração no fluxo de ordens suscita indagações quanto à caracterização de ilícito mesmo na hipótese de alterações sem consequências.

Desde logo, pode-se ponderar que seria excessivo reputar a mera inclusão de uma ordem pequena de compra ou venda de valores mobiliários com mercados amplos como um ato condenável, em função do abalo do mercado, tendo em vista sua impossibilidade de produzir efeitos relevantes. De todo modo, esse é o tipo de questão que se beneficia particularmente do exame do modo de formação de preços de valores mobiliários, objeto do próximo capítulo.

Uma outra formulação possível seria considerar ilegítimas operações conforme suprimam ou elevem o risco das operações.

⁵⁵¹ Caso São Paulo 2010 – PAS CVM nº 12/2004, j. em 11.05.2010. Voto vencedor do Diretor-relator Alexandre Broedel Lopes.

⁵⁵² JACOBS, Arnold S. Regulation of manipulation by SEC Rule 10b-5. 18 N. Y. L. F. 511 1972-1973, pp. 521-522.

Houve um caso em que as autoridades americanas afastaram a caracterização da manipulação porque o agente teria corrido mais riscos que o necessário para mover o preço, pois comprou 25 mil ações quando a compra de apenas 5 mil ações era suficiente para mover o preço⁵⁵³.

Sob outra perspectiva, a CFTC já considerou como elemento comum de certos abusos a realização de operações no mercado, com o uso de técnicas que afastam os riscos ou a concorrência de preços inerente ao mercado⁵⁵⁴.

A ausência de risco é, justamente, o elemento definidor das chamadas “operações de seguro”:

48. No presente caso é possível elencar as seguintes características: (i) ausência de controle do emissor e do horário de emissão da ordem de operação; (ii) relacionamentos pessoais próximos entre os acusados; (iii) resultados extrema e sistematicamente desfavoráveis para os Fundos e favoráveis para os demais investidores, o que, além disso, se demonstra estatisticamente impossível; (iv) as contrapartes operavam sempre com a mesma série de contratos daqueles operados pelos Fundos, pois, se operassem com séries diferentes, não seria possível fazer o "casamento" das operações e viabilizar o seguro. Assim, o conjunto das provas é mais do que suficiente para a condenação dos acusados, por levar a concluir que as especificações das operações no âmbito da Solidez foram feitas de forma a beneficiar alguns investidores em detrimento dos Fundos, o que demonstra a ocorrência de práticas não equitativas.

49. Além do mais, e como visto, a probabilidade de se obter resultados consistentemente positivos em operações day-trade tende a zero e só pode ser explicada pela existência de um esquema, corroborado pelas demais provas dos autos, de manipulação das operações a fim de favorecer certos comitentes, já que é necessário que um investidor assuma os prejuízos. A análise das operações deixa claro que as operações especificadas para os Fundos foram as que tiveram ajustes do dia negativo e as especificadas para os demais investidores tiveram ajustes do dia positivo.

50. Não se trata de uma suposição, mas de uma conclusão lógica que estabelece uma ligação entre os envolvidos e os atos praticados, que consistiam num verdadeiro "seguro" para os investidores acusados, já que as perdas seriam atribuídas aos Fundos.⁵⁵⁵

⁵⁵³ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, p. 254.

⁵⁵⁴ “(...) Specifically, §§ 4c(a)(1) and (2) of the CEA, taken together, provide that it is “unlawful for any person to offer to enter into, enter into, or confirm the execution of a transaction . . . involving the purchase or sale of any commodity for future delivery (or any option on such a transaction or option on a commodity) or swap . . . that (A)(i) is, of the character of, or is commonly known to the trade as, a “wash sale” or “accommodation trade”; or (ii) is a fictitious sale; or (B) is used to cause any price to be reported, registered, or recorded that is not a true and bona fide price.

“The CFTC has stated that “the common denominator of the specific abuses prohibited in § 4c(a) . . . is the use of trading techniques that give the appearance of submitting trades to the open market while negating the risk or price competition incident to such a market.(...)” (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. 264).

⁵⁵⁵ Caso Faceb – PAS CVM nº 21/2006, j. em 07.08.2012. Voto vencedor da Diretora-Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes.

Para Nelson Eizirik et. al., a finalidade da manipulação seria eliminar os riscos do mercado:

(...) o manipulador objetiva eliminar os riscos da operação, transformando em certeza a esperança de obter lucros; para tanto, modifica as regras de funcionamento do mercado e da formação de preços, enganando os investidores, que desconhecem o caráter artificial das cotações dos títulos.⁵⁵⁶

No entanto, não parece possível extrair uma regra geral sobre a relação entre modificação de risco e legitimidade da prática: por um lado, o mercado de valores mobiliários é, por excelência, um mercado de risco; mas por outro lado ele não impede que sejam estruturadas operações legítimas que gerarão um resultado certo, como as operações “box-4”⁵⁵⁷, nas quais por meio da combinação de diferentes valores mobiliários de renda variável cria-se uma operação de renda fixa.

3.1.9 Artificio

A conceito de artificialidade poderia dizer respeito, também, ao emprego de artificios, que não é mencionado no tipo de criação de condições artificiais de demanda, mas nos de manipulação de preços e operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários⁵⁵⁸.

De toda sorte, a ideia de artifício tem dois sentidos principais, o primeiro de mecanismo, processo ou ferramenta destinado a um fim. Nesse sentido, qualquer negociação com valores mobiliários está repleta de recursos a artificios, a começar pelos próprios valores mobiliários, que nada mais são do que ferramentas para viabilizar o investimento. Portanto, não contribui para o conceito de práticas abusiva.

⁵⁵⁶ EIZIRIK, Nelson. *et al.* **Mercado de capitais – regime jurídico**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 540.

⁵⁵⁷ Cf. BARBEDO, Claudio; ARAÚJO, Gustavo Silva e LION, Octavio Manuel Bessada. **Mercado de derivativos no Brasil: conceitos, operações e estratégias**. 2ªed. Rio de Janeiro: Record, 2007, p. 238.

⁵⁵⁸ “b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda;

“c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardid ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros;”

O segundo sentido remete à astúcia e ao engodo (o artifício compõe, como visto acima, elemento do tipo do estelionato, por exemplo) e, assim, anda lado a lado com a ideia de fraude. Desse modo, embora nesse contexto a ideia de artifício até possa indicar uma conduta efetivamente repreensível, não agregaria ao conceito de fraude.

3.2 Induzir a negociar

A indução de terceiros à compra e venda integra o tipo regulamentar de manipulação de preços⁵⁵⁹ e a indução de terceiros em erro é mencionada no tipo de operação fraudulenta⁵⁶⁰.

A indução de terceiros a negociar como integrante do tipo de manipulação ao mercado foi mencionada pelo Diretor Pablo Renteria, em voto vencido proferido no Caso Sanepar:

Como colocado pelo Diretor-Relator, a conduta típica de manipulação de preços, definida pela referida Instrução, é composta por três elementos: (i) a utilização de qualquer processo ou artifício (ii) destinado a alterar a cotação de um valor mobiliário, (iii) induzindo terceiros à sua compra e venda.

Reconheço, diante dos diálogos transcritos e acostados aos autos, que a intenção da acusada de influenciar a cotação das ações preferenciais da Sanepar com pequenas ofertas de venda é incontroversa. Estão, assim, presentes os dois primeiros elementos do tipo: (i) a utilização de processo ou artifício e (ii) o fim de alterar a cotação do valor mobiliário em questão.

No entanto, não estou convencido de que se possa afirmar que a estratégia conduzida pela acusada teve por efeito induzir terceiros a comprar ou vender ações preferenciais de emissão da Sanepar. Não encontro, nos autos, provas de que as sucessivas compras, intercaladas com pequenas vendas a preços mais baixos, tiveram por consequência despertar no público investidor um interesse pela compra ou pela venda do papel. Diferentemente de outras situações de manipulação já examinadas pela CVM, não identifiquei, neste caso, que a estratégia conduzida pela acusada tenha gerado um movimento de compra ou de venda.

Também não estou convencido de que as pessoas, que foram contrapartes nas vendas, foram induzidas pela acusada a comprar as ações. Vale observar, a propósito, que as operações realizadas no mesmo período sem a atuação ou interferência do suposto manipulador de mercado, parâmetro esse que já foi inclusive adotado por este Colegiado em outros julgados. Nessa linha, com base em dados públicos disponibilizados pela BM&FBovespa, focarei tal análise nos pregões aos quais o Termo de Acusação mais se dedicou: 27.12.2011 e 3.2.2012.

⁵⁵⁹ “b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda;

⁵⁶⁰ “c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardis ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros”.

No pregão do dia 27.12.2011, conforme apurado pela SMI, a menor oferta de venda formulada pela Vinci, lançada com o propósito de baixar a cotação das ações da Sanepar, foi de R\$4,58. O preço mínimo por papel negociado naquela data foi de R\$4,57, inferior ao valor oferecido pela acusada. Já no pregão do dia 3.2.2012, segundo a área técnica, a Vinci comprou 500 ações ao preço de R\$5,78 cada. Pouco depois, vendeu 200 papéis por R\$5,41. O preço mínimo verificado nesse dia foi de R\$5,31, valor dez centavos menor do que aquele ofertado pela acusada.

Por essas razões, voto pela absolvição da Vinci da acusação de violação ao item I, combinado como item II, “b”, da Instrução CVM nº 08/79.⁵⁶¹

No Caso Hugo tal circunstância foi igualmente destacada:

22. Nesse contexto, o investidor interessado no papel teria que tomar uma decisão de compra, venda ou manutenção do papel embasado em uma cotação influenciada por operações artificiais, resultado de atos realizados por terceiro interessado na manutenção ou no aumento da cotação do valor mobiliário, o que certamente poderia induzir um eventual investidor a realizar uma operação em condições diversas daquelas que ocorreriam caso não houvesse uma intervenção externa dolosa com o objetivo de alterar a formação natural dos preços do ativo. 23. Anote-se que investidores efetivamente negociaram ações por um preço que havia sido artificialmente estabelecido em decorrência das negociações entre Hugo Rinaldi e sua filha. Nesse sentido, observe-se que foram negociadas por terceiros, em 19.10.2012, 700 ações aos preços de R\$7,34 e R\$7,35, logo após Hugo ter elevado o preço do papel, por meio de negociação com L.R., de R\$7,10 para R\$7,35, uma alta de aproximadamente 3,5%, como se pode verificar no gráfico e na tabela abaixo:(...)⁵⁶²

Fischel e Ross reconhecem que tal previsão estabelece uma definição mais precisa que outras formulações de conduta abusiva, mas ponderam que esse conceito permanece sendo excessivamente amplo, abarcando condutas legítimas que vão desde a oferta para negociar por determinado valor (uma oferta de compra de um valor mobiliário pelo valor x não deixa de ser uma forma de induzir a negociar por este valor) até as diversas medidas que podem ser tomadas pelos emissores de valores mobiliários. Por exemplo, modificações nas estruturas de capital, nas políticas de pagamento de dividendos e a realização de recompras de ações por companhias abertas, que embora regulares, podem ter o propósito de levar terceiros a negociar⁵⁶³.

Quando trata da intenção de enganar como elemento essencial da manipulação, Thel menciona que para o sucesso das *pools* era fundamental atrair investidores estranhos ao esquema para negociar (o que representaria solução para o problema da simetria dos

⁵⁶¹ PAS RJ2012/9808, j. em 18.12.2015 (Caso Sanepar), voto vencido do Diretor Pablo Renteria.

⁵⁶² Caso Hugo – PAS CVM RJ2016/1742, j. em 18.04.2107. Voto vencedor do Diretor-Relator Gustavo Borba.

⁵⁶³ FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, pp. 507-508.

efeitos das negociações sobre os preços examinado adiante) e que esta atração de terceiros para negociar seria uma das definições de manipulação⁵⁶⁴.

A referência a induzir terceiros a negociar poderia ser útil como qualificadora da fraude, caracterizando como manipulativas as condutas nas quais a mentira pode não ser tão evidente (ou nas quais a mentira é mais sofisticada, como aquela contada por meio de negociações).

3.3 Equidade

As ideias amplas de equidade, equilíbrio e igualdade, a despeito do apelo ideológico, são excessivamente indefinidas para aplicação prática. É possível identificar com precisão as condutas frequentemente punidas com base nesta norma: uso de informações privilegiadas (vide o próprio recurso a esta regra na condenação de casos de uso de informação privilegiada já mencionados) e atuação indevida de intermediários.

No caso da atuação de intermediários, diversos processos, como o Caso Umuarama, apuraram o favorecimento de alguns clientes de corretoras em detrimento de outros, por meio da especificação posterior de negócios. Nesse caso, a corretora foi reputada como tendo “culpa própria na ocorrência de prática não equitativa, pois proporcionou e potencializou ambiente propício à ocorrência dos atos, de acordo com evidências arroladas nos autos.” Sendo esta a conduta frequente, parece claro que o melhor meio para coibi-la seria definir expressamente a vedação, no lugar de recorrer a um conceito tão abrangente.

A Lei nº 4.728/65, quando tratou de práticas equitativas, foi expressa ao delimitar a abrangência àqueles que exercem profissionalmente funções típicas no mercado⁵⁶⁵, o que parece mais razoável que pretender estabelecer uma obrigação ampla de equidade para todos os participantes; embora seja possível defender ideologicamente tal posição, seria difícil aplicá-la de forma abrangente. Se, por exemplo, todo investidor precisar compartilhar as informações de que dispõe com o mercado, isso poderia retirar seu

⁵⁶⁴ 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, pp. 410-411.

⁵⁶⁵ “Art. 2º O Conselho Monetário Nacional e o Banco Central exercerão as suas atribuições legais relativas aos mercados financeiro e de capitais com a finalidade de:

(...)

“IV - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas por todos aqueles que exerçam, profissionalmente, funções de intermediação na distribuição ou negociação de títulos ou valores mobiliários;”

potencial de ganho com essas informações e, por conseguinte, seu incentivo para as produzir.

A relação entre a diligência exigida dos intermediários e a cautela requerida dos próprios investidores poderia se beneficiar, na opinião de Calabró, de estudos sobre a boa-fé objetiva. Nesse contexto, o autor sustenta que “os deveres de proteção, informação e de lealdade advindos da boa-fé objetiva se encontram positivas em diversas normas da CVM e da própria entidade administradora do mercado”⁵⁶⁶.

A positivação dos princípios gerais em comandos específicos, tendo em conta as particularidades do mercado, deveria ser perseguida sempre que possível pelo regulador. As normas sobre prática não equitativa, portanto, deveriam ser substituída por normas mais específicas visando a coibir: o uso indevido de informações relevantes não públicas e a violação, por intermediários, de seus deveres fiduciários. Ainda que uma regra mais geral seja necessária para garantir o combate a práticas ilícitas que busquem se evadir das normas precisas, sua aplicação deveria ser residual.

⁵⁶⁶ CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. **Regulação e Autorregulação do Mercado de Bolsa**. São Paulo: Almedina, 2011, pp. 141-142.

4 FORMAÇÃO DE PREÇOS E FUNCIONAMENTO DO MERCADO

Como visto anteriormente, as dificuldades envolvidas na aplicação do conceito de artificialidade, que ocupa papel central na definição de condutas abusivas, bem como de outros conceitos igualmente genéricos, como os fundamentados em fraude e equidade, decorrem do seu caráter vago.

Já se observou que a literatura jurídica, nesse aspecto, não mantém o passo com a evolução da doutrina econômica. Os termos “sinais enganadores” ou “níveis anormais ou artificiais” que o direito emprega são baseados em uma compreensão igualmente vaga do funcionamento dos mercados⁵⁶⁷.

A solução para resolver a incerteza que permeia os conceitos examinados no Capítulo anterior consiste em identificar as particularidades dos mercados de valores mobiliários para definir, de forma mais precisa, as condutas que têm o potencial de prejudicar seu regular funcionamento, o que se pretende fazer no presente Capítulo.

Embora se fale da relevância e da utilidade dos mercados de valores mobiliários de forma abrangente, um de seus atributos é particularmente relevante quando se busca definir práticas abusivas e, por isso, merece atenção especial: trata-se da formação dos preços dos valores mobiliários.

Para tanto, serão examinados, a seguir, o papel da formação de preços nos conceitos usuais de abuso; os fatores relevantes na determinação de um valor fundamental para valores mobiliários; os mecanismos que determinam essa formação; a viabilidade da manipulação por negociação; a relevância da pressão sobre os preços para os conceitos de abuso e a correlação com condutas potencialmente abusivas.

⁵⁶⁷ DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. 6 *NTU L. Rev.* 55 2011, p. 58.

4.1 Tipos de Mercado e efeito sobre preço

O presente trabalho analisa tanto as condutas potencialmente irregulares que podem ocorrer em diversos mercados quanto aquelas que só podem existir em um tipo específico. Sem prejuízo disso, antes de examinar o processo de formação de preços, convém tratar, ainda que perfunctoriamente, dos diferentes modelos de negociação. David Donald divide os mercados em três espécies: mercados contínuos, mercados intermediados e mercados de leilão⁵⁶⁸.

Mercados contínuos são aqueles em que as ordens são lançadas diretamente em um sistema no qual interagem durante o pregão. As ordens podem especificar valores máximos ou mínimos, constituindo as chamadas ordens limite (*limit orders*) ou podem, apenas, determinar a negociação ao preço de mercado, sendo denominadas ordens a mercado (*market orders*)⁵⁶⁹. Podem assumir outras formas, inclusive como instrumento de abusos, mas para a análise pretendida basta considerar essas espécies⁵⁷⁰.

Segundo David. C. Donald o participante, ao colocar uma ordem limite, estaria emitindo uma opinião a todo o mercado sobre comprar ou vender naquela condição. A volatilidade seria inerente a tais mercados, em razão das oscilações entre os preços máximos de compra e mínimos de venda.

Mercados intermediados são aqueles em que um agente atua estabelecendo preços de compra e de venda de valores mobiliários, determinados com base no seu conhecimento

⁵⁶⁸ DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. 6 *NTU L. Rev.* 55 2011, pp. 71-77.

⁵⁶⁹ Segundo o Regulamento de Operações – Segmento Bovespa: “12.2.1 As condições que podem ser escolhidas pelos clientes, para a execução de suas ordens, devem estar enquadradas em um ou mais dos seguintes Tipos de Ordens : a) ordem a mercado - é aquela que especifica somente a quantidade e as características dos Ativos ou direitos a serem comprados ou vendidos, devendo ser executada a partir do momento em que for recebida; b) ordem limitada - é aquela que deve ser executada somente a preço igual ou melhor do que o especificado pelo cliente; c) ordem administrada - é aquela que especifica somente a quantidade e as características dos Ativos ou direitos a serem comprados ou vendidos, ficando a execução a critério da Sociedade Corretora; d) ordem discricionária - é aquela dada por administrador de carteira de títulos e valores mobiliários ou por quem representa mais de um cliente, cabendo ao ordenante estabelecer as condições em que a ordem deve ser executada. Após sua execução, o ordenante indicará os nomes dos comitentes a serem especificados, a quantidade de Ativos ou direitos a ser atribuída a cada um deles e o respectivo preço; e) ordem de financiamento - é aquela constituída por uma ordem de compra ou de venda de um Ativo ou direito em um mercado administrado pela Bolsa, e outra concomitantemente de venda ou compra do mesmo Ativo ou direito, no mesmo ou em outro mercado também administrado pela Bolsa; f) ordem stop - é aquela que especifica o preço do Ativo ou direito a partir do qual a ordem deverá ser executada; e g) ordem casada - é aquela cuja execução está vinculada à execução de outra ordem do cliente, podendo ser com ou sem limite de preço.”

⁵⁷⁰ LEWIS. Michael. *Flash Boys*. New York: Norton, 2015, pp. 169-172.

acerca das ordens de compra e venda existentes no mercado e nas expectativas acerca do futuro, que formulam com base em tal informação.

Intermediários, teoricamente, podem estabelecer preços tendo por base não apenas oferta e demanda, mas também outros fatores. Podem obter clientes oferecendo, além de melhores preços, outros serviços.

Essa influência de outros fatores nas negociações, não relacionados às forças de oferta e demanda, seria o que as regras contra manipulação de mercado procuram coibir.

Em mercados de leilão, a terceira modalidade apontada por David Donald, as ofertas são lançadas durante determinado período de tempo e, ao final desse período, um preço é calculado. Diversas regras são empregadas pelas bolsas para determinar o cálculo do preço do leilão.

Procedimentos de leilão são amplamente utilizados pelas bolsas de valores nos períodos de abertura e fechamento dos pregões, pelas vantagens que apresentam para a precificação⁵⁷¹ e quando há negócios com oscilação significativa em relação aos anteriores. Como os preços de fechamento são particularmente importantes para diversas finalidades, são frequentemente alvo de tentativas de manipulação.

As operações com valores mobiliários não ocorrem exclusivamente em mercado de bolsa, podendo ter lugar em mercados de balcão, organizados ou não⁵⁷². A ICVM nº 461 estabelece critérios para distinguir os mercados como de bolsa ou balcão organizado:

Art. 5º Um mercado organizado de valores mobiliários será considerado pela CVM como de bolsa ou de balcão organizado dependendo, principalmente, do seguinte:
I – existência de sistema ou ambiente para o registro de operações realizadas previamente;

⁵⁷¹ Segundo o Regulamento de Operações – Segmento Bovespa, sem prejuízo de outras normas sobre o assunto:

“13.4.1 Denomina-se apregoação por leilão aquela realizada com destaque das demais, mencionando-se, obrigatoriamente, o Ativo, o lote e o preço.

(...)

“13.5.1 Denomina-se apregoação por leilão comum toda aquela em que é facultada a interferência de vendedores ou compradores, observado o critério de interferência estabelecido no Manual de Procedimentos Operacionais.

(...)

“13.6.1 Denomina-se apregoação por leilão especial toda aquela realizada com destaque das demais e em que é somente permitida a interferência de Operadores compradores, observado o critério de interferência estabelecido no Manual de Procedimentos Operacionais.”

⁵⁷² Os quais, nas palavras de Harold S. Bloomenthal, não teriam forma, dependendo das decisões de milhares de negociadores sem outro denominador comum que não o intento de lucrar (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, p. 199).

- II – regras adotadas em seus ambientes ou sistemas de negociação para a formação de preços, conforme descrito nos arts. 65 e 73, no caso de bolsa, e arts. 95 e 96, no caso de balcão organizado;
 - III – possibilidade de atuação direta no mercado, sem a intervenção de intermediário;
 - IV – possibilidade de diferimento da divulgação de informações sobre as operações realizadas;
 - V – volume operado em seus ambientes e sistemas; e
 - VI – público investidor visado pelo mercado.
- Parágrafo único. As características de que tratam os incisos I, III e IV só são admitidas para os mercados de balcão organizado, na forma prevista, respectivamente, nos arts. 92, inciso III, 93 e 105 desta Instrução.

O mercado de balcão não organizado, por sua vez, é definido por exclusão, abrangendo os negócios com a participação, como intermediário, de integrante do sistema de distribuição, mas realizados fora de mercado organizado⁵⁷³.

As considerações sobre abuso nesses mercados devem observar as suas peculiaridades. O caso Ipanema, acima citado, tratava de hipótese de abuso ocorrido fora do mercado de bolsa que, como visto, foi enquadrado pela CVM na Instrução CVM nº 8/79.

Certas considerações sobre impacto nos preços podem variar substancialmente conforme o mercado analisado⁵⁷⁴. Embora as diferenças entre mercados sejam relevantes e não possam ser ignoradas, quando as condutas abusivas são definidas tendo por base comportamentos amplamente condenados, como fraude, indução de terceiros em erro, em sentido amplo, e abuso de posição dominante, dificilmente uma conduta que seria considerada irregular em um mercado poderia ser considerada legítima em outro (embora algumas condutas irregulares em um mercado não poderiam sequer ser praticadas em outro, por questões estruturais). Por esse motivo, o presente trabalho procura analisar de forma ampla condutas potencialmente irregulares, independentemente de poderem ser praticadas em todas as modalidades de mercado ou em apenas uma.

⁵⁷³ “Art. 4º Considera-se realizada em mercado de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como intermediário, integrante do sistema de distribuição de que tratam os incisos I, II e III do art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976, sem que o negócio seja realizado ou registrado em mercado organizado que atenda à definição do art. 3º.”

⁵⁷⁴ DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. 6 *NTU L. Rev.* 55 2011, p. 63.

4.2 Ordens, ofertas e negócios

Ainda no campo dos conceitos, é preciso especificar que os atos relevantes para o mercado não se limitam às operações de compra e venda de valores mobiliários: tanto podem ser realizadas outras operações, que não simples compras e vendas, quanto outros atos, antecedentes, que podem influenciar as condições de tais negócios e, por consequência, viabilizar abusos nesses mercados.

A Instrução CVM nº 8/79 é generosa na terminologia empregada para estender sua abrangência a um amplo universo de condutas. Lemos nela referências a “demanda”, “oferta”, “preço”, “negociações”, “fluxo de ordens de compra ou venda”, “processo”, “artifício”, “cotação”, “ardil”, “operação”, “prática” e “posição”.

Certa precisão terminológica é indispensável para que as práticas abusivas possa ser endereçadas com objetividade. Convém, portanto, avaliar quão extensos devem ser os conceitos de “operação” ou “negociação” e se eles não podem ser substituídos por expressões mais abrangentes, mas suficientemente precisas, como atos praticados nos mercados.

Nos Estados Unidos, por exemplo, como dá notícia Lewis D. Lowenfels, a SEC considerou que referências feitas na legislação a transações com valores mobiliários deveriam ser lidas de modo a incluir a colocação de ofertas, dado seu potencial para influenciar preços. Uma interpretação igualmente ampliativa teria sido empregada em outras ocasiões, tanto para abranger como uma “série de transações” apenas três negociações em dois dias, quanto para considerar que realizava operações para si mesma a pessoa que atuava como agente e executava ordens para outra conta ou, ainda, a pessoa que operava como um favor ou a pedido de terceiro.⁵⁷⁵

Nas operações mais comuns em bolsa é possível isolar três etapas fundamentais, a emissão de ordem pelo cliente para o intermediário⁵⁷⁶, a realização de oferta por esse

⁵⁷⁵ 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, pp. 707-708.

⁵⁷⁶ Segundo a ICVM nº 505:

“Art. 1º Considera-se, para os efeitos desta Instrução:

(...)

“V – ordem: ato pelo qual o cliente determina que um intermediário negocie ou registre operação com valor mobiliário, em seu nome e nas condições que especificar; e”

O Regulamento de Operações – Segmento Bovespa, por sua vez, dispõe que: “ORDEM DE COMPRA OU VENDA - é o ato mediante o qual o Cliente determina a uma Sociedade Corretora que compre ou venda Ativos ou direitos a eles inerentes, em seu nome e nas condições que especificar.”

intermediário no mercado⁵⁷⁷ e eventual fechamento do negócio no caso de encontro de ofertas. Cada um destes atos tem potenciais efeitos no mercado e podem integrar condutas irregulares (pode-se dizer que a mera emissão de ordem pelo cliente ao intermediário não teria o condão de impactar o mercado, mas pode ser a única condição antecedente para uma prática abusiva como, por exemplo, o *front running*, ou integrar condutas irregulares consistentes na emissão de ordens sem intenção de honrar os negócios delas decorrentes).

Leonardo Alonso defende uma interpretação restritiva de negócios que, embora possa ser justificável sob a perspectiva penal em que centra sua análise, não parece ser defensável no âmbito do direito administrativo⁵⁷⁸.

As recomendações para outros negociarem são tratadas por Goshen e Parchomovsky como uma modalidade de negociação (*trading*) que transmite informação para o mercado⁵⁷⁹, embora essa pareça uma extensão excessiva do conceito de negociação (o que não significa que não se possa cogitar de regular analista e consultores de valores mobiliários, como mencionado adiante).

Outra questão interessante é o entendimento de que declarações quanto a valores são opiniões e, portanto, seu questionamento é limitado⁵⁸⁰. Esse ponto merece atenção especial, sobretudo quando se considera o potencial sobre o mercado que a atuação de jornalistas pode ter, bem como a necessidade de proteger a liberdade de imprensa⁵⁸¹.

Mas não há, enfim, dúvida de que a informação é relevante e será tratada em item próprio no próximo capítulo.

4.3 Preços

Além da função que exercem nas próprias operações em que são definidos, os preços de bolsa servem de referência para negócios realizados fora do mercado e, na

⁵⁷⁷ Segundo o Regulamento de Operações – Segmento Bovespa: “Oferta de compra ou venda de Ativos é o ato mediante o qual o operador de uma determinada Sociedade registra ou apregoa a intenção de comprar ou vender Ativos ou direitos a eles inerentes, nas condições que especificar.”

⁵⁷⁸ ALONSO, Leonardo. **Crimes contra o Mercado de Capitais**. Dissertação (Mestrado em Direito Penal) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 121.

⁵⁷⁹ GOSHEN, Zohar; PARCHOMOVSKY, Gideon. The Essential Role of Securities Regulation. **55 Duke L. J.** 711-782 (2006), p. 721.

⁵⁸⁰ BERLE, A. A. *Stock Market Manipulation*. **38 Colum. L. Rev.** 393 1938, p. 394.

⁵⁸¹ 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.

medida em que passam a ser o critério para a liquidação de obrigações, adquirem um valor que extrapola as transações individuais que levaram à sua composição. Assim, a tutela dos preços se justifica pelos efeitos que possuem, pois são validadores de práticas, tanto de negócios privados quanto de tributos⁵⁸².

Outro fator fundamental a ser considerado é que não apenas o preço da negociação em bolsa tem um valor significativo, mas ele chega mesmo a confundir-se com a própria natureza do valor mobiliário, pois se esse consiste, essencialmente, no direito a um fluxo de pagamento, a fixação em moeda de seu valor é a própria definição do título em si⁵⁸³.

Por outro lado, além do preço em si ser relevante, o sentido de sua alteração também transmite uma informação, pois é considerado pelos participantes do mercado como indício de quem iniciou a transação, sendo que negócios realizados por preços superiores aos até então vigentes são considerados iniciados pelo comprador e, abaixo, pelo vendedor⁵⁸⁴.

4.3.1 Formação de preços como essencial para os conceitos de abuso

A doutrina observa, com precisão, que é indispensável compreender adequadamente a relação entre negócios e preços para poder disciplinar os abusos no mercado⁵⁸⁵.

No entanto, a despeito de ser um processo complexo, há quem entenda, como David Donald, que a formação de preços de valores mobiliários revela padrões relativamente exatos⁵⁸⁶.

O uso da paradoxal expressão “relativamente exatos” é duplamente significativo: por um lado, reforça o ponto de que há mais do que conceitos vagos a serem considerados

⁵⁸² THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, p. 280. Sobre as variadas funções do preço de bolsa, cf. ainda 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, pp. 366-372.

⁵⁸³ 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. 365.

⁵⁸⁴ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, p. 241.

⁵⁸⁵ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, p. 289.

⁵⁸⁶ DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. 6 *NTU L. Rev.* 55 2011, p. 58.

pela regulação, ou seja, é possível encontrar conceito mais preciso que “artificial”; por outro lado, adverte contra a expectativa de que a definição absolutamente precisa das condutas irregulares seja possível.

De toda sorte, é certo que a discussão sobre abusos depende profundamente da compreensão dos processo de formação e modificação dos preços, e enquanto não receberem a devida atenção, toda a discussão será prejudicada pela adoção de premissas controvertidas.

Um dos problemas decorrentes da percepção imperfeita quanto aos fatores que determinam o preço de valores mobiliário seria, como sustenta Mahoney, a visão equivocada de que os *pools* teriam tido papel relevante na manipulação de ações. Segundo referido autor, os Senadores norte-americanos e seus assessores subestimavam o papel das informações para a determinação do preço das ações. Por esse motivo, consideravam que determinadas oscilações, por não encontrarem fundamento no pagamento de dividendos ou na composição de ativos de determinadas empresas, deveriam necessariamente decorrer da manipulação de preços⁵⁸⁷.

Destarte, o que se pretende aqui é avaliar os fatores que influenciam os preços, que constituirão as bases sobre as quais pode ser construída uma teoria acerca da repressão dos abusos nos mercados.

4.3.2 A expectativa de resultados futuros como base para a formação do preço de um valor mobiliário

Já se observou que um valor mobiliário, por representar o direito ao recebimento de fluxos de caixa, é seu preço. Também já se disse haver inúmeros fatores pelos quais o preço de negociação se afasta do teórico⁵⁸⁸. Pode-se dizer que o fator essencial que determina o preço de um valor mobiliário é a expectativa de retornos futuros que ele irá gerar: para os investidores é fundamental prever o preço de seus valores mobiliários, o que

⁵⁸⁷ MAHONEY, Paul G. The stock pools and the Securities Exchange Act. **Journal of Financial Economics** 51 (1999) 343–369, p. 348.

⁵⁸⁸ BLACK, Fischer. Noise. 41 **J. Fin.** 529, 533 (1986), p. 530.

podem fazer estimando os fluxos de caixa a que fará jus o título ou procurando antecipar as visões dos participantes do mercado⁵⁸⁹.

Tais métodos podem levar a resultados equivalentes. Steve Thel menciona, por exemplo, a hipótese de alguém que busque companhias que sejam potenciais alvos para ofertas públicas: nessa hipótese, o investidor não está considerando os rendimentos esperados da ação, mas a eventual opinião de investidores que decidam lançar uma oferta para adquirir ações de tal companhia. No entanto, se os potenciais ofertantes tomam sua decisão avaliando a diferença entre os rendimentos esperados e as cotações em bolsa, ambas as análises levarão ao mesmo resultado (e a eventual oferta pública deveria aproximar os valores das cotações ao dos rendimentos esperados).⁵⁹⁰

De todo modo, é preciso cautela ao tentar definir um valor intrínseco a um valor mobiliário e o exemplo de Mandelbrot é ilustrativo: o índice de preço sobre dividendos da Cisco Systems no pico de seu valor, por ocasião da bolha da internet, era 137 e depois, no início de 2003, caiu para 26, justamente quando os crescimento de seu resultado era mais rápido⁵⁹¹. Ainda que se possa admitir que em um determinado momento o mercado estava correto e nos demais errado, não há um critério objetivo para definir precisamente os momentos de acerto. Conseqüentemente, embora conceitos de manipulação que tenham por base ideias de valor correto do ativo possam ser consistentes do ponto de vista teórico, são de difícil, senão impossível, aplicação prática.

Desvios de um valor comparativo, sobretudo com relação a valores mobiliários referenciados em outros títulos, são poderosos indícios de irregularidades, mas não podem ocupar papel central nos conceitos de abusos.

Os exemplos empregados acima são apenas casos específicos que ilustram uma consideração mais geral: o que determina o preço de um valor mobiliário é o julgamento dos investidores. Logo, se em sua maioria utilizarem um determinado método para apurar tal valor (rendimentos futuros, ou outro qualquer), o resultado apurado por tal método deverá revelar a opinião geral dos investidores. Enfim, como no exemplo clássico do concurso de beleza em jornal, em que se deve escolher a pessoa mais formosa na opinião

⁵⁸⁹ 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. 406.

⁵⁹⁰ 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. 407.

⁵⁹¹ MANDELBROT, Benoit. *The (mis) Behavior of Markets*. New York: Basic Books, 2004, p. 250.

dos demais leitores, é o julgamento do mercado, independente de seu fundamento, que determina o preço⁵⁹².

É preciso reconhecer, ainda, a existência de casos especiais, em que os preços são determinados por circunstâncias exóticas. Eles não refutam as considerações anteriores, mas não podem ser examinados sob aquelas lentes, sob pena de conclusões equivocadas. Um exemplo peculiar é o da empresa Massmutual Corporate Investors, que apresentava oscilações em seus preços conforme as informações divulgadas a respeito da MCI Communications, porque investidores confundiam os *tickers* de ambas as companhias (MCI e MCIC)⁵⁹³.

Em cada caso, será necessário apurar os vetores que determinam o movimento de um dado valor mobiliário para aferir se certa prática poderia influenciar seu preço, de modo a dar azo a abusos. O simples fato de que, teoricamente, informações falsas ou negociações poderiam ensejar a manipulação não deve permitir que condutas sejam avaliadas sem levar em consideração as particularidades de cada valor mobiliário e suas respostas diferenciadas às forças do mercado.

4.3.3 Formação do preço, hipóteses de informação e pressão

Considerando que a oferta e a demanda de um determinado valor mobiliário são o produto da oferta e da demanda individuais, poder-se-ia presumir que cada nova negociação afetaria a composição dessas curvas e teria impacto potencial no preço. Essa parece ser a premissa por vezes adotada pelos reguladores para afirmar que qualquer negócio “artificial”, por exemplo, afetaria as forças naturais de oferta e demanda. Steve Thel aponta duas razões pelas quais negociações alterariam preços: porque poderiam alterar a visão de participantes do mercado ou pelo impacto sobre a liquidez⁵⁹⁴.

Há, nessa linha, duas hipóteses principais para tratar dos preços de valores mobiliários: a hipótese da liquidez e a hipótese da substituição. No primeiro caso, o preço de um valor mobiliário é influenciado pelas negociações em si. No segundo caso, pelas

⁵⁹² KEYNES, John Maynard. **The General Theory of Employment, Interest, and Money**. Harvest: New York, 1991(edição original de 1935), pp. 155-156.

⁵⁹³ 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. 142.

⁵⁹⁴ 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. 416.

informações relativas ao valor mobiliário. Antes de adentrar nessa questão, porém, é importante uma observação sobre os *spreads* e sua dinâmica com os preços.

Uma primeira explicação para as mudanças de preço tem por premissa a exigência de um prêmio para a compra ou um desconto para venda⁵⁹⁵ (tal hipótese pressupõe não haver substituição perfeita entre valores mobiliários⁵⁹⁶). O prêmio compensa intermediários dos custos incorridos para manter uma posição até que outro investidor a assuma⁵⁹⁷. Pode-se ilustrá-lo recorrendo, por analogia, à figura de um empréstimo: se um investidor deseja vender valores mobiliários em um determinado momento, mas não encontra interessados em comprá-los, outro participante do mercado poderia comprá-los partindo da premissa que, no futuro, encontrará quem tenha interesse e cobraria, pela manutenção dos valores por determinado tempo, o prêmio mencionado acima. Dessa forma, manter os valores não seria o aspecto relevante que demandaria o prêmio, mas a indisponibilidade do dinheiro pago por eles, até que seja possível a venda.

A existência de tal prêmio, por sua vez, não se limita à circunstância eventual de ausência de determinados investidores no mercado; também se verifica quando há a atuação de formadores de mercado ou mesmo a utilização de ordens limite por investidores. Em todas essas situações há diferença entre os preços de compra e venda (o chamado “*bid-ask spread*”). Havendo tal *spread*, toda negociação mudará o preço⁵⁹⁸.

Como exposto acima, o sentido da alteração do preço indica quem iniciou a transação, pois negócios realizados por preços superiores aos até então vigentes são considerados iniciados pelo comprador⁵⁹⁹, o que se explica pela dinâmica do *spread*.

As modificações de preço do *bid-ask spread*, porém, são em geral reduzidas, e oscilam ao redor de um preço base. Seu intervalo, se excessivo nos casos em que decorrem da atuação de um intermediário, podem caracterizar uma prática potencialmente abusiva, como visto no Capítulo 1 (o “*excessive mark up*”). No entanto, a variação de preço decorrente de compras e vendas, pura e simplesmente por conta da oscilação entre as

⁵⁹⁵ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, p. 224. Neste contexto, há quem afirme que todos os negócios teriam alguma influência sobre os preços (cf. DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. 6 *NTU L. Rev.* 55 2011, pp. 61-62).

⁵⁹⁶ FISCHER, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, p. 516.

⁵⁹⁷ FISCHER, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, pp. 515-516.

⁵⁹⁸ Cf. FISCHER, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, p. 516.

⁵⁹⁹ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, p. 241.

pontas do *spread*, não é prática que se possa considerar irregular ou condenável (desde que se aceite a especulação, mesmo em alta frequência, como investimento legítimo).

A alteração mais relevante, para fins de repressão a abusos de mercado, é aquela que não se limita a variações dentro do *spread*, entre R\$ 9 e R\$ 10, por exemplo, mas que desloca o seu espectro, levando os preços para outro patamar e, por consequência, os extremos deste *spread*, para R\$ 7 e R\$ 8, no caso de uma redução, ou R\$ 12 e 13, no caso de acréscimo. Essas alterações podem decorrer das hipóteses de liquidez ou substituição mencionadas anteriormente e que serão aprofundadas agora.

Isso não afasta, por óbvio, a possibilidade de abusos em negociações executadas nos limites do *spread*, que poderá representar as margens dentro das quais agentes são livres para navegar, transferindo de forma intencional e indevida recursos entre contrapartes de negócios, imunes à interferência dos demais participantes do mercado.

A primeira hipótese, da liquidez, considera que há diferentes vendedores potenciais, cada um disposto a vender por determinado preço. Desse modo, por exemplo, existem titulares de 10 ações dispostos a vender por R\$ 4, titulares de outras 10 ações dispostos a vender por R\$ 5,00, e titulares de mais 10 ações dispostos a vender por R\$ 6,00. Em tal cenário, se o preço do último negócio era R\$ 4,00, compras até o limite de 10 ações podem ser feitas sem alterar o preço, acima dessa quantidade, até o limite de 20 ações, as compras podem ser feitas pelo valor de R\$ 5,00, mas, uma vez que se pretenda comprar mais de 20 ações, as negociações finais teriam de ser feitas pelo valor de R\$ 6,00.

Os exemplos acima trazem valores e quantidades ínfimas, que certamente não se aplicam a inúmeros valores mobiliários. Nesse sentido, Matthijs Nelemans afirma que a maioria dos investidores não dispõe de recursos para realizar operações que acarretem mudanças de preços⁶⁰⁰. Essas afirmações de ordem geral, ainda que possam estar corretas, devem ser recebidas com cautela quando se trata de política regulamentar. Em diversos mercados ativos ilíquidos podem sofrer grande impacto por negociações com valores reduzidos. Seria possível ponderar que os investidores nesses mercados não deveriam se fiar tanto nos preços dos negócios ali realizados, mas isso não justificaria admitir a prática de atos fraudulentos ou outras condutas enganosas condenáveis nos ambientes de negociação mais dinâmicos.

A segunda hipótese é de que os preços mudam por conta da alteração na avaliação do ativo, em razão de novas informações e não das negociações em si. Nesse sentido,

⁶⁰⁰ NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 *Val. U. L. Rev.* 1169 (2008), p. 1178.

Matthijs Nelemans expõe que, de acordo com a hipótese dos mercados de capitais eficientes, as companhias primeiro divulgam novas informações (ou, cabe acrescentar, qualquer fonte divulga novas informações que possam influenciar o mercado), os agentes de mercado então realizam operações e, por fim, o preço se ajusta à nova informação⁶⁰¹.

Esse processo pode ser detalhado, considerando que diferentes informações são usadas por investidores distintos, sendo possível classificar os participantes do mercado em determinados grupos, dos quais cada um atua com base em modalidades específicas de informações. Isso é o que fazem Gilson e Kraakman, ao estabelecer quatro formas de negociação: (i) universalmente informada, que utilizaria toda a informação amplamente disseminada; (ii) profissionalmente informada, que além de operar usando todas as informações públicas, seria particularmente ativa quando a informação fosse semi-pública, ou seja, ainda não amplamente disseminada ou muito sofisticada; (iii) informada de forma derivada, ou seja, com base em informações acessíveis a um número restrito de participantes do mercado, como *insiders* e (iv) não informada, que abrangeria negócios baseados em *soft information* como projeções ou outras premissas não contempladas nas hipóteses anteriores⁶⁰².

Além disso, há que considerar ainda a existência de *noise traders*, conceituados como aqueles que negociam com base em ruído (*noise*) no lugar de informação, e que são mencionados por Black como explicação para a existência do mercado⁶⁰³. Outro conceito de *noise traders* corresponde a negociadores que não seguem uma razão habitual de investimento, mas outras, determinadas, por exemplo, em razão de liquidez ou questões tributárias⁶⁰⁴. *Noise trading* permitiria, segundo essa última concepção, que eventos que não contém informação influenciem os preços⁶⁰⁵. Jean-Luc Vila menciona que a atuação de *noise traders* proporciona uma camuflagem que impede a perfeita percepção, pelo mercado, da atuação do manipulador. Conforme os valores a serem priorizados, a presença de *noise traders* pode ser considerada indesejável pelo mercado, sendo importante definir o tratamento a ser adotado nesse aspecto⁶⁰⁶.

Atores com informações poderiam presumir que todos os demais agentes de

⁶⁰¹ NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 **Val. U. L. Rev.** 1169 (2008), p. 1178.

⁶⁰² GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. The Mechanisms of Market Efficiency. 70 **Va. L. Rev.** 549, 1984, p. 589.

⁶⁰³ BLACK, Fischer. Noise. 41 **J. Fin.** 529, 533 (1986).

⁶⁰⁴ VILA, Jean-Luc. Simple Games of Market Manipulation. **Economics Letters**, 29 (1989), p. 22.

⁶⁰⁵ BLACK, Fischer. Noise. 41 **J. Fin.** 529, 533 (1986), p. 533.

⁶⁰⁶ 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, pp. 171-172.

mercado possuem informações, e que, por esse motivo, não seria vantajoso negociar. Nesse cenário, não haveria negociações nem mercado. Paul Mahoney afirma ser necessário considerar, também, investidores que negociam para converter excesso de renda em poupança ou o contrário, que veriam suas perdas para negociadores informados como custo a ser incorrido para utilizar valores mobiliários como veículo de poupança⁶⁰⁷.

A lógica subjacente à hipótese da informação é a existência de substitutos para as ações. Porque representam o direito a um fluxo financeiro, podem ser substituídas por diversos outros títulos. Em razão disso, muitos dos participantes do mercado estariam dispostos a se desfazer delas sem insistir em receber um prêmio por isso, de modo que negociações não necessariamente teriam impacto no preço de valores mobiliários⁶⁰⁸. Isso significa que, como regra geral, os investidores não têm interesse em um valor mobiliário em particular, mas nos retornos que ele pode gerar. Dessa forma, cada valor mobiliário poderia ser substituído por diversos outros, conforme expõe Charles Korsmo, recorrendo a voto de Easterbrook, no sentido de que existem tantos substitutos para as ações de uma companhia aberta que a curva da demanda seria horizontal⁶⁰⁹ (ou seja, aumento ou diminuição na demanda não alteraria o preço).

Esse aspecto é enunciado de modo mais formal por Daniel Fischel e David Ross, com referência à elasticidade da demanda pelos valores mobiliários, havendo razões para considerar que os valores mobiliários em geral poderiam ser substituídos por outros com as mesmas características, o que levaria à conclusão de que oferta e demanda seriam elásticas de modo a fazer com que aumentos na oferta e na demanda por um investidor não afetassem os preços⁶¹⁰.

Desse modo, considerando que valores mobiliários seriam substitutos perfeitos entre si (ou seja, o valor mobiliário de uma companhia poderia ser substituído pelo valor mobiliário de qualquer outra, de modo indiferente para o investidor), como regra geral, negociações não afetariam a oferta e a demanda e, por consequência, não influenciariam os preços⁶¹¹.

⁶⁰⁷ MAHONEY, Paul G. Market Microstructure and Market Efficiency. 28 *J. Corp. L.* 541 (2003), p. 547.

⁶⁰⁸ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, pp. 224-225.

⁶⁰⁹ KORSMO, Charles R. Mismatch: the misuse of market efficiency in market manipulation class actions. 52 *Wm. & Mary L. Rev.* 1111 2010-2011, p. 1144.

⁶¹⁰ FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, p. 513-514.

⁶¹¹ 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, pp. 416-417.

Assim, compras ou vendas elevadas de ações da Companhia A não deveriam alterar seus preços, porque os investidores não iriam pagar mais ou menos pela ação em razão disso, e procurariam outra ação qualquer, da Companhia B, por exemplo, comparando a expectativa de rendimentos futuros e seu preço de mercado.

Myron Scholes argumenta que, a despeito da extensiva discussão acerca do tema, a elasticidade por um dado valor mobiliário só pode ser apurada de forma empírica. De fato, essa é uma questão essencial para definir certos limites da manipulação. O citado autor apurou em levantamento de negociações feitas nas décadas de 1940 a 1960, na bolsa de valores de Nova Iorque, indícios a demonstrar a hipótese de substituição, e não de pressão sobre os preços⁶¹².

As evidências empíricas, de todo modo, devem ser avaliadas à luz de certas particularidades: Steve Thel observa que a maioria dos negócios realizados em bolsa de valores é feita por pessoas que não querem alterar os preços, ao contrário do que ocorre quando há a intenção de manipular o mercado. Desse modo, considerações de ordem geral sobre a ausência de efeitos de determinadas negociações nos preços não podem ser extrapoladas para casos específicos em que há a intenção de manipular⁶¹³.

Os negociadores que não querem afetar preços vão organizar seus negócios com essa finalidade. O simples fato de que negócios organizados com esse objetivo não afetam preços não permitiria concluir que nenhum negócio seria capaz de mover os preços, sobretudo quando há a possibilidade de manipuladores estruturarem seus negócios justamente com esse fim⁶¹⁴.

Ademais, a demanda por valores mobiliários nem sempre é tão elástica quanto teoricamente possível, e o impacto das negociações sobre o preço não está limitado às informações que tais negociações transmitem.

Em algumas hipóteses, a lógica chega a se inverter completamente, e a demanda por determinados valores mobiliários transforma-se, de modo que mudanças na oferta podem afetar radicalmente os preços, como nos casos em que há disputa pelo controle de determinada companhia ou quando um investidor precisa devolver títulos que tomou

⁶¹² SCHOLES, Myron S. The Market Securities: Substitution Versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices. 45 *J. Bus.* 179 (1972), p. 179 e 204.

⁶¹³ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, p. 222.

⁶¹⁴ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, pp. 237-238.

emprestados, para citar os exemplos de Steve Thel⁶¹⁵. Outros fatores podem reduzir a elasticidade e aumentar os efeitos de negociações sobre os preços.

Outra perspectiva interessante para o estudo do preço das ações consiste na forma pela qual os investidores avaliam os valores mobiliários, e que pode ser dividida entre análise fundamentalista (visando essencialmente aos retornos de longo prazo, com base nos fundamentos da empresa) e análise gráfica.

A análise gráfica é objeto de comentários céticos. Essa prática é mencionada de forma irônica como “interessante” por Thel, citando o caso de quem compra quando os preços estão em alta a partir da suposição de que irão continuar subindo⁶¹⁶.

A adoção desse mecanismo, e a conseqüente possibilidade de comprar um ativo quando o preço está subindo e vender quando está caindo já foi considerada incomum por outros. Poser menciona que seriam justamente os investidores que negociam com base em tendências que viabilizariam o sucesso de manipuladores⁶¹⁷.

Estudos empíricos demonstram que o impacto dessas técnicas pode ser maior que o imaginado e que relatórios de analistas, supostamente focados nos fundamentos econômicos das empresas – exemplo típico de análise fundamentalista – seriam, na verdade, inspirados pelos preços pretéritos, matéria prima da análise gráfica⁶¹⁸. Ora, se assim é, o efeito de algumas negociações sobre as demais e dos preços passados sobre os futuros pode ser maior do que se imagina.

A manipulação por negociação tem forte influência sobre quem utiliza a análise gráfica quando modifica os preços para além de algum dos patamares de suporte e resistência⁶¹⁹. Segundo a análise gráfica, os preços oscilam entre um piso (suporte) e um teto (resistência) e uma vez ultrapassado o teto, esse passa a ser o novo piso (ou, ultrapassado o piso, esse passaria a ser o novo teto). Desse modo, um manipulador, fazendo ultrapassar algum desses limites, poderia – se houver muitos investidores seguindo tais métodos – alterar de forma duradoura os preços.

Portanto, o reconhecimento do uso de tal análise é essencial na avaliação da

⁶¹⁵ 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, pp. 432-433.

⁶¹⁶ 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. 371.

⁶¹⁷ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 **U. Miami L. Rev.** 671 1985-1986, p. 696.

⁶¹⁸ Cf. 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, pp. 151-152.

⁶¹⁹ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 **Cornell L. Rev.** 219 1993-1994, pp. 266-267.

possibilidade de êxito de determinadas modalidades de manipulação.

A principal conclusão que se pode extrair é a de que não cabe adotar, *a priori*, nem a posição extremada de que qualquer negociação influencia o preço dos valores mobiliários (e portanto considerar que qualquer negociação reputada “artificial” afetaria o funcionamento do mercado), nem tampouco de que somente as informações podem ter tal efeito (repudiando a possibilidade de influência nos preços por força de impacto sobre a liquidez), sendo necessário analisar as configurações do mercado de cada valor mobiliário em concreto.

4.3.4 Negociações como fonte de informação

De todo modo, na hipótese em que a demanda pelos valores mobiliários seja completamente ou quase completamente elástica seriam menos meras mudanças de oferta e demanda sobre determinado valor mobiliário, e mais as informações a respeito desse valor, que influenciariam seu preço. Dessa forma, a transação poderia ser relevante na medida em que transmitisse uma informação⁶²⁰.

Portanto, se novas informações mudam os preços pelas negociações que motivam, essas também podem influenciar preços pelas informações transmitidas.

Nesse caso, o efeito de negociações sobre o preço decorreria da leitura que o mercado faria a partir de tais negociações e não de seu eventual impacto sobre a liquidez.

A hipótese de manipulação por meio da divulgação de negócios ditos fictícios não está restrita aos mercados de capitais. Um exemplo de sua realização foi a divulgação de vendas não ocorridas pela famosa casa de leilões Christie's, o que teria sido feito, alegadamente, para ajudar o suposto vendedor das obras e manter a estabilidade no mercado de arte⁶²¹.

Os mecanismos de divulgação de informações impostos pela regulamentação com relação a determinadas negociações fortalecem o seu potencial de influência sobre o preço. É o que ocorre nas negociações realizadas por administradores das companhias abertas,

⁶²⁰ FISCHER, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, p. 515.

⁶²¹ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 *U. Miami L. Rev.* 671 1985-1986, p. 695.

que devem ser divulgadas ao mercado, de forma consolidada, mensalmente, conforme determina o art. 11, §5⁶²² da ICVM n° 358.

Os investidores podem considerar que tanto as compras quanto as vendas dos administradores revelam informações a respeito do *status* da companhia, acerca da qual eles têm maior conhecimento que o mercado, e definir suas próprias negociações com base nisso. O mesmo se verifica em relação às negociações de participações relevantes, divulgadas nos termos do art. 12⁶²³ da citada Instrução. Ao tomar conhecimento de tais negociações, os investidores podem mudar sua percepção; verificando, exemplificativamente, que diversos investidores institucionais reduziram suas participações em determinada empresa, um outro investidor pode, por isso, considerar que o valor daquela empresa é menor, seja pela mera redução do interesse daqueles investidores, seja porque tal diminuição de interesse pode ser interpretada como o sinal de uma visão pessimista sobre o fluxo de caixa esperado.

Por outro lado, o aumento da participação acionária de determinado grupo de acionistas em uma dada sociedade poderia influenciar as cotações das suas ações, em razão da perspectiva do mercado com relação aos efeitos de seu impacto sobre a administração (acionistas considerados hábeis investidores podem gerar uma expectativa positiva, enquanto a tomada do controle por pessoas envolvidas em escândalos podem prejudicar as perspectivas da empresa) ou por ser considerado indício de uma futura operação societária, por exemplo.

Cabe notar que compras seriam mais aptas a criar a impressão de negociação informada que vendas, porque (i) enquanto a decisão de vender, prontamente, um valor mobiliário pode decorrer de necessidades de caixa imediatas, as compras raramente ocorrem por conta de uma necessidade imediata de comprar determinado valor mobiliário; (ii) restrições a *short sales* existentes em alguns países dificultam a venda por pessoas

⁶²² “Art. 11. Os diretores, os membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária ficam obrigados a informar à companhia a titularidade e as negociações realizadas com valores mobiliários emitidos pela própria companhia, por suas controladoras ou controladas, nestes dois últimos casos, desde que se trate de companhias abertas.

(...)

“§ 5° A companhia deverá enviar à CVM e, se for o caso, às bolsas de valores ou às entidades do mercado de balcão organizado em que as ações da companhia sejam admitidas à negociação as informações referidas no **caput** e nos §§ 1o a 3o com relação aos valores mobiliários negociados:

“I – por ela própria, suas controladas e coligadas; e

“II – pelas demais pessoas referidas neste artigo.”

⁶²³ “Art. 12. Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, e os acionistas que elegerem membros do conselho de administração ou do conselho fiscal, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, que realizarem negociações relevantes deverão enviar à companhia as seguintes informações: (...)”

informadas, o que leva à presunção de ser mais provável haver pessoas informadas comprando do que vendendo; (iii) investidores podem ser impacientes para realizar lucros, vendendo ações unicamente em razão de sua valorização e não em razão de qualquer informação em particular e (iv) compras significativas podem indicar a iminente realização de oferta de aquisição ou outra operação societária.⁶²⁴

E mesmo que se imagine uma hipótese em que haja a necessidade de rápido investimento em valores mobiliários (por exemplo por parte do gestor de um fundo de investimento que deve, para mantê-lo enquadrado, comprar ações), ainda haverá informação transmitida pela escolha de um determinado valor mobiliário, e não de outro qualquer. Reforça isso a evidência de que compras tendem a ter efeitos mais duradouros sobre os preços⁶²⁵.

Dentre diversas negociações é razoável supor que as maiores contém mais informação que as menores, sendo mais provável tratarem-se de negociações motivadas por informação – tendo em vista a existência de custos substanciais para obter informação valiosa – do que meros ajustes de portfólio⁶²⁶.

Em certo sentido, cada oferta contém informação sobre a demanda de determinado título. Por esse motivo, considerando que a legislação de valores mobiliários tem por norte regras relativas à divulgação de informações, tais regras precisariam abranger as informações relativas às ofertas de valores mobiliários, em razão das informações nelas contidas⁶²⁷.

A jurisprudência norte-americana já reputou equivalentes tanto a falsidade existente em rumores quanto aquela presente em atos⁶²⁸, elemento importante a ser considerado ao avaliar as informações que as negociações podem disseminar, sobretudo em vista, como será examinado adiante, da possibilidade de escolha entre diferentes formas de negociação.

Admitindo que a negociação divulgue informação, as informações falsas sobre negociações são também informações falsas com potencial impacto sobre os preços.

⁶²⁴ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, pp. 242-243.

⁶²⁵ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, p. 242.

⁶²⁶ SCHOLES, Myron S. The Market Securities: Substitution Versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices. 45 *J. Bus.* 179 (1972), p. 183.

⁶²⁷ 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. 399.

⁶²⁸ “Schreiber v. Burlington Northern, Inc., 472 U.S. 1, 7 n.4 (1985) (“I can see no substantial distinction between false rumors and false and fictitious acts.” (quoting Lord Lopes in *Scott v. Brown, Doering, McNab & Co.*, [1892] 2 Q.B. 724, 730 (C.A.)))” (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. 399).

De forma mais complicada, mesmo relatórios verdadeiros sobre compras podem transmitir impressões equivocadas, tanto a respeito do mercado existente para determinados valores mobiliários (quando, por exemplo, múltiplas negociações sem mudança de beneficiário final podem transmitir a impressão de um mercado mais profundo que o real), quanto a respeito das informações que os investidores possuem⁶²⁹. Logo, informações equivocadas sobre negociações podem ser veículos para atuações abusivas no mercado.

Negociações, podem, enfim, transmitir informações, de modo que não podem ser descartadas como potenciais meios para a transmissão de informações falsas.

4.3.5 O processo de mudança de preços

Convém detalhar, ainda, como a nova informação atua no processo de formação de preços. Com efeito, a informação, por si só, não afeta o preço (entendido como valor pelo qual uma negociação foi feita), ela primeiro afeta as decisões dos investidores, e essas decisões seus comportamentos, que se refletem em negociações com as ações e acabam, enfim, por influenciar os preços praticados⁶³⁰.

Há quem diga que preços podem mudar sem que ninguém negocie, dependendo, contudo, de uma mudança nos preços pelos quais os investidores estariam dispostos a negociar⁶³¹. Por outro lado, prepondera a ideia de que preços são gerados por negociações⁶³², incompatível com a visão anterior.

A aparente contradição se resolve pela distinção entre negócio e oferta e pela conceituação de quando o preço é fixado.

Caso se entenda por preço o valor efetivamente pago a informação não o altera, mas tão somente a negociação efetiva, por atores influenciados pela nova informação.

Se o preço inclui a oferta (ou seja, o preço pelo qual alguém está disposto a negociar), basta um agente colocar uma ordem para que haja um novo preço. Essa última

⁶²⁹ 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, pp. 402-403.

⁶³⁰ 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, pp. 415-416.

⁶³¹ Cf. 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. 416, mencionando a negociação como causa essencial da mudança de preço, mas ressaltando a possibilidade de alteração sem negociação.

⁶³² MAHONEY, Paul G. Market Microstructure and Market Efficiency. 28 **J. Corp. L.** 541 (2003), p. 546.

parece ser a hipótese adotada por Mahoney, quando afirma que antes mesmo da execução de uma operação, quando há apenas a ordem de compra ou venda lançada, a possibilidade de que tal ordem seja motivada por informação a respeito do valor do ativo poderá ser considerada pela contraparte que, com base nisso, pode ajustar o preço pelo qual está disposta a negociar.

Os exemplos que ele fornece, mesmo fora do ambiente bursátil, são bastante ilustrativos: quem coloca uma casa à venda por determinado preço e recebe rapidamente diversas ofertas de compra pode inferir que o preço proposto está muito baixo, assim como quem recebe na rua uma oferta de venda de um relógio Rolex “legítimo”, por um vendedor apressado em concluir o negócio pode, com base nisso, suspeitar tratar-se de uma falsificação⁶³³.

Por fim, apenas na hipótese de entender-se preço como o valor que, no íntimo, um investidor atribui ao valor mobiliário, a informação poderia mudá-lo sem que houvesse ordem, oferta ou negociação.

4.3.6 Tempo de ajuste de preços e momentos da manipulação

É preciso considerar, ainda, que os ajustes de preços mencionados acima não ocorrem de forma automática, seja porque demoram para chegar ao novo patamar, seja porque continuam se movendo na mesma direção quando já não há notícias que justifiquem tal movimento, o que se denomina de *momentum*. O dito *momentum* pode adotar duas formas: a primeira é a de um lento ajuste a novos dados, como, por exemplo, informações financeiras, de modo que há um lapso temporal entre a divulgação da informação e sua integral incorporação aos preços. A segunda forma é uma reação excessiva, que leva o preço a um patamar muito elevado ou reduzido (a chamada “*overreaction hypothesis*”, ou feedback positivo, empregado quando se descrevem bolhas), posteriormente revertida para um valor mais próximo ao que seria adequado⁶³⁴.

O *momentum* decorreria de alguns vieses comportamentais, notadamente *self-attribution bias*: os investidores dariam valor excessivo a notícias que confirmassem suas

⁶³³ MAHONEY, Paul G. Market Microstructure and Market Efficiency. 28 *J. Corp. L.* 541 (2003), pp. 548-549.

⁶³⁴ 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. 142.

convicções e negociariam de forma agressiva. Por outro lado, dariam pouca ou nenhuma importância às notícias que os provassem errados. Por conta desse processo, a confiança excessiva inicial tenderia a ser seguida por uma confiança ainda maior, estimulada pela avaliação diferenciada das notícias⁶³⁵.

Uma das consequências das diferenças temporais nos ajustes dos preços é a dificuldade de identificar com precisão a causa de uma ou outra oscilação, bem como o preciso efeito de uma negociação ou de determinada informação sobre os preços. Isso recomenda cuidado quando se procura aplicar a casos concretos as considerações teóricas acerca do funcionamento da formação dos preços dos valores mobiliários.

Sob outra perspectiva, o tempo pode ser o fator determinante para motivar determinadas práticas abusivas.

Nesse contexto, outro aspecto a ser considerado na regulação são os períodos em que há maiores riscos, que podem tanto ser os horários de negociações contínuas, em mercados nos quais há leilões periódicos, quanto os momentos anteriores à liquidação dos leilões⁶³⁶. O uso disseminado dos preços de fechamento como *benchmark*, por exemplo, potencializa os efeitos de eventual manipulação⁶³⁷.

Há estudos apontando para uma concentração de práticas abusivas ao final de cada mês e de cada trimestre (sugerindo que administradores de fundo seriam responsáveis por uma fração significativa de tais práticas)⁶³⁸, o que torna recomendável a concentração de esforços fiscalizatórios em tais períodos, bem como revela ser conveniente adotar regras específicas destinadas a abordar esse tipo de conduta.

Em outro extremo, negociações em alta velocidade remetem a novos conceitos de tempo, trazendo à tona o debate sobre a inovação tecnológica nos mercados, abordada brevemente a seguir.

⁶³⁵ 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, pp. 29-30.

⁶³⁶ DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. 6 *NTU L. Rev.* 55 2011, pp. 78-79.

⁶³⁷ COMERTON-FORDE, Carole; PUTNIŅŠ, Tālis J. 2009. **Measuring Closing Price Manipulation**. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=1009001>, acesso em 19 jan. 2016, p. 31.

⁶³⁸ DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. 6 *NTU L. Rev.* 55 2011, p. 79.

4.3.7 Tempo e tecnologia

Os efeitos da inovação tecnológica não podem ser ignorados no âmbito abusos no mercado de capitais. Tal inovação facilita a manipulação, ao reduzir os custos das negociações nos mercados de valores mobiliários e da difusão de informações, além de permitir a comunicação de formas anônimas, ou quase anônimas⁶³⁹.

Nos Estados Unidos, a legislação recente restringiu os poderes da SEC para regular determinadas operações por via eletrônica: o JOBS Act conferiu aos pequenos empreendimentos maior liberdade na captação de recursos e contou com oposição do regulador de valores mobiliários e entidades de defesa dos consumidores⁶⁴⁰.

Não se pode, tampouco, menosprezar o risco de submeter novas práticas a antigas restrições, limitando desse modo o potencial revolucionário da inovação, com o fim de coibir abusos que, sob a nova realidade, não necessariamente irão se repetir como antigamente.

Nesse quadro, é relevante determinar se, e em que medida, as regras tradicionais servem para regular novos fenômenos. Há quem entenda que aplicar regras antigas a novos crimes não será suficiente no longo prazo, a despeito de reguladores normalmente alegarem o contrário⁶⁴¹.

Um exemplo pitoresco dessa atitude dos reguladores é a afirmação atribuída à SEC de que a mesma regra se aplicaria à fraude praticada utilizando pombos-correio e àquela que se utiliza da *internet*⁶⁴².

Por outro lado, ainda que seja possível a inovação tecnológica levar o mercado a um novo patamar, para o qual a compreensão original de mercado seria insuficiente⁶⁴³, esse ainda não parece ser o caso.

Nem toda evolução demanda novas regras, mas tal verificação deve ser feita tendo por base uma adequada compreensão de cada inovação. As negociações em alta frequência trazem novos elementos que desafiam os paradigmas tradicionais que visam a punir os

⁶³⁹ 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, p. 121.

⁶⁴⁰ 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, p. 145.

⁶⁴¹ TOROSS, Nancy. Double-Click on This: Keeping Pace with On-Line Market Manipulation, 32 **Loy. L.A. L. Rev.** 1399 (1999), p. 1445.

⁶⁴² TOROSS, Nancy. Double-Click on This: Keeping Pace with On-Line Market Manipulation, 32 **Loy. L.A. L. Rev.** 1399 (1999), p. 1438.

⁶⁴³ DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. 6 **NTU L. Rev.** 55 2011, p. 83.

abusos (os quais, de resto, estão longe de constituir um exemplo de clareza e precisão, mesmo quando se levam em consideração apenas práticas tradicionais).

Em alguns casos, como a divulgação de informações sem base real pela *internet*, parece haver uma nova tecnologia que facilita um comportamento irregular, mas sem uma alteração em sua essência, ainda que potencializando o êxito do manipulador, como aconteceu com o jovem Lebed que, postando mensagens no *website* Yahoo Finance, teria manipulado ações e lucrado 800 mil dólares⁶⁴⁴. Por um lado, redes sociais permitem a um número muito maior de pessoas compartilhar suas opiniões com a sociedade, por outro lado, a difusão e o impacto dessas manifestações são diluídos, mas a irregularidade continua sendo o discurso enganador.

A inovação suscita novas questões, como por exemplo se um “like” pode ser equiparado a uma recomendação de investimento, se sujeitando às regras específicas aplicáveis a tais recomendações: a SEC, por exemplo, já declarou que tal procedimento pode caracterizar propaganda, sujeita às regras específicas sobre o tema⁶⁴⁵.

Nessa conjuntura, há quem afirme que a negociação com algoritmos desafia até mesmo a moldura tradicional para alocação de responsabilidade por ilícitos⁶⁴⁶.

Examinando de forma mais detalhada o tema, convém observar que negociações em alta velocidade trazem duas novidades aparentemente contraditórias: em primeiro lugar, há mais informações a respeito de suas negociações, porque os algoritmos fornecem evidência formal acerca das causas e ordens de negociação. Por outro lado, porém, como tais informações correspondem a um grande número de operações, e esse grande número de operações gera um volume enorme de informações, passa a ser mais difícil processar e compreender todos os dados⁶⁴⁷.

Um exemplo do problema envolvendo a interpretação de dados é o conhecido episódio do Flash Crash. Um relatório conjunto da SEC e da CFTC, de setembro de 2010, identificou o problema em uma ordem para a venda de 75 mil E-mini contratos de futuros, originada de um fundo de investimento no Kansas. Em abril de 2015, a CFTC ofereceu

⁶⁴⁴ AGGARWAL, Rajesh K.; WU, Guojun. Stock Market Manipulations. **The Journal of Business**, Vol. 79, No. 4 (July 2006), p. 1918.

⁶⁴⁵ 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, p. 133.

⁶⁴⁶ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). **Virginia Law Review**, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, p. 56.

⁶⁴⁷ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). **Virginia Law Review**, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, p. 46.

outra explicação, identificando como responsável um algoritmo de *spoofing* utilizado por Sarao⁶⁴⁸.

Uma das particularidades que se afirma existir nas negociações de alta frequência é que algum nível de erro seria intrínseco aos algoritmos nelas empregados. Seria questionável a aplicabilidade de padrões usuais de negligência para definir responsabilidades e a possibilidade da prevenção integral de irregularidades. Uma hipótese de erro ocorreu em 2012 com o Goldman Sachs que, por equívoco, comprou 800 mil contratos de opção em 17 minutos, afetando múltiplas bolsas. Outros investidores, supostamente cientes de que havia um erro, continuaram negociando com o Goldman, mas ao final as bolsas de valores concordaram em desfazer as operações⁶⁴⁹.

Outro problema que não é específico das negociação de alta frequência, mas que se mostra mais relevante nesse cenário, é o potencial de grandes impactos de eventuais falhas, que podem fazer com que a imposição, aos responsáveis, de sanções e obrigações de indenizar seja ineficaz, pela sua incapacidade de reparar os danos causados rapidamente a diversas pessoas e em múltiplos mercados⁶⁵⁰.

O primeiro caso da SEC envolvendo negociações em alta frequência foi concluído em 2014, abrangendo atos ocorridos 5 anos antes e, embora tal demora possa ser atribuída ao fato de que tal categoria de irregularidade não constituiria prioridade para o regulador norte-americano, especialmente após a crise de 2008, devem ser considerados os desafios mais complexos envolvendo essa inovação e seus efeitos⁶⁵¹.

No contexto de medidas específicas, a redução da velocidade de negociação em momentos críticos, como quando são divulgadas informações, é uma das medidas sugeridas pela doutrina para prevenir a desestabilização dos mercados. Ajustes de velocidade constituem uma proposta de intervenção para enfrentar situações particularmente voláteis nos mercados. A proposta de reduzir a velocidade evidentemente levantaria questionamentos, como observa sua idealizadora Yesha Yadav, além de ser

⁶⁴⁸ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). *Virginia Law Review*, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, pp. 46-47.

⁶⁴⁹ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). *Virginia Law Review*, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, pp. 3845.

⁶⁵⁰ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). *Virginia Law Review*, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, pp. 43-44.

⁶⁵¹ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). *Virginia Law Review*, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, p. 48.

contrária à tradição do mercado⁶⁵². Apesar disso, é uma medida a ser considerada pelos reguladores para situações específicas.

Por outro lado, a velocidade deveria ser considerada como parâmetro para avaliar o desempenho dos investidores, porque se aqueles que negociam em alta velocidade consistentemente obtêm resultados melhores que os demais, especial atenção deveria ser dedicada para apurar a eventual ocorrência de manipulação por negociação⁶⁵³, bem como de *front-running*⁶⁵⁴.

Gregory Scopino sugere que a Regulamentação 166.3, adotada pela CFTC em 1978, seria adequada para a disciplina de negociações em alta frequência. Dispõe a referida regra, como transcrita pelo citado autor, acerca da imposição de um dever geral de supervisão da atuação de representantes, empregados e prepostos⁶⁵⁵.

O cerne do argumento, nesse caso, é que a citada regra imporá um dever de cuidado com relação às negociações automáticas, embora seja reconhecida sua natureza muito ampla, sobretudo quando se trata de aplicá-la a sistemas de negociação que sequer existiam quando de sua edição e que certamente não eram o objeto precípuo a ser regulado⁶⁵⁶.

No Brasil, a ICVM nº 505, ao regulamentar operações em mercados organizados, contempla negociações por conexões automatizadas, determinando a adoção de regulamento pela entidade administradora do mercado e a supervisão pelo departamento de autorregulação, como explorado acima. O Roteiro Básico do Programa de Qualificação Operacional da B3, por sua vez, dispõe sobre a observância de parâmetros mínimos por Clientes de Alta Frequência⁶⁵⁷.

⁶⁵² YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). *Virginia Law Review*, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, pp. 55-56.

⁶⁵³ DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. 6 *NTU L. Rev.* 55 2011, p. 65.

⁶⁵⁴ Cf. LEWIS, Michael. *Flash Boys*. New York: Norton, 2015.

⁶⁵⁵ 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. 275.

⁶⁵⁶ 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), pp. 290-292.

⁶⁵⁷ “Item 97. O Participante deve implantar, manter e monitorar os parâmetros mínimos definidos pela BM&FBOVESPA nas ferramentas de gestão de risco de pré-negociação utilizadas para controle do risco decorrente das operações realizadas por seus Clientes usuários do modelo DMA e por seus Clientes de Alta Frequência, independentemente da forma de acesso adotada.”

Clientes de Alta Frequência são definidos como “Clientes classificados pela BM&FBOVESPA com base nos seguintes parâmetros e informações: (i) número de mensagens e intervalo de tempo entre as mensagens transmitidas pelo Cliente ao Sistema Eletrônico de Negociação; (ii) número de negócios e intervalo de tempo entre os negócios fechados pelo Cliente; e (iii) outros, a critério da BM&FBOVESPA.”

Embora existam atualmente essas e outras regras tratando do tema, elas admitem grande desenvolvimento, e os impactos das inovações nas práticas de mercado merecem estudos específicos, que extrapolam os limites do presente trabalho.

4.4 Viabilidade e limites da manipulação por negociação

De todos os aspectos dos abusos, um dos que mais suscita controvérsia é a possibilidade de manipulação por meio apenas de negociação e a necessidade e conveniência de sua proibição.

Alguns doutrinadores chegam a negar ser possível essa modalidade de manipulação, embora venha sendo reprimida na Inglaterra, pelo menos desde o século XIX e, nos Estados Unidos, desde o início do século XX⁶⁵⁸ (a mera negociação com o fim de influenciar preços não era considerada ilegal nos Estado Unidos até a edição do *Securities and Exchange Act*, de modo que não surpreende a ausência de processos antes dessa data⁶⁵⁹).

As críticas ao potencial abuso por negociação, porém, adotam algumas premissas que não são aplicáveis a todos os negócios. De fato, sob premissas teóricas de mercados eficientes e perfeitos é fácil afastar a viabilidade de determinadas formas de manipulação que, na realidade, são frequentes.

Inicialmente convém fixar o conceito de manipulação baseada em negociação, malgrado até certo ponto autoexplicativo, que corresponde àquela situação em que os atos do pretense manipulador limitam-se a negociações em mercado, sem praticar outros atos ou divulgar informações, ou seja, o manipulador simplesmente compra e vende⁶⁶⁰.

Outras formas de manipulação envolvem a realização de negociações em mercado, mas em conjunto com outros atos, como a divulgação de informações, que aqui não se encontram presentes.

⁶⁵⁸ NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 *Val. U. L. Rev.* 1169 (2008), p. 1169.

⁶⁵⁹ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 *U. Miami L. Rev.* 671 1985-1986, p. 699.

⁶⁶⁰ ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Stock-Price Manipulation. *The Review of Financial Studies*, Vol. 5, No. 3 (1992), p. 505.

De forma semelhante, mas restritiva, Matthijs Nelemans conceitua manipulação baseada em negociação como aquela em que as negociações de ações são feitas especificamente para causar uma mudança de preço⁶⁶¹.

A distinção aparentemente superficial entre esse conceito e o anterior representa um dos pontos fulcrais de qualquer política pública relativa à manipulação de mercado, porque perquire acerca da intenção do negociador e acerca de haver dolo (e, embora não abordado nos conceitos anteriores, exclusivo ou não) de afetar os preços.

Conquanto não sejam poucas as dificuldades no que diz respeito à manipulação por meio de negociação, o ponto central da problemática parece bem resumido por Norman Poser, que destaca que as acusações nesses casos dizem respeito à realização de operações lícitas (compras e vendas) com o objetivo igualmente lícito de auferir lucro⁶⁶².

Daí a observação de David Donald, detalhando esse problema, no sentido de que enquanto outras formas de manipulação envolvem atos que não possuem lugares específicos e adequados para suas práticas, o mesmo não ocorre com relação à manipulação baseada em negociação⁶⁶³. Com efeito, ao negociar em bolsa o eventual manipulador está praticando atos em princípio legítimos. O desvio dos “limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes”⁶⁶⁴ torna tais atos ilegais. O desafio consiste, justamente, em definir a localização desses limites.

O caso contra a proibição de manipulação por negociação tem por seu primeiro argumento a suposta simetria dos efeitos das negociações (a “fearful symmetry”, na expressão que Andrew Verstein⁶⁶⁵ compartilha com Blake) que, teoricamente, impediria que alguém que comprasse ações, de modo a elevar seu preço, ganhasse posteriormente vendendo as mesmas ações, porque o efeito dessas vendas seria reduzir os preços na mesma proporção da elevação provocada pelas compras. Esse mecanismo é chamado também de *unraveling problem*⁶⁶⁶.

⁶⁶¹ NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 **Val. U. L. Rev.** 1169 (2008), p. 1169.

⁶⁶² POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 **U. Miami L. Rev.** 671 1985-1986, p. 729.

⁶⁶³ DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. 6 **NTU L. Rev.** 55 2011, pp. 61-62.

⁶⁶⁴ A referência é ao art. 187 do Código Civil: “Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.”

⁶⁶⁵ “Unless the manipulator can escape this fearful symmetry, her scheme will not allow her to profit from her artificial price.” (Verstein, Andrew. *Benchmark Manipulation*. 56 **B.C. L. Rev.** 215 2015, p. 220).

⁶⁶⁶ AGGARWAL, Rajesh K.; WU, Guojun. Stock Market Manipulations. **The Journal of Business**, Vol. 79, No. 4 (July 2006), p. 1916.

Guolin Jiang, Paul G. Mahoney e Jianping Mei apresentam algumas explicações para justificar a possibilidade de haver manipulação por negociação, sem embargo da mencionada simetria, incluindo explicações relacionadas a premissas acerca da irracionalidade dos investidores, *momentum*, ou outras razões pelas quais não se aplicaria a hipótese dos mercados de capitais eficientes⁶⁶⁷.

O primeiro contra-argumento recorre à economia comportamental e ao viés da aversão à perda: a aversão à perda dos demais investidores permitiria ao manipulador vender as ações com lucros, após as ter comprado elevando seu preço, porque nessa segunda etapa os investidores que compraram ações durante a fase de alta seriam relutantes em realizar suas perdas na fase de desvalorização⁶⁶⁸.

Resultado semelhante seria possível em uma *bear raid*, graças aos vieses comportamentais dos investidores, notadamente devido ao chamado efeito *dispositional* (relutância em realizar perdas), que faria com que os preços se ajustassem de forma mais rápida em um sentido do que em outro, afastando a simetria que teoricamente haveria em um mercado eficiente. Nesse exemplo, o suposto manipulador tomaria ações emprestadas e as venderia, reduzindo os preços; depois as recompraria por preços inferiores, para fazer frente aos empréstimos⁶⁶⁹.

Outra explicação para a viabilidade da manipulação por negociação, não obstante os supostos efeitos simétricos, seria a forma de negociação: Thel menciona que a manipulação via compra e venda seria possível concentrando as negociações feitas em um sentido e dispersando aquelas feitas no sentido inverso⁶⁷⁰. Nessa conjuntura, o papel das negociações como transmissoras de informações é essencial e a estruturação pode servir justamente para transmitir uma ou outra informação.

Existe outro motivo pelo qual não se deveria esperar absoluta simetria, que consiste no fato de que vendas de valores mobiliários podem ser realizadas por necessidade de liquidez. Isso não se aplicaria às compras, o que faz com que as últimas sejam mais relevantes do ponto de vista informacional que as primeiras. O resultado teórico é que um

⁶⁶⁷ 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, p. 2.

⁶⁶⁸ 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, pp. 26-27.

⁶⁶⁹ 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, p. 27.

⁶⁷⁰ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, p. 264.

manipulador poderia comprar ações, elevando seu preço e depois as vender sem que essas vendas produzam o mesmo impacto (em sentido inverso) sobre o mesmo preço⁶⁷¹.

Tal consideração, porém, não afasta a necessidade de especial cautela na regulação desse tipo de manipulação, porque se fosse tão simples tal procedimento manipulações assim seriam frequentes e, como resultado, os preços em geral experimentaríamos elevações constantes.

Diante de tantas explicações para a possibilidade, ao menos teórica, de manipulação por meio de negociação é natural identificar manifestações defendendo a necessidade de coibir esse tipo de prática⁶⁷².

Nesse cenário, identifica-se em alguns levantamentos a presença expressiva de manipulação por meio de negociação (por exemplo, em uma amostra de 142 casos da SEC entre 1990 e 2001 cerca de metade incluíam alguma forma de manipulação por negociação⁶⁷³; no próximo item serão examinados alguns precedentes brasileiros sobre o tema).

A mera negociação, porém, não parece ter sido considerada suficiente para caracterizar a violação à Seção 9 da lei de valores mobiliários norte-americana. Segundo Norman Poser algum elemento adicional vem sendo exigido pelos Tribunais, seja um acordo secreto com outros titulares de valores mobiliários, seja o envolvimento na distribuição do valor mobiliário⁶⁷⁴.

Outro desafio, no que diz respeito à manipulação por negociação, diz respeito à verificação e prova de sua ocorrência, tendo em vista que ela decorre de atos que compõem, ao menos isoladamente, práticas regulares e legais nos mercados de valores mobiliários. Por esse ângulo, sustenta-se que os únicos indícios de manipulação a emergir na observação das negociações, em geral, seriam volume excessivo e *momentum*⁶⁷⁵.

A questão do volume é mencionada, por outros autores, como elemento relevante, mas não determinante, para a apuração de abusos⁶⁷⁶. O problema da prova é importante,

⁶⁷¹ ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Stock Price Manipulation, Market Microstructure, and Asymmetric Information. **European Economic Review**, 1995, 36, p. 625.

⁶⁷² DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. 6 **NTU L. Rev.** 55 2011, p. 67.

⁶⁷³ NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 **Val. U. L. Rev.** 1169 (2008), p. 1170.

⁶⁷⁴ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 **U. Miami L. Rev.** 671 1985-1986, p. 705.

⁶⁷⁵ 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, p. 31.

⁶⁷⁶ JACOBS, Arnold S. Regulation of manipulation by SEC Rule 10b-5. 18 **N. Y. L. F.** 511 1972-1973, p.

mas não deve ser o critério central para definir se a conduta deve ser reprimida. De todo modo, essa questão será examinada separadamente – com foco na questão da intenção – no próximo capítulo.

Em suma, embora em algumas situações ideais a manipulação por negociação possa ser inviável, fatores diversos a tornam factível na prática. Desse modo, não se pode deixar de lado a regulação da questão tendo por base apenas a hipótese de simetria dos efeitos das negociações sobre os preços.

Se, ao considerar a existência de negociações e a obtenção de lucro como caracterizadores da manipulação por negociação já se tem desafios suficientes, é preciso avaliar, ainda, que a obtenção desse lucro não necessariamente ocorrerá no mesmo mercado e por meio de transações análogas àquelas que interferiram com os preços. David Donald relaciona algumas hipóteses nesse sentido, incluindo o ganho em contratos que tenham por referência o preço dos valores mobiliários, o favorecimento de terceiros em prol de relacionamentos de longo prazo, a alteração do valor de *portfolios* de fundos em datas relevantes para a apuração de resultados e, ainda, operações envolvendo relações de trocas entre ações de diferentes empresas, tendo por base suas cotações no mercado⁶⁷⁷.

Vale destacar, desde já, que tal concepção de manipulação é razoavelmente abrangente, porque, conforme outras classificações, algumas dessas condutas poderiam ser enquadradas em uma categoria mais específica de manipulação baseada em contrato ou em *benchmark*.

Embora negociações tenham o potencial de transmitir informações, no lugar de simplesmente procurar enquadrá-las em outros conceitos, o ideal seria vedar condutas condenáveis sem coibir, também, condutas legítimas, nem adentrar na intenção de quem negocia.

O tema voltará a ser abordado adiante, quando for explorada a nova tipologia proposta. Por enquanto, convém analisar alguns precedentes da CVM.

531.

⁶⁷⁷ DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. 6 *NTU L. Rev.* 55 2011, pp. 66-67.

4.4.1 Os casos Sanepar, Marambaia e Bombril

No Brasil, um exemplo de manipulação baseada em negociação pode ser identificado no Caso Sanepar, como se infere da descrição contida na decisão da CVM:

132. As operações descritas pela Acusação revelam que, entre 27.12.11 e 16.02.12, a Acusada realizou diversas negociações que se subsumem tipicamente a conduta ilícita de manipulação de preços prevista na mencionada Instrução CVM nº 08/79.

133. Cito, como exemplo, as negociações de 27.12.11, que demonstram claramente a intenção da Acusada de alterar artificialmente a formação de preços da ação da Sanepar. Neste dia, entre 12h16min e 12h40min, os fundos adquiriram 4.500 ações (item 75 do Relatório).

134. Após a aquisição dessas ações, a cotação elevou-se de R\$4,60 para R\$ 4,67, e em face dessa rápida valorização, a Acusada vendeu, às 13h51min, 100 ações a R\$4,58 por ação, cotação esta inferior àquela que estava sendo até então negociada, nitidamente com o intuito de jogar o preço para baixo.

135. A Acusada, em seguida, às 14h10min, aproveitando-se da perda de referência de preço pelo mercado, decorrente da venda anteriormente efetuada, que como se viu forçou a baixa do papel, retorna a adquirir 15.300 ações, ao preço de R\$ 4,66 (item 77 do Relatório).

136. Como a cotação novamente se elevou em razão das suas compras, a Acusada vende, às 14h16min, 100 ações pelo valor unitário de R\$ 4,59, preço este inferior ao que ela própria havia negociado com o mercado minutos antes, e de novo com a clara intenção de baixar a cotação.

137. Em sequência à sua atuação, ora comprando, ora vendendo, às 17h05min, a Acusada compra 4.500 ações a R\$ 4,65 por ação e vende, em seguida, às 17h09min, 100 ações a R\$ 4,61 por ação, num movimento aparentemente contraditório, mas que lhe permitia exercer pleno controle sobre a formação de preço das ações (item 79 do Relatório).

138. A Acusada, em continuidade ao seu processo de compras e vendas, e novamente aproveitando-se da formação do preço que havia estabelecido, entre 17h13min e 17h36min, compra de 19.800 ações a R\$ 4,65 por ação (item 80 do Relatório).

139. Como ficou nitidamente demonstrado pelas operações realizadas nesse dia 27 de dezembro, embora a estratégia da Acusada fosse adquirir uma grande quantidade de ações da Sanepar para os fundos por ela administrados, cuja decisão consta das atas das reuniões do Comitê de Investimentos realizadas nos dias 14.12.11 e 10.01.12, a Acusada alienou ações sempre em pequenos lotes, por preços bem abaixo dos então praticados no mercado, com a finalidade exclusiva de reduzir artificialmente a cotação do papel.⁶⁷⁸

Aceitas as premissas da CVM, o caso acima ilustra a possibilidade de influenciar preços por meio, apenas, de negociações no mercado. A questão que merece ser aprofundada é se tal prática realmente é condenável, não apenas perante a regulamentação atual mas, também, tendo em conta potenciais aperfeiçoamentos.

⁶⁷⁸ PAS RJ2012/9808, j. em 18.12.2015 (Caso Sanepar), voto vencedor do Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes.

Já no Caso Marambaia, a CVM concluiu que pequenas compras, feitas a preços superiores às vendas em volumes maiores realizadas posteriormente, não corresponderiam ao comportamento normal de um investidor de mercado e destinar-se-iam a manipular o mercado:

20. O Gráfico 1 deixa claro que os Defendentes compram na alta e vendem na baixa, sendo que as compras são em quantidades módicas e as vendas em quantidades maiores. Este não é o padrão de um investidor comum, que, ao longo de um pregão, procuraria comprar na baixa e vender na alta. A atuação de Marcelo Bastos e da Metynis nestes dias exemplifica e, somada aos demais elementos constantes dos autos, demonstra a intenção de elevar o preço realizando poucas compras a preço elevado, para atrair a atenção de outros investidores e, em seguida, realizar vendas mais volumosas.

(...)

65. No meu entender, a evidência trazida aos autos indica, com a segurança necessária, que os defendentes manipulavam o mercado. Eles efetuavam pequenas compras para elevar os preços acima da cotação que seria determinada naturalmente pelo mercado. Logo em seguida, efetuavam vendas em maior quantidade a preços inferiores às compras, facilitando o desmonte de suas posições.⁶⁷⁹

Nesse caso, porém, além da mera existência de tais negócios, diversos outros fatores foram ponderados pela CVM, a começar pela divulgação tardia de informações relativas às negociações realizadas:

21. A meu ver, três outros pontos reforçam os indícios de que houve manipulação de preços.

22. Primeiro, a Metynis retardou a divulgação à Companhia e ao mercado sobre suas operações de venda de ações de emissão da Marambaia, tal como determina o art. 127 da Instrução CVM nº 358/2002 (fl. 258). Restou comprovado que a Metynis vendeu 5% de sua participação em 12.04.2010, mas só comunicou o fato ao mercado em 13.05.2010.

23. Ora, sendo a Metynis um acionista relevante da Marambaia (44,7% do capital total da Marambaia), tal divulgação, além de formalmente exigida pela norma, era materialmente importante para a percepção dos demais investidores do mercado, especialmente quando lembramos que o Presidente da Metynis era Marcelo Bastos, conselheiro de administração da Marambaia.

24. A não comunicação ao mercado permitiu que Marcelo Bastos e a Metynis vendessem entre 12.04.2010 e 13.05.2010 (quando finalmente a venda de 5% da Metynis foi anunciada) 121.300 ações ao preço médio de R\$ 1,80/ação (fl. 09). No dia seguinte à divulgação, o preço médio caiu 14,5% e continuou caindo nos quatro pregões seguintes para R\$ 1,00/ação. Assim, fica evidente que o atraso na divulgação permitiu que Marcelo Bastos e Metynis obtivessem um preço maior do que o preço que refletisse as informações omitidas.⁶⁸⁰

⁶⁷⁹ Caso Marambaia – PAS CVM nº RJ2013/5194, j. em 19.12.2014. Voto vencedor da Diretora-Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes.

⁶⁸⁰ Caso Marambaia – PAS CVM nº RJ2013/5194, j. em 19.12.2014. Voto vencedor da Diretora-Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes.

Em segundo lugar, a CVM avaliou a participação do acusado em fórum na *internet*, onde suas manifestações teriam a finalidade de inculcar perspectiva positiva para as ações da empresa na qual era conselheiro, ao mesmo tempo em que vendia tal participação:

25. Segundo ponto, Marcelo Bastos participou em fórum na internet que discutia as perspectivas da Marambaia com o nome de usuário “marceloimb”. Embora o usuário “marceloimb” tenha se cadastrado no site ADFVN como Marcel Moraes (fl. 184), não restam dúvidas, pelas provas constantes dos autos, de que Marcel Moraes é Marcelo Impellizieri de Moraes Bastos. Em nenhum momento, aliás, tal afirmação foi refutada pelo Defendente. Pelo contrário, em vários trechos a Defesa confirma que o nome de usuário “marceloimb” é usado por Marcelo Bastos. A própria Defesa escreve (fl. 324):

“passemos a analisar a participação do acusado Marcelo Bastos nas discussões do site ADFVN”

(...)

“o acusado se apresenta com as iniciais de seu nome, informa a sua posição de investidor, e conselheiro na empresa, informa que fala por si e não pela emissora das ações. Aonde está a ilegalidade? O uso da expressão “supostamente” pelo acusador, tenta trazer uma sensação de descoberta por dedução, do fato que na verdade foi deixado completamente evidente pelo Acusado em sua interferência no referido fórum da internet”.

26. A participação de Marcelo no fórum começou em 29.07.2009, um mês e meio depois da transferência das ações de emissão da Marambaia para a Metynis.

27. Ao se apresentar no fórum, Marcelo escreveu (fl. 78):

“Sou Diretor de uma companhia que eh acionista da Marambaia, além de membro do Conselho de Administração da companhia. Não falo pela companhia por que não tenho poderes de representação pelo Estatuto, mas gostaria de comentar aqui no fórum informalmente, se possível esclarecendo duvidas de outros investidores que, como eu, acreditam no trabalho da companhia, respeitados os limites da Instrução CVM 358. Meus comentários são pessoais meus e nem a companhia da qual sou administrador, nem a companhia objeto dos comentários tem qualquer ligação com as opiniões aqui eventualmente manifestadas por mim.

Abraços a todos. (...)”

28. Assim, em sua primeira postagem no fórum (29.07.2009), Marcelo deixou claro que era investidor relevante e conselheiro de administração da Marambaia. A meu ver, estes fatos (ser acionista relevante e conselheiro) já seriam suficientes para atrair a atenção de outros investidores interessados no papel. E, de fato, foi isto que ocorreu. Uma hora depois da postagem, um participante do fórum já perguntou como uma corretora teria vendido uma quantia tão grande de ações já que ação tinha um *free float* de apenas 5% (fl. 78). Uma hora depois da pergunta Marcelo respondeu, informando que o conselho da companhia estava empenhado em atualizar as *“informações, transparência e liquidez dos papeis da Companhia”*.

29. Neste fórum, em 25.08.2009, um participante levantou a possibilidade – já no período em que a Metynis estava vendendo lotes grandes de ações da Marambaia – de que essas vendas deviam ser de algum controlador. Marcelo Bastos respondeu que *“[n]ão faz sentido que seja o controlador. No meio de uma reestruturação”* (fl. 100). Contudo, era ele, através da Metynis quem vendia.

30. Em suas manifestações no fórum de discussão Marcelo sempre tentava passar uma impressão positiva sobre a Companhia, afirmando, por exemplo, que a divulgação das informações contábeis seria concluída e passando informações positivas sobre novos negócios. Isso pode ser observado, por exemplo, no trecho abaixo transcrito, postado em 17.11.2009 (fl. 146):

“A Metynis Participações S.A. comprou participação relevante na empresa, esta trabalhando junto ao controlador para reestrutura-la e trazer novos negócios na área de investimento em energia renovável de cana-de-açúcar. Até o final do ano a companhia deve concluir a atualização de suas demonstrações financeiras, auditoria, informes periódicos e assembleias. Além disso, a companhia já anunciou que esta em negociações com grupo usineiro de cana-de-açúcar e devera informar ao mercado o andamento das negociações. A liquidez do papel vem aumentando, com média diária de negociação no último trimestre muito superior a dos trimestres imediatamente anteriores, o que traz mais segurança na entrada e na saída do investimento em ações da companhia. A companhia vem comunicando todos os passos de sua reestruturação a seus acionistas e ao mercado, através de Comunicados e Fatos Relevantes que podem ser consultados no site da BOVESPA.”

31. Como fica claro pelos elementos constantes dos autos, a atuação de Marcelo no fórum era orientada para convencer outros investidores das supostas boas perspectivas da Marambaia que, de fato, nunca se concretizaram.⁶⁸¹

A tentativa de disfarçar vendas utilizando mais de uma corretora foi outro fator que pesou na decisão da CVM:

32. Terceiro, Marcelo Bastos e a Metynis bem que tentaram disfarçar as vendas operando por mais de uma corretora. Um participante do fórum, em 25.08.2009, chegou a associar as operações pela Corretora CSHG ao controlador da Marambaia (fl.100). Ato contínuo, a Metynis deixou de operar pela Corretora do CSHG e passou a operar pela Icap (26.08.2009). Anteriormente, também para despistar, a Metynis mudou da Corretora Fator para o CSHG (fl. 265).

33. Embora não haja nenhum ilícito em operar por mais de uma corretora, no caso concreto, tal conduta ajudou a ocultar a atuação das partes e contribuiu para uma menor transparência frente aos demais investidores.⁶⁸²

Teria a mera realização das negociações, na forma acima, ensejado a condenação?

O caso Sanepar, com menos elementos, ensejou. Todavia, ainda assim, naquele caso havia gravações que foram utilizadas como prova. Essa questão deveria ser respondida claramente pela regulação.

Ainda no Caso Hugo, manipulação por negociações foi efetuada por meio de negócios entre pai e a filha, sendo que o primeiro dava as ordens para ambos. Como consignado no Relatório, todos os elementos para a caracterização da manipulação estariam presentes:

28. O caso concreto preencheria todos os requisitos citados para configurar a prática de manipulação de preços:

i) Utilização de processo ou artifício: realização de negócios diretos entre pai e filha;

⁶⁸¹ Caso Marambaia – PAS CVM nº RJ2013/5194, j. em 19.12.2014. Voto vencedor da Diretora-Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes.

⁶⁸² Caso Marambaia – PAS CVM nº RJ2013/5194, j. em 19.12.2014. Voto vencedor da Diretora-Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes.

- ii) Destinados a promover cotações enganosas, artificiais: estaria claro que as operações realizadas por Hugo Rinaldi teriam a finalidade de provocar oscilações artificiais dos papéis, uma vez que foram dadas as ordens de negócios diretos entre ele e a filha, por preço sabidamente superior ao praticado no mercado e resultaram em oscilações positivas de preço;
- iii) Induzindo terceiros a negociar valores mobiliários, cujas cotações foram artificialmente produzidas: estaria demonstrado que terceiros foram induzidos a negociar (e efetivamente negociaram), tomando como preço de referência aquele praticado nos negócios realizados entre Hugo e L.R.; e
- iv) Presença do dolo, ainda que eventual, de alterar as cotações e induzir terceiros a negociar com base nessas cotações falsas: as gravações deixariam clara a intenção de Hugo de elevar a cotação do papel por meio de negociações com sua própria filha.⁶⁸³

Sem prejuízo das particularidades de cada caso, pode-se concluir que a manipulação por negociação é possível, e que se trata de uma questão relevante para o mercado brasileiro.

4.5 Pressão sobre os preços

Prosseguindo sobre a correlação entre negociações e preços, convém destacar a interessante proposta formulada por Matthijs Nelemans para definir a existência de manipulação, que consistiria na avaliação da pressão sobre os preços realizada pelo investidor. Para Nelemans, representaria uma evolução frente ao conceito de mudança nos preços, utilizado de forma mais geral pelos reguladores, porque esse, ao considerar a mudança total, e não apenas aquela atribuível ao suspeito, estaria superestimando ou subestimando a sua participação⁶⁸⁴.

A fórmula por ele proposta é a seguinte⁶⁸⁵:

$$\frac{\text{volume de negociação do suspeito}}{\text{volume total negociado}} \times (\text{preço da ação depois} - \text{preço da ação antes})$$

A mera existência de pressão sobre os preços não caracterizaria, por si só, a manipulação, sendo preciso ponderar um segundo elemento: a duração dos efeitos dessa

⁶⁸³ Caso Hugo – PAS CVM RJ2016/1742, j. em 18.04.2107. Relatório do Diretor-Relator Gustavo Borba.

⁶⁸⁴ NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 *Val. U. L. Rev.* 1169 (2008).

⁶⁸⁵ “There is a simple formula to approximate the suspect’s price pressure: (*‘the suspect’s trading volume’* / *‘the total trading volume’*) * (*‘Stock price+1’* – *‘Stock price’*).” (NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 *Val. U. L. Rev.* 1169 (2008), p. 1181).

pressão. Assim, se os preços se mantêm no novo patamar, o suspeito seria, na verdade, um negociador informado e não um manipulador.

O problema prático do método proposto é que ele tem por premissa a comparação entre a pressão sobre os preços exercida pelo investidor e a pressão que seria justificável à luz das informações de que ele dispunha no momento da transação. Embora a formulação teórica seja elegante e razoável, o ato de atribuir valor a uma informação não envolve um julgamento exato e é justamente porque diversos investidores têm opiniões variadas que o mercado é dinâmico.

Para demonstrar o problema, basta considerar que qualquer investidor que interpretou de forma errada (supondo que fosse possível ao regulador definir qual seria a interpretação correta, o que certamente não é o caso!), o efeito de determinada operação poderia, com base nessa fórmula, ser considerado um manipulador, mesmo que de boa-fé. Nelemans reconhece que as pessoas podem considerar a análise da posição informacional problemática, mas essa constatação parece ser inferior à realidade: ela na verdade é inviável nos termos que ele propõe.

O autor chega a citar que poderiam haver algumas situações em que o regulador não seria capaz de determinar a posição informacional do investidor, mas nos parece que essa seria a regra geral. Ele propõe um segundo critério para endereçar essas questões, considerando que tanto uma oscilação de mais de 10% quanto um comportamento extraordinário dificilmente poderiam ser justificados devendo, portanto, ser presumidos como injustificados.

O segundo critério simplesmente substitui um problema indefinido (avaliar a posição informacional do investidor) por outro (definir o que seria um comportamento extraordinário – o que até seria factível em alguns casos – e o lucro esperado significativo, que é outro conceito igualmente vago).

Mesmo admitida como exceção, as soluções propostas ainda seriam insuficientes, porque se limitam a presunções baseadas em um aumento de preço de pelo menos 10% ou um comportamento extraordinário com um lucro esperado significativo. Nesse caso, a questão extrapola o conceito de pressão sobre os preços e só pode ser lida como uma proposta de limitar a atuação individual para alteração de preços a um determinado patamar. O inconveniente é o mesmo existente quando se cogita de restringir vendas a descoberto: limitaria a correção de preços a um patamar arbitrariamente estipulado (cabe recordar, ainda, que existem túneis de negociação destinados a tratar oscilações excessivas

de preço, que atendem em parte a essas preocupações, mas não impedem a existência de práticas abusivas⁶⁸⁶).

O exame da duração dos efeitos é problemático porque, como há múltiplos fatores influenciando as cotações, raramente será possível atribuir uma mudança no preço à mera dissipação do sortilégio manipulador.

Embora o conceito em questão apresente dificuldades possivelmente insuperáveis para sua aplicação, tem o mérito de chamar a atenção para as hipóteses em que a influência sobre os preços é legítima, o que representa forte argumento contra uma proibição excessivamente abrangente de toda conduta com potencial impacto sobre os preços.

4.5.1 O sentido da influência sobre o preço importa?

Como visto, a proposta regulatória de Matthijs Nelemans reside na determinação do sentido e da intensidade da pressão sobre os preços em vista da informação de que dispõe o investidor. O mesmo autor cita julgado em que se reconheceu o direito de mudar preços diante da convicção de que a companhia seria alvo de atividade incomum⁶⁸⁷.

Abstraindo a intensidade da pressão sobre os preços, pode-se avaliar se o sentido da influência (valorizando ou desvalorizando os títulos) contribuiria para a definição de práticas abusivas.

Em primeiro lugar, vale observar que a maioria dos casos de manipulação envolveria tentativas de elevar os preços (embora certamente existam casos em outro sentido). Em uma amostra de casos da SEC, de janeiro de 1990 a outubro de 2001, foi apurado que 84,5% dos casos envolvia elevação de preços; 2% estabilização e 1% redução de preços (em relação ao restante não há dados para definir)⁶⁸⁸. Uma das explicações para

⁶⁸⁶ Cf.

<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D097554F30D901557A4018C42353>, acesso em 12 dez. 2017, sobre os limites para inclusão de ordens e limites que ensejam leilões, que limitam variações excessivas de preços.

⁶⁸⁷ Cf. NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 **Val. U. L. Rev.** 1169 (2008), pp. 1199-1200.

⁶⁸⁸ Cf. PIRRONG, Stephen Craig. The self-regulation of commodity exchanges: the case of market manipulation 38 **J.L. & Econ.** 141 1995, p. 144, mencionado a prevalência de manipulação visando à elevação de preços; JACOBS, Arnold S. Regulation of manipulation by SEC Rule 10b-5. 18 **N. Y. L. F.** 511 1972-1973, p. 521-522 no mesmo sentido, mas ressaltando a existência também de casos visando à redução de preços; AGGARWAL, Rajesh K.; WU, Guojun. Stock Market Manipulations. **The Journal of Business**, Vol. 79, No. 4 (July 2006), p. 1938, apresentando os percentuais citados.

a desproporção seria a existência de regras limitando vendas a descoberto, que dificultariam a manipulação reduzindo preços⁶⁸⁹.

Há, também, indícios de que a manipulação seria predominante quando executada no sentido da tendência de mercado⁶⁹⁰.

A questão relevante, porém, é se o sentido da influência sobre os preços deve ser considerado como condição para definir uma prática como abusiva ou se qualquer influência seria irregular.

As regras 10b-6 e 10b-7 parecem admitir uma distinção entre práticas manipulativas aceitas (as que previnem quedas nos preços) e inadmissíveis (as que elevam os preços)⁶⁹¹.

Com raciocínio semelhante ao de Nelemans, Easterbrook defende que a direção da influência sobre os preços é essencial para auferir a legitimidade da atuação: se o investidor movimentou os preços baseado em informações que possui sobre o mercado para o ativo, ele está levando os preços para o lugar correto; por outro lado, se ele está confiando em sua capacidade de ocultar sua própria posição do mercado e irá lucrar apenas por conta disso, estaria desviando os preços do lugar correto⁶⁹².

Fischel e Ross consideram tal definição insatisfatória. O primeiro problema apontado diz respeito à definição do preço correto, que não representa tarefa corriqueira. O segundo ocorreria quando o investidor negociasse no sentido em que acredita que as ações deveriam se mover mas, a despeito disso, elas não o fazem. Mencionam, ainda, o risco de ele negociar a partir de uma premissa para ele verdadeira, mas que se revela equivocada⁶⁹³. Nesse caso, porém, a crítica parece ser menos voltada à consistência teórica de Easterbrook e mais à dificuldade prática que seria encontrada na aplicação de seu conceito (o que, todavia, se resolveria pela exigência de fraude para a caracterização da manipulação).

Os mesmos autores consideram, ainda, que definir manipulação com base em mover os preços para o que seria o nível correto restringiria a capacidade dos investidores organizar suas negociações de modo a ocultar as informações e maximizar o lucro que

⁶⁸⁹ AGGARWAL, Rajesh K.; WU, Guojun. Stock Market Manipulations. *The Journal of Business*, Vol. 79, No. 4 (July 2006), p. 1917.

⁶⁹⁰ DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. 6 *NTU L. Rev.* 55 2011, p. 78.

⁶⁹¹ FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, p. 536.

⁶⁹² 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. S118.

⁶⁹³ FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, p. 509.

poderiam auferir. Tal restrição limitaria os ganhos passíveis de serem auferidos por vantagens informacionais, o que significaria reduzir os incentivos para a descoberta de informações relevantes⁶⁹⁴.

Negociações que permitem aos preços serem sinalizadores melhores ou aumentam a liquidez não deveriam ser consideradas manipulativas, defendem Kyle e Viswanathan. Dizer verdadeiramente “compre, eu comprei” ou “venda, eu vendi” não deveria ser considerado ilegal. Os referidos autores sustentam que sua posição seria consistente com o precedente no qual se entendeu que buscar o melhor preço seria uma prática legítima⁶⁹⁵.

O reconhecimento da importância do sentido da pressão sobre os preços leva ao questionamento a respeito de práticas que não provocam propriamente uma mudança nos preços, mas, sim, a manutenção no mesmo patamar, quando, todavia, na ausência de tal atuação, os preços deveriam ter mudado. Para Matthijs Nelemans, nesses casos o comportamento do investidor que mantém os preços em um mesmo patamar deveria ser apreciado do mesmo modo que o do investidor que os altera: avaliando a existência de fundamento para sua atuação⁶⁹⁶.

Ainda que possa ser inviável determinar, em cada caso concreto, se a atuação de um investidor sobre preços possui ou não fundamento legítimo, existirão casos nos quais tal fundamento estará presente e nos quais a atuação do investidor, ao mover preços, promove maior eficiência no mercado. Por esse motivo, vedações amplas a quaisquer atuações com potencial de influenciar os preços devem ser evitadas.

4.5.2 Impacto no preço – materialidade

Outro elemento a ser considerado é se a amplitude do impacto sobre os preços deve ser incluída na definição de eventuais abusos.

⁶⁹⁴ FISCHER, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, pp. 509-510.

⁶⁹⁵ 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), p. 277.

⁶⁹⁶ NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 *Val. U. L. Rev.* 1169 (2008), p. 1200.

Para Arnold Jacobs o tamanho do impacto sobre o preço não precisaria ser substancial e a relação causal poderia ser inferida da mera existência da negociação⁶⁹⁷.

Matthijs Nelemans sustenta que mesmo pressões imateriais sobre os preços deveriam ser punidas, desde que resultem em um significativo lucro sem embasamento⁶⁹⁸.

Rosa Abrantes-Metz, Gabriel Rauterberg e Andrew Verstein igualmente consideram que variações supostamente pequenas deveriam ser enquadradas como manipulação e citam o exemplo da taxa Libor: por vincular contratos no montante de 400 trilhões de dólares, mesmo oscilações pouco expressivas provocam impactos financeiros significativos⁶⁹⁹.

A ausência de materialidade – com referência às normas europeias – foi mencionada como razão para descaracterizar a infração às normas de mercado pelo Diretor Gustavo Borba, em voto que foi vencido no Caso Sanepar:

No caso, contudo, como bem exposto pelo Diretor Pablo Renteria, o preço utilizado nas vendas estava dentro dos limites negociados no dia por outros investidores, de forma que, a meu sentir, não se configurou influência nos preços com substância suficiente para criar condições realmente artificiais de preço, com prejuízo à higidez do mercado.

(...)

Destarte, a forma como a Vinci realizou essas vendas parece-me importante para a análise da questão, uma vez que as intervenções foram moderadas, tanto em volume como em preço, sem aptidão para, sequer em tese, causar efetivo desajuste ao mercado e prejuízo aos demais investidores.

Como subsídio adicional (Direito Comparado), cumpre observar que as diretivas da Comunidade Econômica Europeia sobre o tema, recentemente editadas em 16 de abril de 2014 (Regulamento EU nº 596/14), apontam, em seu “anexo A”, indicadores de manipulação, e, para tanto, utilizam expressões como “alterações significativas de preço” (item b) e “porcentagem considerável de volume diário”(item a), o que demonstra não ser qualquer intervenção no mercado que deve ser considerada manipulação, mas, apenas aquelas que forem qualificadas por adjetivos que confirmam ideia de relevância e significação.⁷⁰⁰

O Colegiado, contudo, não chegou propriamente a discutir essa questão. O Relator considerou ter havido influência indevida no mercado, mas sem avaliar sua extensão⁷⁰¹ e

⁶⁹⁷ JACOBS, Arnold S. Regulation of manipulation by SEC Rule 10b-5. 18 N. Y. L. F. 511 1972-1973, p. 522.

⁶⁹⁸ NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 Val. U. L. Rev. 1169 (2008), p. 1204.

⁶⁹⁹ 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, pp. 384-385.

⁷⁰⁰ PAS RJ2012/9808, j. em 18.12.2015 (Caso Sanepar), voto vencedor do Diretor Gustavo Borba.

⁷⁰¹ “154. Tal conduta interferiu ilicitamente na formação regular de preços da Sanepar, que, por ocasião das negociações, não refletiam as reais intenções de compra e venda do mercado, gerando um desequilíbrio e, por consequência, uma oportunidade de ganhos que, evitados de ilicitude, não são permitidos pela legislação vigente.”

foi acompanhado pelo Presidente. O Diretor Pablo Renteria, por sua vez, votou pela absolvição, mas em razão da ausência de impacto no público investidor⁷⁰².

Teoricamente, se a influência indevida sobre os preços deve ser punida, parece razoável que seja punida qualquer influência, independentemente de sua extensão. O problema prático, porém, é que via de regra não se pode isolar os inúmeros fatores com potencial para influenciar as cotações. Nesse contexto, um teste de materialidade se justifica por evitar punições em casos nos quais os efeitos da conduta questionada são duvidosos (e o seu potencial lesivo limitado).

Objecções como aquelas suscitadas no caso da Libor podem ser endereçadas com uma devida fixação do conceito de materialidade: não se pode, certamente, adotar um mesmo patamar para quaisquer mercados, o que impede que se recorra a um percentual padrão como 5% ou 10% para estabelecer o que seria uma variação material. Isso não obsta a adoção de parâmetros estatísticos, como desvio-padrão, para definir o que seria uma modificação além das oscilações habituais, bem como que seja considerado o tamanho do mercado para estabelecer se uma prática pode ser considerada irregular.

4.5.3 Impacto no preço – perenidade

Um fator particularmente relevante para comprovar e, eventualmente, definir a manipulação é o caráter provisório do efeito sobre os preços. A ausência desse efeito foi invocada como argumento pelo Diretor da CVM Gustavo Borba no Caso Sanepar, em voto no qual, contudo, foi vencido:

Ademais, sempre que há a criação de uma condição artificial, o preço da ação tende a retornar ao curso normal após o fim da intervenção, sendo esse justamente o perigo para os demais investidores, que sofreriam os impactos dessas alterações artificiais. O valor das ações da SANEPAR, no entanto, não sofreram alterações substanciais de preço, durante ou após a intervenção, de forma que não se pode afirmar que houve prejuízo aos demais investidores em decorrência da atuação da Vinci.⁷⁰³

⁷⁰² “No entanto, não estou convencido de que se possa afirmar que a estratégia conduzida pela acusada teve por efeito induzir terceiros a comprar ou vender ações preferenciais de emissão da Sanepar. Não encontro, nos autos, provas de que as sucessivas compras, intercaladas com pequenas vendas a preços mais baixos, tiveram por consequência despertar no público investidor um interesse pela compra ou pela venda do papel. Diferentemente de outras situações de manipulação já examinadas pela CVM1, não identifico, neste caso, que a estratégia conduzida pela acusada tenha gerado um movimento de compra ou de venda.”

⁷⁰³ PAS RJ2012/9808, j. em 18.12.2015 (Caso Sanepar), voto vencedor do Diretor Gustavo Borba.

Superado o desafio de identificar com precisão os fatores atuando sobre os preços, o caráter temporário da influência pode servir como indício de atuação irregular, mas dificilmente seria suficiente para permitir concluir tanto pela existência quanto pela inexistência de manipulação.

4.6 Ações com potencial de influenciar as cotações

A prática de abuso por ação envolve a realização de atos (que não correspondem nem a negociações com ações, nem a divulgação de informações falsas), com o potencial de afetar as cotações das ações⁷⁰⁴.

Embora qualquer pessoa possa praticar atos aptos a influenciar os preços de valores mobiliários (como ocorreu no lamentável caso de envenenamento), tem maior aptidão para tanto quem ocupa uma posição especial, como os administradores das companhias.

Um exemplo dessa forma de abuso é o *short selling* de ações da *American Steel and Wire Company*, ocorrido em 1901. Os administradores da empresa venderam a descoberto ações da companhia que administravam, ao preço de 60 dólares por ação, apostando na queda das cotações. Não pretendendo deixar a desvalorização da empresa ao acaso, decidiram eles mesmos fechar as plantas fabris da companhia, o que derrubou os preços das ações, de 60 para 40 dólares. Com isso, eles puderam comprar por 40 dólares as ações que haviam vendido por 60. Após auferir lucro com essas operações, decidiram reabrir as plantas industriais, o que permitiu que as ações voltassem ao nível original de 60 dólares⁷⁰⁵.

A lei americana de valores mobiliários procurou coibir práticas de manipulação baseada em ações que poderiam ser realizadas por administradores com a proibição do *short selling* por tais agentes⁷⁰⁶.

Outro caso interessante, em que se discutiu a ocorrência de manipulação baseada em ação, foi a extinção do mercado para as ações da companhia por meio do grupamento de suas ações, considerado o caso mais extremo de atuação com vistas à extinção de um

⁷⁰⁴ ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Stock-Price Manipulation. **The Review of Financial Studies**, Vol. 5, No. 3 (1992), p. 505.

⁷⁰⁵ ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Stock-Price Manipulation. **The Review of Financial Studies**, Vol. 5, No. 3 (1992), p. 504.

⁷⁰⁶ ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Stock-Price Manipulation. **The Review of Financial Studies**, Vol. 5, No. 3 (1992), p. 505.

mercado, mas sem uma conduta enganosa. No episódio em questão, a família controladora da Amerco era titular de 94% das ações, enquanto o restante estava em mãos de acionistas minoritários, em sua maioria empregados da companhia. Os valores mobiliários eram negociados por preços correspondentes a 120% a 130% do seu valor patrimonial, sendo que a companhia tinha uma política informal de recomprar as ações pelo valor patrimonial sempre que solicitado por algum acionista. Os controladores, então, gruparam as ações na proporção de 100 para 1 e, além disso, fizeram a companhia anunciar que compraria ações por apenas 50% do valor patrimonial. A classificação como manipulação por ação seria questionável considerando apenas a mudança nos preços de recompra, por tratar de aspecto relacionado diretamente à negociação, mas o grupamento torna difícil reduzir o caso à mera atuação no contexto de negociações. Os minoritários alegaram que, ao impedir o livre equilíbrio entre oferta e demanda, tais atos teriam representado manipulação dos preços das ações. A questão foi levada ao Judiciário, que não considerou haver abuso, tendo em vista a ampla divulgação do grupamento e dos demais fatos relacionados⁷⁰⁷.

A declaração de dividendos igualmente pode ensejar manipulação por ação: um tribunal norte-americano já reconheceu o direito de um investidor, que havia comprado ações acreditando em uma declaração de dividendos (feita em desconformidade com a lei local), obter reparação de seu prejuízo. Naquele processo, porém, o caso acabou por ser tratado como de informação enganosa (de que a companhia poderia pagar os dividendos declarados), porque o Tribunal considerou que ações poderiam se enquadrar nessa categoria⁷⁰⁸.

A suspensão do pagamento de dividendos, quando realizada com a finalidade de facilitar a aquisição de ações de acionistas minoritários, também pode ser enquadrada como manipulação por ação⁷⁰⁹.

No geral, porém, as práticas manipulativas dessa categoria são vedadas por outras normas: atentados contra o patrimônio das companhias, ou o envenenamento de seus produtos, para recorrer a um mórbido exemplo real, são objeto de tutelas específicas. Os administradores de companhias abertas, por sua vez, estão sujeitos a obrigações de informar, de se abster de utilizar informações privilegiadas e de perseguir o interesse social que vedam a atuação com o fim de obterem ganhos irregulares no mercado.

⁷⁰⁷ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 U. **Miami L. Rev.** 671 1985-1986, p. 722.

⁷⁰⁸ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 U. **Miami L. Rev.** 671 1985-1986, p. 723.

⁷⁰⁹ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 U. **Miami L. Rev.** 671 1985-1986, pp. 725-726.

Uma definição ampla que vise a coibir atos destinados a gerar ganhos com operações com valores mobiliários seria inviável: administradores de companhias abertas frequentemente são acionistas dessas empresas e espera-se que atuem buscando resultados que levem à valorização das ações. Restrições a quaisquer atos com potencial de influenciar as cotações acabariam por condenar os administradores à inação. Nesse contexto, vedações à aposta na desvalorização das ações por parte de tais agentes pode ser a medida mais eficiente para prevenir desvios de conduta.

Além disso, tais medidas envolvem alguma espécie de fraude, ainda que apenas a omissão de informações relevantes. Portanto, uma regra ampla sobre o uso de informações com o intuito de auferir ganho indevido no mercado pode ser apta a coibí-las. Em alguns casos, nos quais a conduta seria reprovável em si, independentemente de ser praticada com o fim de propiciar ganhos no mercado de capitais, a vantagem da previsão de sua punição administrativa seria permitir a imposição de sanções específicas, como, por exemplo, a proibição de negociar no mercado.

4.7 Poder de mercado

Um ex-diretor da CFTC já conceituou a manipulação por meio do uso do poder de mercado ao cenário em que um gorila de 400 quilos entra no galinheiro⁷¹⁰.

Imagens animais à parte, posições extremamente elevadas em ativos (sobretudo em *commodities*⁷¹¹) podem conferir poder de mercado a alguns investidores. Quando se trata de aferir a capacidade de influenciar o mercado, Rosa Abrantes-Metz, Gabriel Rauterberg e Andrew Verstein destacam a necessidade de definir o mercado relevante – conceito habitualmente empregado no direito antitruste⁷¹² – tanto no que se refere a quais valores mobiliários devem ser examinados, quanto no que diz respeito aos mercados a serem considerados.

⁷¹⁰ 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.

⁷¹¹ 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. 434.

⁷¹² Cf., FORGIONI, Paula A. **Os fundamentos do antitruste**. 4ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, pp. 210 e ss.

Questão controvertida é se tal poder de mercado deveria ser disciplinado, havendo quem considere bastar a divulgação a seu respeito e quem considere necessário combatê-lo. Essa última parece ser a linha adotada pela União Europeia:

2. Considera-se como manipulação de mercado, entre outros, a seguinte conduta:
 a) O facto de uma pessoa, ou pessoas agindo de forma concertada, assegurarem uma posição dominante sobre a oferta ou a procura de um instrumento financeiro contratos de mercadorias à vista com ele relacionados produtos leiloados baseados em licenças de emissão, tendo, ou sendo idónea para ter, por efeito a fixação, de forma direta ou indireta, de preços de compra ou de venda ou que crie, ou seja idónea para criar, outras condições de negociação não equitativas;

A referência aos efeitos dessa posição (“fixação, de forma direta ou indireta, de preços de compra ou de venda ou que crie, ou seja idónea para criar, outras condições de negociação não equitativas”), porém, pode ser interpretada como admitindo a legitimidade da posição dominante, desde que exercida sem produzir tais efeitos.

Para Easterbrook o monopólio no mercado de futuros seria uma espécie de fraude, mas isso decorre da adoção de um conceito que tem por elemento definidor justamente a ocultação, pelo monopolista, da sua posição no mercado⁷¹³.

Steve Thel, por sua vez, observa ser maior o foco no poder de mercado, do que na intenção do manipulador, quando se trata de manipulação com *commodities*⁷¹⁴.

Nesse sentido, para Stephen Craig Pirrong a ausência de intenção de manipular, por quem adquire poder de mercado, não afasta a necessidade de impedir um *corner* – ainda que “natural” – porque independentemente da intenção inicial do investidor, teria efeitos danosos para a sociedade⁷¹⁵.

Não há consenso quanto à conveniência de proibir amplamente todo e qualquer exercício de poder de mercado, porque sua possibilidade fornece incentivo para os investidores agirem conforme suas convicções (a despeito de haver inúmeras regras restringindo parcialmente, como limites de posições e adoção casuística de regras especiais).

Fischel e Ross sustentam, considerando que as regras para impedir o exercício do poder de mercado teriam custos e benefícios, que a regulação ideal não buscaria prevenir

⁷¹³ 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. S106.

⁷¹⁴ 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. 435.

⁷¹⁵ PIRRONG, Stephen Craig. The self-regulation of commodity exchanges: the case of market manipulation 38 **J.L. & Econ.** 141 1995, p. 147.

todo exercício de poder de mercado⁷¹⁶.

O poder de mercado seria capaz, ainda, de constituir o critério para definir preços artificiais, caso fossem equiparados a preços incomuns, mas isso seria insuficiente para definir manipulação, tendo em vista que nem todo exercício de poder de mercado seria condenável⁷¹⁷.

O poder de mercado, por si só, não deveria ser tido como elemento de eventual prática abusiva, mas, sim, condição para que determinadas práticas possam ocorrer. Se existente sobre ativos nos quais são referenciados valores mobiliários, aplicar-se-iam as regras concorrenciais gerais. No caso de valores mobiliários em si, ponderando a hipótese de substituição, a existência de poder de mercado seria menos provável, e ocorreria com mais frequência em relação a valores mobiliários tornados infungíveis por circunstâncias específicas.

Em determinados mercados, especialmente no mercado de balcão, um corretor conseguiria exercer poder de mercado – ou controle e dominação, para traduzir a expressão utilizada pela SEC – considerando a limitação do mesmo e a natureza de sua relação com seus clientes⁷¹⁸.

Em mercados pouco líquidos e nos quais negociações de pequenos valores influenciam os preços, muitos investidores podem ser vistos como detentores de poder de mercado.

Nesse aspecto, é importante a regulação atenta às particularidades dos valores mobiliários: no campo das ações de companhias abertas, há diversas regras determinando a divulgação de participações acionária e em derivativos (e.g., art. 12 da ICVM nº 358), que limitam o exercício de pressões sobre o mercado.

Do mesmo modo, os poderes regulamentares das bolsas de valores para afastar eventuais abusos são mais eficazes do que restrições abrangentes, que poderiam limitar concentrações legítimas de posições em valores mobiliários.

Na ausência de exemplos de práticas abusivas realizadas de forma transparente a regra geral contra a fraude e a indução em erro seriam suficientes.

Caso assim não se entenda, porém, a primeira medida deveria ser impor um dever amplo de divulgar participações relevantes em quaisquer valores mobiliários, antes de pura

⁷¹⁶ FISCHER, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, pp. 544-549.

⁷¹⁷ FISCHER, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, pp. 546-547.

⁷¹⁸ 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, p. 207.

e simplesmente vedar a concentração. A transparência, aqui, tem um custo a ser sopesado com os benefícios que pode proporcionar.

4.8 Abuso por contrato

Uma quarta modalidade de manipulação, por ser frequentemente mencionada pela doutrina, merece menção em separado: trata-se da chamada manipulação por contrato.

A dita manipulação por contrato distingue-se das modalidades anteriores porque não se concentra sobre o meio empregado para influenciar os preços, mas sobre a forma pela qual tal alteração promove ganhos. Por esse motivo, a rigor, pode-se identificar a manipulação por contrato em qualquer uma das hipóteses anteriores.

O aspecto relevante, nesse caso, é que a influência sobre os preços destina-se a gerar ganhos em uma operação estabelecida contratualmente. Portanto, a eventual simetria da influência das compras e vendas sobre o preço não impede a manipulação lucrativa. Isso porque uma vez alterado o preço em um sentido, gerando efeito em outro mercado, não é preciso realizar operações no sentido oposto no mesmo mercado para auferir ganho⁷¹⁹.

Nesse contexto, há quem entenda pertinente destacar que a manipulação baseada em contrato é irregular por representar uma vantagem indevida obtida com a aplicação de uma regra e não por iludir terceiros quanto ao valor de um ativo⁷²⁰.

O abuso por contrato pode ser considerado como gênero ao qual pertenceria o abuso ligado a manipulação de *benchmark*, tendo em vista que para aferir ganhos seria preciso ter alguma obrigação vinculada à variação do índice manipulado.

Segundo Verstein, por vezes, a manipulação de um ativo no mercado *spot* é melhor feita via contratos futuros, porque os *benchmarks* das transações no mercado *spot* seriam informados pelo mercado futuro.

Benchmarks podem apresentar três formas de concentração, que facilitam a manipulação: a) concentração de domínio, que diz respeito a quanto do mercado é apreendido pelo *benchmark*; b) concentração de participantes, que ocorre quando nem

⁷¹⁹ 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. 418.

⁷²⁰ 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. 438.

todos os atores que operam no domínio apreendido influenciam o índice; e c) concentração de liquidez, verificada quando apenas uma parte dos negócios é levada em consideração.

Diversas formas de manipulação de *benchmarks* podem ser feitas sem recurso a comportamento fraudulentos, como pode ser o caso com *selective reporting* ou *selective trading*⁷²¹. Nesses casos, porém, é preciso avaliar a conveniência de admitir tais práticas e ponderar que, estando os usuários cientes dos critérios empregados, o simples comportamento conforme as regras não poderia ser considerado irregular.

A despeito de tais particularidades, a base de *benchmarks*, quando são os preços de valores mobiliários negociados em mercado organizados, está sujeita às mesmas vicissitudes que os preços de outros valores, de modo que seria abrangida pelas regras gerais de vedação a abusos.

Caberia atentar, isso sim, para mitigar o risco de manipulação ao estabelecer o procedimento para sua definição (como revelou o escândalo envolvendo a Libor, referido no Capítulo 1).

4.9 Intermediários, gestores e confiança

Outra particularidade da arquitetura dos mercados é a participação de intermediários, que são considerados *gatekeepers*⁷²² (cuja essência permanece na tradução por porteiros, ou seja, pessoas encarregadas de disciplinar o acesso), em relação aos quais é estabelecido um conjunto particular de regras destinadas a proteger os investidores e o mercado.

Pela confiança e o papel especializado, justifica-se regramento especial para a atuação desses intermediários, bem como de gestores encarregados da administração de recursos de terceiros (a própria atuação sem autorização em profissões regulamentadas está sujeita à severa sanção prevista na Lei nº 6.385/76⁷²³).

⁷²¹ VERSTEIN, Andrew. Benchmark Manipulation. 56 *B.C. L. Rev.* 215 2015, pp. 230-258.

⁷²² Cf. COFFEE, John C. Jr. **Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance**. Oxford: Oxford University Press, 2006 e HAENSEL, Taimi. **A Figura dos Gatekeepers**. São Paulo: Almedina, 2014, pp. 167 e ss.

⁷²³ “Art. 27-E. Exercer, ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, a atividade de administrador de carteira, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário ou qualquer outro cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado na autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

Em diversos casos, práticas abusivas por parte desses agentes são coibidas sob o tipo de práticas não equitativas. No entanto, no lugar de uma vedação genérica, regras mais específicas deveriam ser adotadas.

A ICVM nº 505 impõe, em seu art. 30, deveres amplos aos intermediários estabelecendo que devem “exercer suas atividades com boa fé, diligência e lealdade em relação a seus clientes”, bem como obrigações específicas.

Os procedimentos de execução de ordens, por exemplo, são regulados pelo art. 19⁷²⁴ da referida Instrução, que prevê a execução na forma determinada pelo cliente ou na melhor forma permitida pelo mercado.

Por outro lado, situações particulares são reguladas segundo a observância da ordem cronológica, bem como com preferência para pessoas não vinculadas⁷²⁵. Além destas regras, destinadas a corretores e outros intermediários, há também a regulamentação dos gestores de carteira, que contém comando para a atuação com lealdade e transparência quanto a conflitos de interesses⁷²⁶.

Derivar tais obrigações de conceitos amplos de tratamento equitativo não é trivial e, nesse caso, parece claro que deve prevalecer a orientação específica do regulador como diretriz para a atuação dos intermediários.

Nesses casos, portanto, a tutela se faz pela observância a regras específicas acerca dos deveres fiduciários desses atores. Uma regra geral seria necessária para funcionar de forma residual.

“Pena – detenção de 6 (seis) meses a 2 (dois) anos, e multa.”

⁷²⁴ “Art. 19. O intermediário deve executar as ordens nas condições indicadas pelo cliente ou, na falta de indicação, nas melhores condições que o mercado permita.

“Parágrafo único. Para aferir as melhores condições para a execução de ordens, o intermediário deve levar em conta o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, anatureza e qualquer outra consideração relevante para execução da ordem.”

⁷²⁵ “Art. 20 (...)

“§ 2º Em caso de concorrência de ordens, a prioridade para a execução deve ser determinada pelo critério cronológico.

“§ 3º Em caso de ordens concorrentes dadas simultaneamente por clientes que não sejam pessoas vinculadas e por pessoas vinculadas ao intermediário, ordens de clientes que não sejam pessoas vinculadas ao intermediário devem ter prioridade.”

⁷²⁶ Cf. ICVM nº 558, p.e. art. 2º, §4º: “§ 4º O gestor deve exercer suas atividades de consultoria com lealdade em relação aos seus clientes, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida e, diante de uma situação de conflito de interesses, informar ao cliente que está agindo em conflito de interesses e as fontes desse conflito, antes de prestar a consultoria.”

5 NOVA TIPOLOGIA DOS ABUSOS

O Capítulo 1 descreveu elementos fundamentais da regulação; práticas abusivas e cenários propícios a abusos. Os Capítulos 2 e 3 trataram das normas destinadas a coibir o uso indevido do mercado e das limitações do direito vigente. Essas limitações decorrem da falta de atenção para as particularidades do processo de formação de preços, objeto de estudo no Capítulo 4.

O presente Capítulo 5 procura superar os problemas identificados nos Capítulos 1 a 3, aplicando o conhecimento sobre o processo de formação de preços no regramento das práticas vedadas.

Como medida preliminar para a elaboração dos tipos, são examinados os papéis da **intenção** e do **resultado** nas condutas.

A **informação**, como fator fundamental na formação dos preços dos valores mobiliários, e seu uso abusivo, seja por meio de divulgação de mentiras, seja pelo uso indevido de informações verdadeiras, deve ser o ponto de partida para definir as práticas abusivas.

Como a inclusão de certas práticas manipulativas no conceito de abuso de informação é discutível, propõe-se uma definição específica para abusos por meio de negociações, na qual são afastados os conceitos tradicionais de “artificialidade” e “de intenção de influenciar preços”, e adotada a ideia de **modo de negociação** como elemento central.

A seguir, trata-se do abuso de posição dominante e de outros atos com o potencial de influenciar as negociações.

Defende-se, ainda, que os potenciais abusos por intermediários e outros atores regulamentados do mercado de valores mobiliários merecem tipificação própria.

Por fim, são abordadas as relações entre aspectos criminais e administrativos na repressão às condutas abusivas.

5.1 Classificações de abusos

Diversas práticas são adotadas de forma abusiva no mercado de capitais e a variedade de condutas admite agrupamento conforme os elementos semelhantes que possuam. As classificações podem abarcar apenas condutas voltadas a impactar diretamente os preços ou um leque mais abrangente de comportamentos, hipótese em que o número de categorias é maior. Como o presente trabalho procura abordar de forma ampla atos abusivos no mercado, ambos os tipos de classificação serão mencionados.

A divisão mais simples, proposta por Marcello Minenna, se dá entre manipulação baseada em: a) mercado (realizada por meio de negociações), ou b) em informação (por meio da divulgação de dados falsos)⁷²⁷.

Outra proposta de classificação é apresentada por Abrantes-Metz, Rauterberg e Verstein: a) *delivery impairment* (consiste na interferência sobre os mecanismos de entrega de *commodities*, e englobaria *corners* e *squeezes*); b) o uso de informações falsas (autoexplicativo) e c) *rigging* (atuação de participantes institucionais do mercado, aproveitando-se de sua posição, para influenciar indevidamente os mercados)⁷²⁸.

Arnold Jacobs, por sua vez, adota uma classificação mais detalhada, elaborando inicialmente 5 categorias: transações fictícias, manipulação envolvendo transações reais, informações imprecisas e rumores, manipulação por corretores e outras transações que não admitem classificação. A última categoria é subdividida em 5 subespécies, pelo menos: restrições à oferta; contratação da compra sem intenção de pagar; administrar indevidamente uma companhia com o fim de influenciar seus preços; praticar determinados atos durante ofertas ou operações societárias e atividades por intermediários⁷²⁹.

A classificação mais empregada parece ser a de Allen e Gale, à qual remetem diversos autores⁷³⁰, e que divide as operações abusivas em manipulativas por negociação,

⁷²⁷ 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. 1.

⁷²⁸ 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, pp. 366-368.

⁷²⁹ JACOBS, Arnold S. Regulation of manipulation by SEC Rule 10b-5. 18 **N. Y. L. F.** 511 1972-1973, pp. 515 e 546.

⁷³⁰ ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Stock-Price Manipulation. **The Review of Financial Studies**, Vol. 5, No. 3 (1992), p. 521. Por exemplo: MEI, Jianping; WU, Guojun; ZHOU, Chunsheng. **Behavior Based Manipulation: Theory and Prosecution Evidence (April 7, 2004)**. Disponível em SSRN:

por contrato ou por informação. A manipulação baseada em negociação é considerada por alguns como a categoria central na qual todas as demais se enquadram⁷³¹. Essa percepção, porém, parece equivocada, porque confunde a negociação, que se faz necessária para auferir lucro, com os mecanismos empregados para manipular o mercado, que podem dispensar as negociações pelo manipulador.

A classificação triplíce de Allen e Gale, malgrado seu amplo uso, baseia-se, assim como as demais, em distinções que não são absolutas, admitindo diversas zonas cinzentas entre uma e outra⁷³². Além disso, ela não pode ser meramente transposta para regras de conduta, porque trata dos diversos fatores de que influenciam as negociações, dos quais nem todos são, necessariamente, condenáveis.

Em última instância, todas as práticas abusivas envolvem, direta ou indiretamente, a informação sobre os valores mobiliários e a regulação dos abusos deve ter por ponto de partida a disciplina da informação.

Como o abuso da informação é a forma inequívoca e usual de abuso, de fácil definição, pode ser tomado como ponto de partida para a regulação. Estabelecido esse primeiro conceito, podem ser abordadas outras hipóteses que não se enquadram facilmente nesse tipo e, por isso, deveriam ser objeto de tratamento em separado. Seguindo esse procedimento, o presente trabalho propõe classificar e regulamentar as operações abusivas da seguinte maneira:

- a) irregularidades relacionadas ao uso indevido de informações;
- b) irregularidades relacionadas à realização de negociações, sem o concurso de distorção de informações (senão por meio das próprias negociações);
- c) abuso de posição dominante; e
- d) irregularidades relacionadas ao abuso de confiança.

<http://ssrn.com/abstract=457880> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.457880>, acesso em 19.jan.16. 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. 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. DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. **6 NTU L. Rev.** 55 2011. AGGARWAL, Rajesh K.; WU, Guojun. Stock Market Manipulations. **The Journal of Business**, Vol. 79, No. 4 (July 2006), pp. 1915-1953. 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.

⁷³¹ CHATTERJEA, Arkadev; CHERIAN, Joseph A.; JARROW, Robert A. Market Manipulation and Corporate Finance: a new perspective. **Financial Management**, 1993, p. 202.

⁷³² CHATTERJEA, Arkadev; CHERIAN, Joseph A.; JARROW, Robert A. Market Manipulation and Corporate Finance: a new perspective. **Financial Management**, 1993, p. 202.

Com relação ao resultado das práticas, convém distinguir entre duas espécies de condutas: aquelas com efeitos isolados e as demais, com potenciais efeitos difusos, que podem influenciar de modo amplo as condições de mercado.

A primeira acarreta dano direcionado a um ou mais participantes específicos, corresponde, por exemplo, às operações fraudulentas e práticas não equitativas na regulamentação atual, bem como às irregularidades relacionadas à atuação de intermediários, dentro dos conceitos aqui propostos.

A segunda abrange as condutas com impacto no mercado, de modo a afetar, potencialmente, os negócios (e mesmo a decisão de não negociar) de terceiros. Em geral, é mais fácil identificar o prejuízo para agentes individuais do que para o mercado como um todo.

Essa divisão, porém, não pode ser considerada como parâmetro para definir a gravidade das condutas: manipulações com impacto no preço de uma ação pouco negociada, embora com efeito difuso, podem afetar apenas um pequeno grupo de pessoas que negociam com aquele valor mobiliário, prejudicando menos investidores do que outra conduta abusiva praticada contra um único fundo de investimento que agrega recursos de milhares de poupadores.

Tendo em vista que constantemente o impacto não estará diretamente relacionado à conduta, o que tem o condão de acarretar confusão na elaboração dos conceitos, sua avaliação deveria ser deixada prioritariamente para dosimetria das penas.

O primeiro passo para melhor conceituar os ilícitos no mercado de capitais é o estabelecimento, de forma clara, das etapas principais dos comportamentos que se pretende coibir. Para tanto, serão considerados, de forma separada, os elementos de intenção, conduta e resultado. Tendo em vista que a conduta será o elemento de distinção, segundo os tipos acima, convém estabelecer, previamente, as exigências no que diz respeito à intenção e ao resultado para, então, descrever as condutas reprováveis.

5.2 Intenção

A conveniência de exigir a intenção de manipular para caracterização de irregularidade é controvertida. Há uma preferência geral dos legisladores pela referência ao

dolo⁷³³, mas enquanto diversos doutrinadores reconhecem a intenção como elemento imprescindível para a configuração da prática abusiva, os reguladores costumam ressaltar a dificuldade envolvida na sua prova. Serão examinados, inicialmente, argumentos em favor dessa exigência e, a seguir, argumentos contrários.

O problema básico, ao menos quando se trata de manipulação por negociação, é que os atos questionáveis, tal como definidos na regulamentação, examinados objetivamente não se distinguem de atos regulares, ao contrário do que acontece quando se trata de um caso de fraude, em que a conduta indesejável depende de uma declaração falsa e não apenas da intenção do manipulador⁷³⁴.

Além disso, David Donald observa que as negociações, como outros sinais em geral, podem ser vagas e ter múltiplos sentidos. Por isso seria difícil cogitar de manipulação com base em negociações sem indagar acerca da intenção do negociador⁷³⁵.

Como expõem Fischel e Ross, essa situação é distinta de um caso de homicídio, em que o resultado morte é um dado objetivamente ruim⁷³⁶ (as particularidades das operações com valores mobiliários, porém, não são tão expressivas quando se recordam os exemplos clássicos do direito penal, do pretense homicida e do cirurgião, ambos abrindo o ventre da vítima ou paciente⁷³⁷). Outros autores destacam o risco de um investidor se enquadrar de forma involuntária em uma situação que poderia ser vista como manipulação, caso se prescindisse do dolo para a caracterização do ilícito⁷³⁸.

O recurso a uma regra geral, residual, condenando com base na intenção de manipular parece indispensável para Steve Thel, não apenas pela dificuldade de definir *ex ante* todas as práticas irregulares, mas porque qualquer quadro normativo amplo o bastante para abranger todas as práticas condenáveis acabaria por englobar negócios legítimos⁷³⁹.

⁷³³ Matthijs Nelemans, que cita esta tendência, ressalta que no que tange a ilícitos econômicos esta exigência é amiúde dispensada, tendo em vista seu grande impacto na sociedade; cita, ainda, diversos doutrinadores que destacam a necessidade do recurso à intenção para a definição de manipulação, NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 *Val. U. L. Rev.* 1169 (2008), p. 1207.

⁷³⁴ FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, p. 511.

⁷³⁵ DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. 6 *NTU L. Rev.* 55 2011, p. 62.

⁷³⁶ FISCHEL, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, p. 517.

⁷³⁷ TOLEDO, Francisco de Assis. **Princípios básicos de direito penal**. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 1994, p. 227.

⁷³⁸ 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. 376.

⁷³⁹ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, p. 292.

A exigência da intenção, por outro lado, se apresenta como a saída para excluir do conceito de operações irregulares aquelas em que o impacto sobre os preços decorre meramente do tamanho da negociação levada a cabo, o que seria indispensável para não afastar do mercado negócios legítimos de investidores institucionais, como observa Poser⁷⁴⁰.

Por outro lado, há quem entenda que a intenção não é relevante, porque em determinadas circunstâncias mesmo o negociador que influencia o mercado sem pretender fazê-lo deveria ser punido, como propõe Matthijs Nelemans, nos casos em que a ignorância do manipulador seria repreensível⁷⁴¹.

Emilio Avgouleas sustenta que negócios não realizados por *insiders*, que não envolvam tentativas ocultas de controlar o mercado, nem sejam subsidiados por outras posições ou contratos, não poderiam ser considerados manipulativos, porque isso dependeria da prova da intenção⁷⁴².

Há casos em que o fim perseguido não é propriamente relacionado ao impacto sobre negociações, como no episódio da manipulação da Libor. Um banco pode ter informado cotações falsas com o fim de preservar a sua reputação e não de influenciar a taxa final divulgada ao público⁷⁴³. O mesmo sucede em negociações envolvendo controle, nas quais a mudança do preço não é o fim em si, mas a vitória da disputa para dominar uma certa empresa⁷⁴⁴. Nesses casos, eventual sanção envolveria discussão sobre o dolo eventual.

Mesmo admitindo ser necessária a intenção para caracterizar a irregularidade, é difícil estabelecer, precisamente, o que constitui uma intenção de manipular.

Teoricamente, o legislador tem pelo menos duas alternativas ao definir a culpabilidade: omissão em não saber ou saber que está influenciando indevidamente o

⁷⁴⁰ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 *U. Miami L. Rev.* 671 1985-1986, pp. 730-731.

⁷⁴¹ NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 *Val. U. L. Rev.* 1169 (2008), p. 1192.

⁷⁴² AVGOULEAS, Emílios. **The mechanics and regulation of market abuse: a legal and economic analysis**. Oxford: Oxford University Press, 2005, p. 224.

⁷⁴³ 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. 389.

⁷⁴⁴ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 *U. Miami L. Rev.* 671 1985-1986, p. 727.

mercado. A primeira opção tem a vantagem evidente de reduzir a dificuldade de prova e Matthijs Nelemans a considera preferível por esse motivo⁷⁴⁵.

No âmbito da CVM, o Colegiado já decidiu, no caso Librium⁷⁴⁶, que não seria preciso dolo específico, bastando o dolo eventual⁷⁴⁷, embora com divergências nos votos quanto aos limites para sua caracterização⁷⁴⁸.

⁷⁴⁵ NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 *Val. U. L. Rev.* 1169 (2008), p. 1209.

⁷⁴⁶ Caso Librium – PAS CVM nº 05/2008, j. em 12.12.2012. Voto vencedor da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes.

⁷⁴⁷ Dispõe o Código Penal:

“Art. 18 - Diz-se o crime:

“Crime doloso

“I - doloso, quando o agente quis o resultado ou assumiu o risco de produzi-lo”.

⁷⁴⁸ O voto vencedor da Relatora afirma:

“26. Aproveito a discussão do item anterior para analisar a exigência da presença do dolo específico para caracterizar a operação fraudulenta e se o tipo também permite a presença do dolo eventual. Todas as defesas arguíram a necessidade de dolo específico para caracterizar a operação fraudulenta, não se admitindo o dolo eventual. O dolo é a vontade dirigida à realização de um ilícito. O dolo específico é a vontade de realizar o fato com um fim especial. Já no dolo eventual, o agente não quer o resultado, mas, prevendo que ele pode ocorrer, assume conscientemente o risco de causá-lo. As defesas citam o ilustre jurista Nelson Eizirik como exemplo doutrinário em que se exige a presença do dolo específico que sabe ser prejudicial a terceiro, tal qual no estelionato.

“27. Permito-me discordar do ilustre jurista quando exige a presença do dolo específico para caracterizar qualquer infração prevista na Instrução CVM Nº 8/79, inclusive levando-se em consideração a jurisprudência desta autarquia. Acredito que as características peculiares ao mercado financeiro não podem demandar sempre a existência do dolo específico, tal como no estelionato. E apenas para ilustrar o meu ponto, observo o caso da possível manipulação na fixação da taxa Líbor cuja investigação está em andamento no Reino Unido. Um determinado banco, ao informar uma taxa menor do que a real para o órgão que estabelece a taxa Líbor diariamente, pode não ter o dolo específico de alterar o mercado, mas correu o risco, dependendo das demais cotações (as quatro maiores taxa e as quatro menores são desconsideradas na fixação da Líbor), de afetar a fixação da taxa. Observe-se também que, neste caso, o sujeito passivo prejudicado por esta fixação eventualmente fraudulenta não é determinado, mas são todos os investidores que potencialmente se utilizam da Líbor para fixar seus contratos. Não há sujeito passivo definido, e nem por isso, este ilícito gravíssimo deixou de ser cometido.

(...)

“30. No caso em tela, entendo que os assessores da CG tiveram o dolo específico de se aproveitar das ordens dadas pelo Librium. Só as pessoas internas a CG poderiam conhecer as ordens do Fundo, a conta 999.999, e, a partir deste conhecimento, reespecificar contratos para beneficiar determinados investidores. Já entre os beneficiários, havia dois grupos. O primeiro grupo era composto por investidores experimentados ou que trabalharam no mercado financeiro e, que, portanto, conheciam o funcionamento do mercado futuro. Eles certamente tinham consciência do risco inerente às operações do mercado futuro. Eram conhecedores do mercado, sabiam que aquela elevada taxa de sucesso era faticamente impossível como demonstrado na Tabela 1. Seja com dolo específico, como parte de um esquema, seja com dolo eventual, correndo o risco de causar o resultado, estes investidores também obtiveram um benefício indevido, sem risco, e que só foi possível devido à presença das grandes ordens no mercado futuro do Ibovespa do Fundo Librium. O segundo grupo de beneficiários é formado por investidores sem nenhuma experiência no mercado futuro, e que realizavam operações “sem risco”. Entendo que o dolo eventual se aplica a este segundo grupo. Mesmo considerando que são pessoas sem conhecimento do funcionamento do mercado, qualquer pessoa proba e de boa-fé sabe que dinheiro não cai do helicóptero no seu quintal. Será que estes investidores achavam normal receber R\$ 100 mil – R\$ 200 mil ao longo de seis – nove meses, operando no mercado financeiro, de bolsa, sem fazer nenhum investimento e achando que não teriam risco? O homem probo médio certamente diria que isso é impossível. Para isto ocorrer seria necessário incorrer em alguma ilicitude. E este é o caso! Não cabe a meu ver a desculpa do “eu não sabia”.

O voto da Diretora Luciana Dias, por sua vez, consigna que:

Considerações semelhantes foram feitas no Caso Gradual, tendo sido julgada irrelevante a intenção de gerar um falso mercado para a caracterização do ilícito de criação de condições artificiais de demanda⁷⁴⁹.

No Caso Umuarama, que tratou de prática não equitativa (mais delicado, porque o tipo enfatiza, como visto, o resultado), a CVM chegou a considerar a ausência de controles internos como suficiente para caracterizar o dolo⁷⁵⁰.

O principal argumento contra a exigência da intenção parece ser a dificuldade de prová-la, que permitiria aos manipuladores operar o mercado sem serem punidos⁷⁵¹.

A definição do elemento subjetivo a ser constatado para a caracterização da irregularidade deve ser avaliada quando da elaboração dos tipos dos ilícitos, como se pretende fazer adiante, mas atentando para a distinção essencial entre atos intrinsecamente criticáveis (como a divulgação de notícias falsas) e aqueles que podem ser legítimos, tais como a realização de negociações com valores mobiliários.

“O segundo ponto em que entendo que a construção feita pela Relatora deva ser aplicada com extremo cuidado é a possibilidade de se inferir dolo eventual em relação aos comitentes beneficiados, e digo isso sabendo que essa colocação teórica em nada afeta a análise do caso específico, em que a tônica de atuação dos acusados, conjugada com os vínculos interpessoais, é suficiente para inferir o dolo específico e a participação no “esquema”. Como bem ressaltado no voto, não parece razoável acreditar que qualquer investidor que tenha recebido recursos de operações no mercado futuro, sempre lucrativas, durante vários meses, sem qualquer depósito de garantia, ou mesmo sem investimento, não percebesse que tais resultados somente podiam existir em virtude de algum esquema pré-arranjado de distribuição de resultados e naturalmente ilícito. No entanto, resisto à tese de que o dolo eventual possa ser usado em todos os casos; em especial, em relação aos comitentes. Como enfatizou a Diretora-relatora, o dolo eventual cabe somente em casos bastante específicos. Digo isso porque já me deparei com alguns processos em que o uso de dolo eventual seria inadequado.”

⁷⁴⁹ Caso Gradual – PAS CVM nº 12/2010, j. em 07.10.2014. Voto Vencedor da Diretora Luciana Dias.

⁷⁵⁰ “(...) o tipo “prática não equitativa”, conforme a descrição da alínea “d” do item II da Instrução CVM nº 8 pre“scinde, para sua configuração, de dolo específico, porquanto não se exige do agente a intenção de atingir um fim especial com a prática do delito.

“O referido tipo admite, pelo contrário, dolo eventual na sua configuração, espécie em que há assunção do risco de produção do resultado pelo agente. Assim, por exemplo, o caso da corretora UMUARAMA. A corretora tinha sérias falhas de controle interno, entre os quais, a especificação dos nomes dos comitentes apenas após o término do pregão, que possibilitaram os esquemas ocorridos.

“Nesse sentido, ainda que não seja possível afirmar que a corretora intencionasse os prejuízos, a manutenção de controles a tal ponto omissivos, faz presumir que os referidos prejuízos eram, no mínimo, esperados. Assim, devem ser responsabilizados tanto a UMUARAMA, quanto o seu diretor responsável pelas operações realizadas na BM&F, a quem competia fiscalizar e garantir a equidade de todas elas.

“A Corretora, destarte, tem culpa própria na ocorrência de prática não equitativa, pois proporcionou e potencializou ambiente propício à ocorrência dos atos, de acordo com evidências arroladas nos autos. Por tal, não há que se falar de incomunicabilidade da culpa, como pretendido pela acusada.

“A teoria finalista, desenvolvida pelo direito penal, mas de fácil aplicação para o direito administrativo sancionador, enxerga a vontade como mola propulsora da ação, pelo que o dolo se situa no campo da ação do infrator. Nesse ponto, o conhecimento das falhas operacionais da corretora, pressuposição que se faz àqueles que nela trabalhavam, traz suspeição às operações carreadas por tais pessoas. Pois bem, o resultado positivo em 100%, ou muito próximo disso, que auferiu a maioria dos envolvidos com estas pessoas ligadas à corretora, serve a confirmar o desequilíbrio nas operações apontadas. (Caso Umuarama — PAS CVM nº 20/2005, j. em 12.04.2011. Voto vencedor do Relator Eli Loria).

⁷⁵¹ BAGNOLI, Mark; LIPMAN Barton L. Stock Price Manipulation Through Takeover Bids. **The RAND Journal of Economics**. Vol. 27, N. 1 (Spring, 1996), p. 126.

Em vista das dificuldades envolvendo a aplicação, a casos concretos, de conceitos que demandam a prova da intenção, convém, na medida do possível, eliminar tais dificuldades ao formular os tipos.

5.2.1 Prova em geral e da intenção em particular

Como visto, a principal objeção à inclusão da intenção nas definições de abuso de mercado está relacionada à dificuldade de prová-la. Algumas ponderações sobre a prova de abusos no mercado em geral auxiliam a enquadrar melhor o problema da prova da intenção.

Em primeiro lugar, serão examinadas algumas alegações quanto à maior ou menor dificuldade da prova de operações abusivas. A seguir, serão abordadas a correlação entre modo de negociação e prova, determinadas circunstâncias consideradas como indícios, as particularidades da prova da intenção e, por fim, técnicas que auxiliam a obter provas.

Dentre as dificuldades para a detecção, Janet Austin cita a possibilidade de ocultação de evidências pelos envolvidos, a ausência de vítimas no sentido tradicional do direito criminal que possam testemunhar; a necessidade de provar a intenção do manipulador; a potencial complexidade dos negócios e a dificuldade ou inviabilidade de obter informações de outras jurisdições⁷⁵².

Ainda no âmbito das dificuldades probatórias, outro elemento invocado pela doutrina é a natureza altamente regulada dos serviços financeiros, o que faz com que seus participantes sejam mais cautelosos ao evitar a disponibilização de provas de suas intenções ilícitas⁷⁵³.

De modo contrário a muitos dos doutrinadores, Easterbrook sustenta que, na verdade, a manipulação não é difícil de ser identificada e comprovada, porque ela precisa ser tornada pública e deixa um rastro formal de sua ocorrência, ao menos nos mercados de

⁷⁵² 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. 266.

⁷⁵³ 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, pp. 386.

futuros⁷⁵⁴. Corroborando isso, Jane Austin menciona que o modo mais comum de detectar abusos é por meio de softwares que monitoram padrões anormais no mercado⁷⁵⁵. De fato, os indícios para detectar os abusos não são poucos, notadamente quando se trata da oscilação de preços ou volume⁷⁵⁶.

Nos casos de divulgação de informações falsas ou de conluio para fixar preços a prova seria um problema secundário para Yesha Yadav, porque tais condutas seriam, por essência, manipulativas⁷⁵⁷.

Com efeito, é difícil pensar em divulgação não intencional de informações fraudulentas. Pode-se cogitar de um texto fictício divulgado acidentalmente como se real fosse ou de erro na escrita, mas seriam situações excepcionais e em geral facilmente identificáveis.

Por outro lado, quando se trata de negociações classificadas como ilegais em razão do fim de influenciar preços, a intenção de manipular torna-se essencial.

Para Norman Poser algumas operações, tais como *wash sales* e *matched orders*, para as quais raramente haveria justificativa econômica⁷⁵⁸, não poderiam ter outra finalidade que não manipular o mercado e, por esse motivo, em relação a elas, não seria preciso comprovar a intenção do manipulador⁷⁵⁹.

Ainda quando se trata de abuso por negociação, se ocorrido no âmbito das negociações de alta frequência, Yesha Yadav afirma que a intenção seria teoricamente mais fácil de ser provada, por haver um registro das negociações e do algoritmo que as determinou⁷⁶⁰.

A manipulação por meio da *internet*, por sua vez, facilita a prova, pelos rastros deixados em salas virtuais usadas para *boiler rooms*, mas, por outro lado, pode torná-la

⁷⁵⁴ 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. S107-S123.

⁷⁵⁵ 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. 266.

⁷⁵⁶ 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. S118.

⁷⁵⁷ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). **Virginia Law Review**, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, p. 19.

⁷⁵⁸ JACOBS, Arnold S. Regulation of manipulation by SEC Rule 10b-5. 18 **N. Y. L. F.** 511 1972-1973, p. 517.

⁷⁵⁹ POSER, Norman S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. 40 **U. Miami L. Rev.** 671 1985-1986, p. 702.

⁷⁶⁰ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). **Virginia Law Review**, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, pp. 36-37.

mais difícil, seja pela ocultação da identidade dos responsáveis, seja pela possibilidade de sua realização em outras jurisdições⁷⁶¹.

Stephen Pirrong afirma que grandes manipulações baseadas em poder de mercado poderiam ser objetivamente identificadas. Embora a mesma facilidade não exista para outras modalidades de manipulação, essas não seriam tão relevantes⁷⁶².

Um padrão probatório baixo, segundo Rosa Abrantes-Metz, Gabriel Rauterberg e Andrew Verstein, permitiria que diversas considerações fossem feitas por *expert* econômico para determinar a ocorrência de manipulação⁷⁶³. É preciso acrescentar, porém, que um padrão excessivamente baixo teria o efeito oposto, pois dispensaria quaisquer indagações quanto à realidade das operações.

Um procedimento semelhante, que é apresentado como uma técnica quantitativa de supervisão⁷⁶⁴, é explorado por Marcello Minenna, tendo por base uma série de critérios – tais como os volumes de negociação, retornos sobre os valores mobiliários e a concentração do mercado – a serem acompanhados diariamente e que permitiriam a detecção da presença de abuso no mercado⁷⁶⁵.

No âmbito da fiscalização de irregularidades, o uso de *screen* – técnica de detectar procedimento ilícito a partir de análises econômicas e estatísticas – é fundamental no âmbito dos abusos no mercado. Essa técnica teve papel relevante em litígios históricos, como no que diz respeito ao *backdating* de opções e em uma suposta conspiração de corretores da Nasdaq por meio da qual cotações em oitavos ímpares eram evitadas (isso elevava os *spreads* e lhes conferia maiores ganhos). Tais procedimentos podem ser adotados pelas próprias organizações encarregadas de prevenir a prática de abusos por seus funcionários, representando importante ferramenta de *compliance*⁷⁶⁶.

⁷⁶¹ TOROSS, Nancy. Double-Click on This: Keeping Pace with On-Line Market Manipulation, 32 *Loy. L.A. L. Rev.* 1399 (1999), p. 1419.

⁷⁶² PIRRONG, Stephen Craig. The self-regulation of commodity exchanges: the case of market manipulation 38 *J.L. & Econ.* 141 1995, p. 145.

⁷⁶³ 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, pp. 410-414.

⁷⁶⁴ 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. 33.

⁷⁶⁵ 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. 32.

⁷⁶⁶ 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, pp. 398-405.

Nessa mesma linha, há quem sustente que mecanismos adotados pelos agentes privados para a supervisão dos mercados ainda seriam pouco utilizados pelos reguladores para formatar seus métodos de supervisão⁷⁶⁷. Um aspecto em que a regulação de valores mobiliários tem ainda a aprender com outras áreas diz respeito ao uso de estimativas controladas de detecção (DCE – Detection controlled estimations), ferramentas empregadas por economistas para detectar ocorrências proibidas, desenvolvidas para atividades tais como regular usinas nucleares, identificar evasão fiscal e observar a legislação ambiental. No âmbito do mercado de valores mobiliários, alguns fatores considerados pelos autores são o tempo das infrações, a liquidez dos ativos, as assimetrias informacionais e a existência de um mercado derivativo, que poderia fazer com que as negociações em um mercado tenham por finalidade influenciar o mercado derivado⁷⁶⁸.

No Brasil a BSM monitora 100% das operações (ofertas e negócios) realizadas nos mercados da B3, buscando identificar qualquer movimento fora do padrão, com foco em comportamentos atípicos de investidores, considerando os padrões de atuação e perfil; comportamentos atípicos dos ativos, à luz dos movimentos de preço e volume, bem como informações relevantes e seu impacto sobre a volatilidade de um ativo ou dos ativos de determinado setor⁷⁶⁹.

Feitas tais considerações, pode-se tratar da questão da prova da intenção especificamente, considerada por alguns como o elemento mais difícil de comprovar, a depender do recurso a evidências circunstanciais⁷⁷⁰.

Inicialmente, cabe notar que a declaração do acusado como prova não é impossível, e foi essa a natureza da evidência utilizada pela CVM no caso Sanepar, em que as gravações das conversas entre a parte condenada por manipular e seu corretor foram amplamente referidas na decisão:

144. O dolo, elemento nem sempre fácil de ser caracterizado nos casos de manipulação, está amplamente comprovado na atuação da Acusada, pois resta clara a sua intenção de forçar a baixa do preço das ações, comprovada ou pela transcrição das conversas havidas entre seus representantes e o operador da Itaú

⁷⁶⁷ DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. 6 *NTU L. Rev.* 55 2011, p. 69.

⁷⁶⁸ DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. 6 *NTU L. Rev.* 55 2011, pp. 81-82.

⁷⁶⁹ Cf. <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/supervisao-de-mercado/como-funciona>, acesso em 27.nov. 2017.

⁷⁷⁰ BLOOMENTHAL, Harold S. Market-makers, manipulators and shell games. 45 *St. John's L. Rev.* 597 1970-1971, p. 614; 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, pp. 711-713.

Corretora, ou pelo fato de as decisões de venda não estarem em consonância com a estratégia muito bem fundamentada de *buy and hold*, arguida na defesa e pelas declarações da Acusada, a seguir reproduzidas (fls. 1.081 e 1.082):

Sanepar é um dos poucos casos de investimento em infra-estrutura com capitalização de mercado que se enquadra no universo de investimento destes fundos e que a Vinci Equities identificou possuir um valor muito abaixo do seu preço justo. Por isso foi tomada a decisão de investir em Sanepar especificamente para estes veículos, o que fez com que tivéssemos um viés de compra elevado e constante, conforme as posições demonstradas por esta D. Autarquia na pergunta n° 2 do Ofício.

*Nesse contexto, considerando tal viés de compra e os montantes efetivamente adquiridos, as vendas realizadas por tais veículos foram praticamente irrelevantes, e foram realizadas com o objetivo de melhorar o preço médio de compra de tais ações da Sanepar.*⁷⁷¹

Também no Caso Mundial houve recurso a gravações:

117. Outro evento indicativo da atuação de Rafael Ferri na direção de manipular o preço das ações da Mundial foi a conversa mantida por Marco Stein, seu sócio na sociedade de agentes autônomos, com G.S., da corretora Mirae, quando este, ao indagar aquele sobre os motivos pelos quais Rafael Ferri opera lotes de 100 e não de 1.000, recebe como resposta que a intenção é “fazer número de negócios [...] ele quer ficar incomodando no book [...] a gente opera número de negócios [...] não é por que vai aumentar a quantidade por ordem que a gente vai fazer menos ordens [...] todas a corretoras acham ruim isso aí, mas, pro papel é bom, entendeu?”⁷⁷²

Gravações foram igualmente citadas no Caso Hugo e na Ação Penal n° 5067096-18.2012.4.04.7100/RS, julgada em 7 de novembro de 2016, na qual Rafael Ferri e Michael Lenn Ceitlin foram condenados por manipulação de mercado e *insider trading*.

Poder-se-ia acolher a proposta de submeter ao escrutínio do regulador, com uma presunção de intenção manipulativa, as operações suspeitas, atribuindo ao investigado o ônus de provar sua inocência, se fosse o caso, demonstrando ter um propósito legítimo para a negociação⁷⁷³. Tal estratégia teria a vantagem de coibir negociações distanciadas dos fundamentos econômicos, permitir transações grandes e legítimas que influenciam preços sem grandes custos e imporia o ônus da prova da intenção ao próprio investidor, que pode produzir essa prova com o menor custo⁷⁷⁴. O problema que persiste aqui é o conceito de “propósito legítimo”, que demandaria mais definição quanto ao que são “operações regulares” e “fins legítimos” no mercado, para ser útil. No caso Sanepar, por

⁷⁷¹ PAS RJ2012/9808, j. em 18.12.2015 (Caso Sanepar), voto vencedor do Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes.

⁷⁷² PAS CVM n° RJ2012/11002, j. em 08.12.2016 (Caso Mundial), voto vencedor do Diretor-Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes.

⁷⁷³ DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. 6 *NTU L. Rev.* 55 2011, pp. 80-81.

⁷⁷⁴ DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. 6 *NTU L. Rev.* 55 2011, p. 81.

exemplo, houve divergência quanto à legitimidade do propósito das operações, e essa modalidade de divergência tende a permanecer, caso mantidos os mesmos conceitos.

Mesmo nos casos em que tal declaração não está presente, não se podem subestimar os diversos indícios que são capazes de permitir a prova da intenção. Nesse contexto, já se consideraram como indícios de abusos (i) a realização de operações de forma contrária ao que seria o interesse comercial aparente; (ii) a negociação com montantes elevados, em desconformidade com comportamento comercial comum; (iii) o uso de determinados tipos de ordens; (iv) pagamento de preços acima do valor justo⁷⁷⁵; (v) o fato de a parte ser pressionada por credores a quem deu valores mobiliários em garantia⁷⁷⁶; (vi) a colocação de ofertas a preços crescentes⁷⁷⁷; (vii) a dissonância entre os preços supostamente manipulados e outros correlacionados⁷⁷⁸; (viii) o intervalo entre os negócios; (ix) a visibilidade dos instrumentos utilizados⁷⁷⁹; (x) o caráter incomum de determinadas operações⁷⁸⁰ e (xi) a existência de um interesse pecuniário direto no sucesso de uma oferta⁷⁸¹.

No lugar de deixar tais construções exclusivamente para a jurisprudência, essas circunstâncias devem, sempre que possível, ser incluídas nos tipos.

Claro que o recurso a indícios apresenta riscos e inconvenientes.

Yesha Yadav menciona que a aceitação, para provar a manipulação, de indícios muito suaves, como o caráter incomum da operação (ou indícios ambíguos⁷⁸²), inviabilizaria a adoção de práticas agressivas, mas perfeitamente legítimas, dependendo

⁷⁷⁵ 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, pp. 377-378.

⁷⁷⁶ JACOBS, Arnold S. Regulation of manipulation by SEC Rule 10b-5. 18 *N. Y. L. F.* 511 1972-1973, pp. 522-523.

⁷⁷⁷ 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, pp. 708-709.

⁷⁷⁸ 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, pp. 372-374.

⁷⁷⁹ NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 *Val. U. L. Rev.* 1169 (2008), p. 1212.

⁷⁸⁰ 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, pp. 376-377.

⁷⁸¹ 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, pp. 711-713.

⁷⁸² DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. 6 *NTU L. Rev.* 55 2011, p. 62.

dos objetivos do investidor⁷⁸³. No mesmo sentido, coloca-se o problema da grave presunção de irregularidade que pode recair sobre operações de curto prazo com impacto sobre cotações⁷⁸⁴, quando se considera esse impacto como critério essencial para definir o ilícito.

Por fim, há que se considerar o viés da retrovisão do julgador, que avaliando os fatos após sua ocorrência, pode considerar manipulativo um comportamento que não o era⁷⁸⁵.

Em suma, embora a prova da intenção seja desafiadora, não chega a ser um problema incontornável.

Sem prejuízo dos aspectos controvertidos relativos à prova de abusos, alguns mecanismos específicos podem ser adotados para facilitar tal procedimento. Um deles é o incentivo aos delatores (*whistleblowers*), com a previsão de pagamento de um prêmio, contemplado no Dodd-Frank Act, bem como de compensações para os delatores que sofrem retaliação⁷⁸⁶.

A CVM, que já possuía, por força da Lei nº 6.385/76, alterada pela Lei nº 9.457/97, competência para firmar termos de compromisso com acusados, passou a poder celebrar, também, acordos administrativos com extinção ou redução de pena, mediante colaboração da parte, por força do disposto no art. 30⁷⁸⁷ da Lei nº 13.506/17, aplicável à CVM por previsão do art. 34⁷⁸⁸ da mesma lei, o que pode auxiliar na obtenção de provas.

É necessário maior estudo da detecção e prova de eventuais abusos⁷⁸⁹, mas priorizar a definição do comportamento que se pretende coibir é o caminho mais simples para

⁷⁸³ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). *Virginia Law Review*, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, pp. 19-20.

⁷⁸⁴ BERLE, A. A. *Stock Market Manipulation*. 38 *Colum. L. Rev.* 393 1938, p. 406.

⁷⁸⁵ YADAV, Yesha, The Failure of Liability in Modern Markets (August 28, 2015). *Virginia Law Review*, nº 106, 2016, no prelo; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-21. Disponível em SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2652893>, acesso em 19 jan. 2016, pp. 20-21.

⁷⁸⁶ LEWIS, Brian *et al.*. Securities Fraud. 52 *Am. Crim. L. Rev.* 1567 2015, pp. 1649-1650.

⁷⁸⁷ “Art. 30. O Banco Central do Brasil poderá celebrar acordo administrativo em processo de supervisão com pessoas físicas ou jurídicas que confessarem a prática de infração às normas legais ou regulamentares cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar, com extinção de sua ação punitiva ou redução de 1/3 (um terço) a 2/3 (dois terços) da penalidade aplicável, mediante efetiva, plena e permanente cooperação para a apuração dos fatos, da qual resulte utilidade para o processo, em especial:

“I - a identificação dos demais envolvidos na prática da infração, quando couber;

“II - a obtenção de informações e de documentos que comprovem a infração noticiada ou sob investigação.”

⁷⁸⁸ “Art. 34. Aos processos administrativos sancionadores conduzidos no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários aplica-se, no que couber, o disposto no § 3º do art. 19 e nos arts. 21, 22, 24, 25, 29, 30, 31 e 32 desta Lei, observada regulamentação editada pela Comissão de Valores Mobiliários.”

⁷⁸⁹ 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. 1.

refinar o método para identificá-lo. Isso corrobora a tese aqui defendida de que o problema central não é a prova da manipulação ou da intenção de manipular, mas a imprecisão dos conceitos.

Enfim, embora a dificuldade probatória deva ser considerada, ela não pode ser acolhida como justificativa suficiente para afastar a efetiva caracterização da culpabilidade, sob pena de incorrer no risco de condenar inocentes. Nem mesmo a possibilidade de ser inviabilizada a punição de infratores justificaria isso: o elemento central das irregularidades, que é o uso de informações falsas, não suscita o mesmo problema relativo ao dolo. Em relação às outras condutas, deve-se buscar tipos que não suscitem os problemas relacionados à prova da intenção, além de regras estruturais que vedem a possibilidade de práticas abusivas⁷⁹⁰.

5.3 Resultado: influência efetiva e tentada

Outro aspecto a ser considerado na definição do conceito de abuso é se deve ser reprimida a mera conduta ou se deve ser exigida a caracterização do resultado danoso. Sendo exigido o resultado, discute-se, ainda, se é necessário comprovar que dele tenha decorrido prejuízo concreto.

A definição do ilícito pelo resultado afigura-se solução para quando não é possível especificar a conduta a ser coibida. Nisso reside o apelo de condenar a influência sobre preços. No entanto, como exposto anteriormente, tal resultado não é ruim em si e uma proibição nessa linha seria excessivamente abrangente, englobando práticas como recompras e estabilização de preços.

De todo modo, à luz de conceitos que remetem ao impacto sobre os preços, a distorção efetiva é necessária para que se possa julgar ter havido manipulação⁷⁹¹. Já se observou, porém, que o manipulador não precisa ter sido o único responsável pela mudança no preço⁷⁹².

⁷⁹⁰ Limitações em oscilações de preços e limites mais rígidos para a realização de leilões, por exemplo.

⁷⁹¹ 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. 370.

⁷⁹² 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. 370.

No Caso Sanepar, a CVM julgou ser irrelevante a obtenção de vantagem patrimonial, bem como a demonstração da ocorrência de prejuízos aos investidores⁷⁹³. A ausência de efeito sobre os preços foi invocada como argumento por um Diretor da CVM, em voto vencido:

Ademais, sempre que há a criação de uma condição artificial, o preço da ação tende a retornar ao curso normal após o fim da intervenção, sendo esse justamente o perigo para os demais investidores, que sofreriam os impactos dessas alterações artificiais. O valor das ações da SANEPAR, no entanto, não sofreram alterações substanciais de preço, durante ou após a intervenção, de forma que não se pode afirmar que houve prejuízo aos demais investidores em decorrência da atuação da Vinci.⁷⁹⁴

Em dois precedentes norte-americanos a ausência de impacto nos preços foi ponderada para afastar acusações de manipulação. Um desses casos versava sobre suposta manipulação de ações da Apple, em que se presumiu que a arbitragem por investidores profissionais afastaria os efeitos de eventuais negociações por investidores iludidos. No outro caso, discutia-se o prazo divulgado para que uma usina nuclear entrasse em funcionamento, inferior ao efetivamente verificado, tendo sido avaliado que os profissionais de mercado, pelo menos, sabiam que a estimativa divulgada não era realista.⁷⁹⁵ De fato, não caberia punição na hipótese de inaptidão da conduta para atingir o resultado vedado, comprovado por fatos posteriores, como parece ter sido o caso.

Quando há influência sobre os preços, é preciso ponderar, ainda, quão relevante é o caráter temporário ou permanente desse impacto. Essa avaliação leva em consideração fatos posteriores aos atos supostamente manipuladores.

Houve controvérsia entre a SEC e um tribunal norte-americano quanto ao valor dos fatos subsequentes para auferir se houve manipulação, não obstante não pareça haver bons argumentos para afastar, de forma genérica e sem justificativa específica, sua utilidade

⁷⁹³ “131. Ainda que o objetivo do agente seja obter vantagem patrimonial ilícita decorrente do erro dos investidores, que desconhecem o caráter enganoso das cotações, essa vantagem não é elemento do tipo descrito, por constituir ilícito de mera conduta, sendo, assim, desnecessário à Acusação apontar a vantagem patrimonial advinda da conduta vedada ou os prejuízos causados aos investidores. Neste sentido, menciono o voto da Diretora Ana Novaes no PAS CVM nº RJ2013/5194, julgado em 19.12.14:

“O tipo não exige a comprovação de um resultado material efetivo. Trata-se de ilícito administrativo formal ou de perigo abstrato. Contudo, para que seja aplicada a penalidade é necessário demonstrar o nexos causal entre o artifício e o resultado, a efetiva produção de cotações enganosas.”

(PAS RJ2012/9808, j. em 18.12.2015 (Caso Sanepar), voto vencedor do Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes).

⁷⁹⁴ PAS RJ2012/9808, j. em 18.12.2015 (Caso Sanepar), voto vencedor do Diretor Gustavo Borba.

⁷⁹⁵ LANGEVOORT, Donald C. Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited. 140 U. Pa. L. Rev. 851 (1992), pp. 905-908).

probatória⁷⁹⁶. Pelo contrário, caberia a ponderação do art. 131, 3 do revogado Código Comercial, que dispunha que “o fato dos contraentes posterior ao contrato, que tiver relação com o objeto principal, será a melhor explicação da vontade que as partes tiveram no ato da celebração do mesmo contrato”, substituindo-se o conceito de contrato pelo de ato praticado no mercado de valores mobiliários.

Os fatos posteriores fornecem indício valioso para julgar a conduta que os gerou, mas diante da diversidade de fatores que podem contribuir ou prejudicar o caráter temporário do impacto nos preços, tal elemento não deveria constar dos tipos.

Em casos de criação de condições artificiais, a CVM decidiu que qualquer negócio realizado com fim estranho ao mercado de capitais já caracterizaria a apresentação de “indícios ilusórios” ao mercado:

36. Por fim, os acusados afirmam que um terceiro elemento seria necessário para a caracterização do tipo de ilícito reconhecido pelo Colegiado em 11.3.2014: “*a efetiva alteração de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários objeto das operações*” (fl. 466). Em seguida, buscam demonstrar que o volume de operações relacionadas ao sistema de remuneração de João Gordinho não seria significativo, nem capaz de alterar o processo de formação de preços nos mercados em que foram realizadas.

37. Contudo, também discordo desse argumento. Em linha com precedentes do Colegiado (inclusive, mais recentes do que aqueles discutidos pelos acusados), entendo que ainda que a Acusação não tenha discutido se as operações fugiram ou não dos padrões de mercado, os artifícios envolvidos para a emissão e alocação de ordens – que não foram refutados pelos acusados – são suficientes para que se considere a apresentação de indícios ilusórios ao mercado com relação à liquidez e volume de negociação dos ativos objeto dessas operações.

38. Tais precedentes consideram que a constatação de artificialidade de uma determinada operação seria suficiente para demonstrar a alteração de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, tornando desnecessária a quantificação dessa alteração. Afinal, o intuito da norma ora discutida é vedar “*toda e qualquer situação que possa, potencialmente, prejudicar o bom funcionamento do mercado de capitais e a sua higidez*”.

39. Em virtude do exposto acima, entendo que as operações realizadas para viabilizar o pagamento de remuneração variável a João Gordinho implicaram a criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço de valores mobiliários, em violação à Instrução CVM nº 8, de 1979.⁷⁹⁷

Se, enfim, o que se pretende condenar é qualquer negociação individual, por mais insignificante que seja, porque a finalidade perseguida é ilegítima, melhor seria empregar um conceito que tivesse por foco outro elemento que não a criação de condições artificiais, do que recorrer à premissa de que qualquer negócio influencia o mercado.

⁷⁹⁶JACOBS, Arnold S. Regulation of manipulation by SEC Rule 10b-5. 18 N. Y. L. F. 511 1972-1973, pp. 524-525.

⁷⁹⁷Caso Gradual – PAS CVM nº 12/2010, j. em 07.10.2014. Voto Vencedor da Diretora Luciana Dias.

A suposta dificuldade de provar integralmente a ocorrência de manipulação faz com que as autoridades, por vezes, procurem punir a tentativa, para se afastar desse ônus⁷⁹⁸. No geral, parece que o autor deve responder pela tentativa, como previsto expressamente na legislação europeia⁷⁹⁹, conforme a regra geral do direito penal⁸⁰⁰.

Nos casos de crime de mera conduta, não cabe tratar de prejuízo e, nesse sentido, Nelson Eizirik et. al., comentando a manipulação coibida na letra “b” do inciso II da ICVM nº 8/79, sustentam ser cabível a aplicação de penalidade independentemente da quantificação dos prejuízos⁸⁰¹.

Quando exigido o resultado, a existência de algum prejuízo em consequência da conduta constitui outro elemento cuja presença, para caracterizar determinada prática como irregular, é controvertida. Ainda que a prova de prejuízo individual específico, ou a quantificação desse prejuízo, possa ser dispensada em alguns casos, a existência de resultado danoso para o mercado, ainda que potencial, deveria ser a premissa de qualquer punição.

A impossibilidade de quantificação do dano não impediria a punição, segundo a CVM⁸⁰². Também foi considerado não ser necessário comprovar o dano para a

⁷⁹⁸ SIEMS, Mathias; NELEMANS, Matthijs. The Reform of the EU Market Abuse Law: Revolution or Evolution? 19 *Maastricht J. Eur. & Comp. L.* 195 2012, pp. 199-200.

⁷⁹⁹ Art. 15 do Regulamento 596/2014: “É proibida a manipulação de mercado ou a tentativa de manipulação de mercado.”

⁸⁰⁰ “Art. 14 - Diz-se o crime:

“**Crime consumado**

“I - consumado, quando nele se reúnem todos os elementos de sua definição legal;

“**Tentativa**

“II - tentado, quando, iniciada a execução, não se consuma por circunstâncias alheias à vontade do agente.

“**Pena de tentativa**

“Parágrafo único - Salvo disposição em contrário, pune-se a tentativa com a pena correspondente ao crime consumado, diminuída de um a dois terços.”

⁸⁰¹ EIZIRIK, Nelson. *et al. Mercado de capitais – regime jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 547.

⁸⁰² “30. Quando certos investidores, em negociações com valores mobiliários, como no caso em tela, obtêm lucros reiteradamente em detrimento sistemático de outrem devidamente identificado, no caso, a PRECE, é patente a existência de um desequilíbrio/desigualdade entre as partes quando da realização das operações e quando de sua distribuição, dentro de um mesmo ambiente de negociação. Os fatos mencionados acima - tais como especificação a posteriori de ordens em detrimento da Fundação e benefício de outros investidores identificados, e o registro de ordens após a sua execução -, são a exata descrição do tipo vedado no item II, letra “d”, da Instrução CVM nº 8/1979. A discussão acima vai muito além de deduções e sugestões, demonstrando claramente a existência de um esquema para beneficiar ilicitamente certos investidores.

“31. Ao argumentarem que as operações eram regulares, os acusados subvertem a peça acusatória. É óbvio que as operações com day-trade de ações são lícitas no país, o que não é permitido é a distribuição a posteriori dos melhores preços para alguns clientes da corretora e dos piores para outros, conforme ficou patente na peça acusatória.

“32. Quanto à suposta inexistência de prejuízos à PRECE e à eventual necessidade de sua quantificação, conforme alegado intempestivamente pela Defesa, observo ainda, que não se faz necessário ligar o ganho dos comitentes diretamente às perdas da PRECE para constatar, no caso em tela, a existência das práticas não equitativas. O que ficou claramente comprovado é que a distribuição intencional em favor de certos

caracterização de operação fraudulenta, o que acabou se revelando secundário para o caso porque os acusados foram absolvidos por falta de provas do suposto esquema⁸⁰³.

Houve caso diverso no qual se decidiu que a comprovação de existência de prejuízo para o investidor seria dispensável⁸⁰⁴.

A questão depende da formulação dos tipos e do comportamento que se pretende coibir. Em se tratando de ilícitos administrativos, deve-se ter por premissa um potencial prejuízo decorrente de cada conduta proibida, ainda que não seja possível individualizá-lo, problema mais afeito à esfera da responsabilidade civil.

Porém, é claro que a conduta deveria ter, no mínimo, o potencial de causar prejuízos. O indivíduo que divulga, de forma despreziosa, inconvincente e jocosa, informações falsas sobre uma companhia, não pode ser responsabilizado por isso, porque

comitentes impediu a PRECE de obter preços médios compatíveis com aqueles do mercado ou com aqueles obtidos pelos comitentes beneficiados. É preciso reconhecer a complexidade e mesmo a impossibilidade de se calcular tal dano. Mas este fato não pode ser um impedimento à ação sancionadora desta Autarquia nos casos em que se faça necessário. Acredito que estamos diante de um desses casos. O simples fato de não ser possível determinar a extensão do dano causado pela conduta ilícita não pode impedir a atuação sancionadora da CVM, notadamente em casos como o presente, no qual se logrou comprovar a efetiva realização de especificações sistemáticas de operações de day-trade em prejuízo a um comitente e benefício direto de outros. A CVM não pode constatar a ocorrência deste fato, e não usar de seu poder sancionador porque não há como se calcular precisamente o dano. Seria destruir a equidade e integridade do mercado e exigir a presença de um elemento (o dano) não previsto no tipo administrativo de que se trata.” (PAS CVM nº SP2007/139 (Caso TOV), j. em 30.07.2013. Voto vencedor da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes).

⁸⁰³ “9. A resposta a essa pergunta se torna bastante complicada quando se constata que a acusação não identificou como se implementava o “esquema” que ela entendeu que ocorria. Havia um investidor ou alguns investidores preteridos ou, mesmo, prejudicados com as operações que, ao final, foram reespecificadas para Oswald José Levy de Souza? Eles recebiam as operações que, ao fim, não eram (tão) lucrativas e o investidor acusado recebia as operações (mais) lucrativas?

“10. Embora não seja necessário demonstrar a existência de prejuízo para que reste configurada a operação fraudulenta, as respostas às perguntas acima aludidas poderiam reforçar a tese suscitada pela acusação. Mas não se sabe nada além dos três indícios acima mencionados. Assim, e porque, no presente caso, estamos diante de uma amostragem que não é muito relevante (foram negócios em apenas sete pregões), entendo que faltam indícios ou provas a justificar uma condenação.” (Caso Oswald – PAS CVM nº SP2007/0113, j. em 26.03.2013. Voto vencedor do Relator Otavio Yazbek).

⁸⁰⁴ “33. Como visto no item 17, para a caracterização da operação fraudulenta a existência de prejuízo ao investidor não é requisito essencial. Basta que o agente tenha tido a intenção de obter vantagem ilícita para si ou terceiros, usando de ardid ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro.

“34. Quanto à alegação da inexistência de sujeito passivo determinado, este não é o caso, pois a Acusação bem demonstrou que a fonte das reespecificações eram os contratos do Librium. Portanto, a FAPES como cotista única do Librium é o sujeito passivo e determinado que, tendo sido mantida em erro, sofreu as consequências de não ter tido a sua estratégia devidamente implementada. Gostaria de aproveitar o ensejo para reafirmar o meu entendimento de que os ilícitos contra o mercado de capitais não necessariamente exigem a presença de um sujeito passivo definido. É só imaginar o delito da manipulação do preço através de uma fraude: todos os participantes do mercado que se utilizam daquele preço seriam prejudicados. É preciso examinar o delito caso a caso. Mas não se pode concluir que, da impossibilidade de identificar um investidor prejudicado, decorre a inexistência do delito.” (Caso Librium – PAS CVM nº 05/2008, j. em 12.12.2012. Voto vencedor da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes).

sua conduta jamais teve a aptidão de prejudicar o mercado. Nesse caso, deve ser observada a regra do crime impossível⁸⁰⁵.

5.4 O domínio da informação

Como visto, o principal fator para a formação dos preços de valores mobiliários é a informação. Seu fluxo e confiabilidade, portanto, são objeto de relevante tutela. As práticas que importam em atentado ao regular trâmite das informações devem constituir o eixo básico das condutas vedadas (sem prejuízo das normas que determinam a divulgação de informações pelas companhias abertas, que servem como mecanismo de prevenção a tais práticas⁸⁰⁶).

5.4.1 Divulgação de informações falsas

O conceito de manipulação por informação tem por base a divulgação de informações ou rumores falsos, com o fim de influenciar os preços de valores mobiliários⁸⁰⁷.

A prática do uso indevido de informações é bastante difundida. Em um levantamento dos processos movidos pela SEC entre janeiro de 1990 e outubro de 2001, foi apurado que mais da metade dos casos envolvia a divulgação de rumores⁸⁰⁸.

É possível, por meio da divulgação de notícias falsas, incorrer nas quatro infrações previstas na ICVM nº 8/79: criação de condições artificiais, manipulação de mercado, operação fraudulenta e prática não equitativa. Explicitando: a) criar condições artificiais (conceituando artificial, aqui, como resultante da mentira), b) manipular o mercado (sendo a informação falsa o artifício), c) o que constitui conduta fraudulenta, e que d) coloca as

⁸⁰⁵ Crime impossível: “Art. 17 - Não se pune a tentativa quando, por ineficácia absoluta do meio ou por absoluta impropriedade do objeto, é impossível consumar-se o crime.”

⁸⁰⁶ ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Stock-Price Manipulation. *The Review of Financial Studies*, Vol. 5, No. 3 (1992), p. 505.

⁸⁰⁷ ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Stock-Price Manipulation. *The Review of Financial Studies*, Vol. 5, No. 3 (1992), p. 505.

⁸⁰⁸ AGGARWAL, Rajesh K.; WU, Guojun. Stock Market Manipulations. *The Journal of Business*, Vol. 79, No. 4 (July 2006), p. 1938.

partes em situação não equitativa (porque uma parte sabe que a informação é falsa e a outra não). Nisso está a origem dos problemas na aplicação dos conceitos atuais.

Desse modo, o tipo essencial da conduta abusiva deveria ser **a divulgação de informações equivocadas**. Nesse aspecto, os conceitos das letras “c” e “d” do item 1 do artigo 12 do Regulamento N° 596/2014 são um ponto de partida interessante:

- c) Divulgar informações através dos meios de comunicação social, incluindo a Internet, ou através de outros meios, que deem ou sejam idóneas para dar indicações falsas ou enganosas quanto à procura ou preço de um instrumento financeiro, um contrato de mercadorias à vista com ele relacionado ou um produto leiloadado baseado em licenças de emissão, ou fixem ou sejam idóneas para fixar o preço de um ou vários instrumentos financeiros, contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou um produto leiloadado baseado em licenças de emissão a um nível anormal ou artificial, incluindo a divulgação de rumores, quando a pessoa que procedeu à divulgação sabia ou devia saber que essas informações eram falsas ou enganosas;
- d) Transmitir informações falsas ou enganosas ou facultar dados falsos ou enganosos relativamente a um índice de referência, quando a pessoa que transmitiu a informação ou facultou os dados sabia ou devia saber que eram falsos ou enganosos, ou qualquer outra conduta que manipule o cálculo de um índice de referência.

Em primeiro lugar, o cerne do tipo deve ser a divulgação de informação falsa, tendo em vista o papel fundamental que a informação desempenha na formação dos preços dos valores mobiliários. As referências a meios de comunicação social, incluindo a Internet, e a rumores, são supérfluas. Poderiam constar de nota explicativa ou outro meio de detalhamento, mas não precisam ser mencionadas no principal núcleo normativo.

Em segundo lugar, há que se considerar a necessidade de que a pessoa que transmite a informação tenha conhecimento de sua falsidade, justamente para evitar a punição de eventuais condutas praticadas de boa-fé. Isso consta da norma europeia e convém reproduzir em regulação nacional.

Se alguém recebe a informação de fonte aparentemente confiável, mas essa se revela falsa, não deveria ser responsabilizado. Por isso, a regra deve prever o conhecimento da falsidade como elemento da infração. O problema da prova, nesta hipótese, pode ser resolvido reproduzindo a regra europeia, na parte em que contempla a responsabilidade pela informação que se sabe, ou deveria saber, falsa. Com isso, o foco é deslocado do aspecto puramente subjetivo para um padrão objetivo de conduta, a ser definido conforme a informação analisada.

Em terceiro lugar, em relação às informações não verdadeiras, é preciso avaliar a necessidade de tratar de forma diferenciada práticas tão distintas quanto a mera

apresentação, de forma anônima, de boatos vagos nos quais um investidor médio deveria ser relutante em acreditar e, de outro lado, práticas mais sofisticadas. Exemplo é o caso em que, para atribuir credibilidade a uma alegação completamente falsa, foi criada uma página na *internet* simulando o *website* da conhecida empresa Bloomberg⁸⁰⁹. Não teria cabimento punir a divulgação de informações inverossímeis, em que apenas o mais inocente dos investidores poderia acreditar. Para tanto, convém estabelecer que a informação deve ter o potencial de impactar as negociações.

Em quarto lugar, há que se considerar o efeito da informação falsa sobre valores mobiliários: o potencial de afetar os preços ou o volume não seria suficiente para demarcar a eventual irregularidade, porque não abrange o exercício de direitos ou outros desdobramentos possíveis. Por esse motivo, deve ser acrescentada a influência sobre a decisão dos demais investidores, inspirando-se no art. 157, parágrafo quarto⁸¹⁰ da LSA, que define fato relevante, mas expandindo o conceito. A remissão à anormalidade ou artificialidade constante da norma europeia nada acrescenta, como visto, e por isso deve ser dispensada.

A intenção de influenciar o mercado, de auferir vantagem ou de lesar terceiros deveria ser considerada requisito para eventual irregularidade? Por um lado, seria positivo estabelecer tal regra para delimitar o campo de atuação da CVM à proteção dos atos praticados no âmbito do mercado. Por outro lado, contudo, ainda que sem a intenção de auferir ganhos no mercado, informações falsas têm o potencial de prejudicar investidores e não parece razoável que alguém pretenda ter o direito de divulgar informações falsas impunemente. Cabe distinguir, ainda, que meras opiniões, apresentadas da forma mencionada, não são informações falsas. Logo, por esse motivo não poderiam ser enquadradas nessa categoria.

Assim, um conceito possível seria o seguinte:

Divulgar informações que sabe, ou deveria saber, falsas, com o potencial de influenciar de modo ponderável, o preço, o volume

⁸⁰⁹ TOROSS, Nancy. Double-Click on This: Keeping Pace with On-Line Market Manipulation, 32 *Loy. L.A. L. Rev.* 1399 (1999), p. 1432.

⁸¹⁰ “§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.”

negociado ou as decisões dos investidores com relação a um valor mobiliário.

Trata-se, assim, de ilícito de mera conduta. No entanto, o potencial de influenciar preços deve ser avaliado considerando as informações posteriores.

Devem ser tratadas como falsas as informações que são imprecisas a ponto de induzir terceiros em erro, como aquela por meio da qual se dá a entender que um investimento de curto prazo seria de longo prazo.

5.4.2 Uso indevido de informações verdadeiras

O regime jurídico dos abusos deve disciplinar o uso inadequado de informações verdadeiras, bem como os limites de responsabilidade pela emissão de opiniões, à luz do direito de liberdade de expressão⁸¹¹. Isso inclui, mas não se limita, à regulação da atuação dos consultores e analistas de valores mobiliários, objeto das Instruções CVM nº 592/17 e 483/10⁸¹².

O uso indevido de informações privilegiadas é conduta usualmente repudiada no mercado. Como dito, ela atualmente é coibida de forma específica no Brasil quando se trata da prática do *insider trading*, entendida como aquela relativa ao uso de informações relevantes não divulgadas de companhias abertas⁸¹³.

⁸¹¹ Cf. 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. 157, expondo como nos Estados Unidos a SEC pode questionar certas opiniões com base nas regras sobre aconselhamento de investimentos, mas que não seriam aplicáveis no caso de aconselhamento por meio de mídia de massa, tendo em vista questões relativas à liberdade de expressão.

⁸¹² Desta última valem destacar as restrições à negociação, que impedem determinadas práticas manipulativas:

“Art. 4º É vedado ao analista de valores mobiliários:

(...)

“III – negociar, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, valores mobiliários objeto dos relatórios de análise que elabore ou derivativos lastreados em tais valores mobiliários por um período de 30 (trinta) dias anteriores e 5 (cinco) dias posteriores à divulgação do relatório de análise sobre tal valor mobiliário ou seu emissor;

“IV – negociar, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, valores mobiliários objeto dos relatórios de análise que elabore ou derivativos lastreados em tais valores mobiliários em sentido contrário ao das recomendações ou conclusões expressas nos relatórios de análise que elaborou por: a) 6 (seis) meses contados da divulgação de tal relatório; ou b) até a divulgação de novo relatório sobre o mesmo emissor ou valor mobiliário”.

⁸¹³ Art. 155 da Lei nº 6.404/76:

A negociação com uso de informações não públicas, em alguns casos, não caracteriza o *insider trading* vedado na LSA e na ICVM nº 358), podendo se enquadrar dentro de outras modalidades de abuso.

Em casos análogos, mas não sujeitos à regulamentação específica, porque não envolvem companhias abertas, a conduta é considerada proibida por conta da vedação da ICVM nº 8 às práticas não equitativas⁸¹⁴.

A regra atual menciona a posição indevida de desequilíbrio como elemento central da irregularidade, o que deixa em aberto a definição de quais situações de desequilíbrio são indevidas e quais não são. Nesse contexto, é possível adotar uma conceituação mais precisa, que conferiria maior segurança. Tal norma não poderia proibir o uso de qualquer informação não pública, porque nem sempre tal utilização é indevida: quando o investidor produz ele mesmo informação sobre determinado ativo, não está obrigado a lhe dar publicidade, nem tampouco a se abster de utilizá-la.

A vedação, nesse caso, poderia coibir o uso da informação obtida em função de cargo ou função no emissor, ou por meio de pessoas nessas posições, ou em relação à qual haja dever de sigilo, como fazia a antiga redação do art. 27-D da Lei nº 6.385/76:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários:

A recente alteração da Lei nº 6.385/76 não parece ter atentado para esse ponto, ao propor uma redação que poderia ser considerada excessivamente ampla:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários:

“§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

(...)

“§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.”

⁸¹⁴ “d) prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.”

Uma interpretação literal poderia levar à conclusão de que, enquanto a informação não tiver sido divulgada especificamente para o mercado de valores mobiliários, seu uso caracterizaria crime. Ora, o papel de muitos investidores é reunir diversas informações para tomar as decisões de investimento. As informações produzidas pelo próprio investidor não o impedem de negociar. Além disso, para que o tipo criminal não seja excessivamente amplo, por “divulgada ao mercado” deve-se entender qualquer informação disponível para acesso público, ainda que não tenha sido difundida ou divulgada pelos canais usualmente utilizados pelos investidores do mercado, e que seu acesso seja difícil. Claro que isso não elide o dever de divulgar informações relevantes de forma completa e imediata, quando estabelecido por lei mas, nesse caso, a responsabilidade não se estende a todos os investidores.

Além da forma mais simples, em que o *insider* compra valores mobiliários para vendê-los logo após a divulgação da informação, há outras maneiras pela qual pode auferir ganhos. O conhecimento sobre o vazamento da informação lhe permite interpretar de forma mais precisa as oscilações das cotações, orientar suas negociações de modo a maximizar seu lucro e manter a possibilidade de obter ganhos no futuro por meio de outras informações privilegiadas⁸¹⁵.

Outra hipótese em que o uso de informação privilegiada pelo *insider* extrapola o procedimento padrão é aventada por Jos Van Bommel, que formula um modelo no qual o *insider* compra ações de posse da informação privilegiada e depois divulga rumores que fazem com que a ação apresente variação maior do que a esperada com a divulgação apenas da informação privilegiada⁸¹⁶ (nesse caso, porém, a informação privilegiada é praticamente irrelevante, porque os ganhos são decorrentes dos rumores imprecisos).

O significado da expressão “informação relevante”, objeto da norma, é central para a abrangência do conceito. Interpretada amplamente, compreende qualquer informação, como as contidas nas próprias ordens dos investidores⁸¹⁷, que são indevidamente apropriadas em práticas como *front running* e *piggy backing*.

O uso de informações não públicas em negociações no mercado de valores mobiliários pode incluir informações governamentais. Em 2012 os Estados Unidos aprovaram o chamado *Stop Trading on Congressional Knowledge Act of 2012* – STOCK

⁸¹⁵ BRUNNERMEIER, Markus K. **Buy on Rumors - Sell on News**. Disponível em http://www.princeton.edu/~markus/research/papers/rumors_oct2001.pdf, acesso em 19 jan. 2016, p. 3.

⁸¹⁶ BOMMEL, Jos Van. Rumors. **The Journal of Finance**. Vol. 58, No. 4 (Aug., 2003), p. 1500.

⁸¹⁷ Sobre o tema, cf. LEWIS, Michael. **Flash Boys**. New York: Norton, 2015.

Act, estabelecendo que os políticos não estão imunes às regras de *insider trading*. No entanto, havia um debate a respeito da necessidade de uma lei nesse sentido ou se tal obrigação era pré-existente. Samuel Chase, que ficou famoso como o primeiro e único juiz da Suprema Corte a sofrer impeachment na *House of Representatives*, antes desse evento teria comprado trigo e farinha utilizando-se da informação de que o Congresso aprovara compras destinadas a prover as tropas do exército na Guerra da Independência. A despeito da ausência de proibição específica à época, a conduta teria sido amplamente reprovada na ocasião⁸¹⁸.

Por outro lado, quando a informação é de titularidade do investidor, ele pode divulgá-la, ainda que com potencial de influenciar terceiros, desde que sem os induzir em erro. Assim, o investidor que compra ou vende pode divulgar seus negócios, sem ser acusado, por isso apenas, de prática abusiva. Eventuais exceções deveriam ser estabelecidas apenas para agentes que exercem funções regulamentadas, nos quais os investidores podem depositar confiança especial⁸¹⁹.

Restam as condutas em que a existência de divulgação de informações falsas é controvertida, correspondentes àquelas envolvendo manipulação por negociação ou por ação, segundo a classificação de Allen e Gale, a serem examinadas adiante.

5.5. Negociações e modos de negociar: operações dissimuladas e camuflagem

É possível discutir se a mera realização de determinados negócios em bolsa pode equivaler à divulgação de informações falsas. A resposta afirmativa permitiria coibir sua prática pela mesma regra destinada a reprimir a divulgação de informações falsas por outros meios. A própria expressão “negociações fictícias” busca aproximar os negócios do discurso. No lugar, porém, de adentrar em uma discussão a esse respeito, seria melhor simplesmente definir quais operações, pelo potencial lesivo ao mercado, seriam proibidas. Para fazer isso corretamente, é importante ter em mente que não apenas negociações, mas também ofertas e ordens, transmitem informações.

⁸¹⁸ 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.

⁸¹⁹ Nos Estados Unidos, da Seção 9 do *Securities Exchange Act* proíbe a diversos agentes divulgar informações verdadeiras, se com o propósito de induzir terceiros a negociar (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. 411).

Para influenciar preços, o manipulador pode simular negociações como se feitas por quem detivesse informação. Considerando que a maioria das negociações tem por finalidade obter o melhor preço possível, uma negociação estruturada sem essa finalidade aparentaria ser feita por conta da expectativa de mudança do preço em breve⁸²⁰.

Para Matthijs Nelemans, em uma hipótese como essa o negociador estaria disseminando informações falsas no mercado. Para englobar pressões sobre as informações disponíveis para o mercado, ele considera que o padrão de pressão sobre os preços deve ser ampliado⁸²¹. No entanto, tal procedimento enfrentaria as mesmas dificuldades já apontadas para a aplicação desse conceito de pressão sobre os preços.

Portanto, no lugar do recurso a conceitos como “pressão sobre os preços” ou “transações artificiais, fictícias ou simuladas”, seria melhor definir como irregulares as operações organizadas com o exclusivo, ou ao menos preponderante, propósito de influenciar os demais participantes do mercado, presumindo-se como tais aquelas estruturadas de modo a apurar ganhos por meio da alteração nos preços decorrentes dessas operações. Isso representaria a positivação concreta e ajustada às particularidades da bolsa do dever de agir sem causar dano a terceiros⁸²².

Embora a doutrina mencione, ocasionalmente, os efeitos da estruturação de negócios, a solução para muitos dos problemas consiste em transportar tais considerações da sua posição acessória, de indício de irregularidades, para papel de protagonismo no conceito.

Com isso, ganha relevo a divisão dos elementos meramente econômicos da operação e do modo de sua execução. Verstein, abordando especificamente a manipulação de *benchmarks*, critica a abordagem “monolítica” das operações pelos tribunais norte-americanos, defendendo justamente maior foco na forma de execução das operações⁸²³. O conceito aqui proposto é formulado seguindo essa recomendação, mas transportando a implementação do momento da aplicação da norma para o de sua formulação.

Poder-se-ia criticar essa proposta com o argumento de que ela voltaria a apelar para a intenção do suposto manipulador, o que atrairia toda a problemática da prova.

⁸²⁰ THEL, Steve. \$850,000 in six minutes—the mechanics of securities manipulation. 79 *Cornell L. Rev.* 219 1993-1994, pp. 241-242.

⁸²¹ NELEMANS, Matthijs. Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 *Val. U. L. Rev.* 1169 (2008), pp. 1213-1215.

⁸²² Cf., sobre a correlação entre este “postulado geral” a boa-fé, CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. **Regulação e Autorregulação do Mercado de Bolsa**. São Paulo: Almedina, 2011, p. 142.

⁸²³ VERSTEIN, Andrew. Benchmark Manipulation. 56 *B.C. L. Rev.* 215 2015, pp. 263-264.

Sem prejuízo de a prova da intenção por vezes ser, sim, possível, como sucedeu em diversos precedentes da CVM, é preciso considerar, ainda, que essa pode ser vislumbrada no *modus operandi* do manipulador.

A opção por uma estrutura que gere maior impacto sobre o preço poderia ser considerada como um indício de intenção de manipular. Mas o tratamento como mero indício acarretaria o problema de determinar em que medida a opção por uma forma de organização realmente teve, como única ou preponderante motivação, a escolha pela maior influência no mercado.

Para simplificar, e afastar o problema da intenção, o elemento qualificador, nesse caso, deve ser a escolha de um modo de negociação com maior impacto no mercado, sem justificativa em um benefício direto decorrente da própria negociação realizada.

Com efeito, tendo em vista que maior ou menor impacto pode ser exercido sobre os preços conforme a escolha de modalidade de negociação pelo investidor, seja na concentração ou separação de operações, seja nos horários escolhidos, o ponto central distintivo deve focar nessa parte, qual seja, na forma pela qual o investidor decide estruturar seus negócios no mercado.

O conceito aqui proposto **subverte duplamente** a lógica tradicional: no lugar de definir a intenção como elemento central da conduta abusiva, e recorrer ao modo de negociação como indício dessa intenção, ele tem por base o modo de negociação (e admitiria a intenção de manipular como indício para demonstrar a inadequação, por assim dizer, da via de negociação escolhida).

No conceito proposto, não há irregularidade em influenciar preços, se não houver como adotar resultado menos agressivo sem prejuízo para o investidor na própria operação. A venda de um lote grande pode ter impacto nos preços, maior do que se as ações vendidas fossem divididas em lotes pequenos e alienados ao longo do tempo, mas seria legítima, porque permite ao vendedor auferir recursos em menor período de tempo. Ninguém é obrigado a atrasar as vendas de seus ativos para mitigar o impacto no mercado (exceto quando essa venda atinja limites regulamentares, como aqueles previsto na ICVM nº 168, ou autorregulamentares que demandem a realização de leilões).

Por outro lado, se essa divisão em lotes pequenos é acompanhada de uma postura agressiva de preços, e de operações em que se obtém benefício pelo impacto nos preços (seja comprando a preços desvalorizados, seja pelo impacto em outros contratos), então o comportamento seria irregular.

Assim, a regulação deve estabelecer expressamente o dever de negociar sem alvoroço, exigindo conduta discreta dos investidores em sua atuação no mercado.

A jurisprudência e doutrina sobre condutas abusivas fornecem vários exemplos de modos de negociar que revelam potencial desestabilizador do mercado.

A primeira conduta que maximiza o impacto sobre o preço é a realização da negociação em bolsa de valores, quando, na verdade, não se trata, em essência, de negócio dessa natureza. Nessa categoria se enquadram as operações com resultados pré-ajustados, seja para transferir recursos de uma parte à outra, seja para realizar em mercado transferências de ações que pertencem a um grupo de pessoas agindo segundo um mesmo interesse, como fim de iludir, cuja realização em mercado deve ser expressamente proibida.

O uso de ordens limite, no lugar de ordens a mercado, impactando o mercado, seria indício de comportamento irregular. Nesse contexto, o conceito ora proposto é compatível com o entendimento da CVM quanto a não se caracterizar manipulação no caso de negociação a preço de mercado em mercados líquidos⁸²⁴ (a decisão em questão faz tal afirmação não apenas em relação à manipulação de mercado, mas também no que diz respeito a prática não equitativa⁸²⁵).

Outra circunstância relevante é a escolha do momento de negociar como, por exemplo, ao final do dia, tendo em vista a relevância das cotações de fechamento para diversas obrigações contratuais. No entanto, diversas negociações legítimas ocorrem ao final do pregão e qualquer presunção de irregularidade, por esse motivo, deve ser adotada com cautela⁸²⁶.

Outros fatores, como o cenário do mercado no momento das operações suspeitas e a liquidez da ação, devem ser considerados ao avaliar o modo de negociação⁸²⁷.

Além de outras hipóteses já apontadas, Arnold Jacobs menciona, ainda, o uso de diversos corretores como indício de práticas irregulares e da própria intenção de

⁸²⁴ Afirmam, ainda, que “Se o meio executivo não é apto para provar a falsa cotação dos valores mobiliários, por envolver, por exemplo, quantidade de papéis incapaz de abalar a formação regular dos preços, não se caracteriza o ilícito.” (EIZIRIK, Nelson. *et al. Mercado de capitais – regime jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 547).

⁸²⁵ “41. (...) Cabe-me apenas afirmar que a observância do preço de mercado em mercado líquido elimina por completo a acusação de manipulação ou prática não equitativa.” Caso RMC– PAS CVM Nº 31/98, j. em 30.11.2005. Voto vencedor do Relator Sergio Weguelin.

⁸²⁶ FISCHER, Daniel R. and ROSS, David J. Should the law prohibit "manipulation" in financial markets? 105 *Harv. L. Rev.* 503 1991-1992, p. 520.

⁸²⁷ DONALD, David C. Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation. 6 *NTU L. Rev.* 55 2011, p. 63.

manipular⁸²⁸. Ainda nesse caso é preciso indagar se quem utiliza diversos corretores com o fim de não influenciar o mercado poderia ser considerado um manipulador, o que não parece ser o caso. Essa pode parecer uma remissão ao dolo do manipulador, mas o recurso aos corretores poderá ser avaliado sem buscar penetrar no íntimo do agente, apenas considerando o contexto de suas negociações.

Assim, para a caracterização de operações abusivas, a irregularidade pode ser definida tendo em vista o modo de negociar, considerando as escolhas do investidor quanto:

- a) à própria escolha de negócios em bolsa quando a operação subjacente é outra, como transferência de resultados pré-ajustados;
- b) à escolha dos intermediários, ao uso de diferentes corretores e à divisão de operações entre diferentes intermediários com o fim de iludir o mercado;
- c) à forma das ordens dadas, à fixação de preços acima ou abaixo dos praticados no mercado, sendo as ordens limite mais propensas à manipulação que as ordens a mercado;
- d) ao comportamento contraditório no mercado, realizando operações que individualmente causam prejuízos e só têm o potencial de ser lucrativas por induzir investidores em erro;
- e) aos lotes negociados, considerando a opção por negociar volumes maiores ou menores⁸²⁹;
- f) ao horário de negociação e à escolha por concentrar negócios durante períodos de abertura ou fechamento;

⁸²⁸ JACOBS, Arnold S. Regulation of manipulation by SEC Rule 10b-5. 18 N. Y. L. F. 511 1972-1973, p. 533.

⁸²⁹ Recorde-se o Caso Mundial: “118. Em sua defesa, Rafael Ferri sustenta que não é ilegal realizar diversas compras em lotes mínimos com o objetivo de formar preço médio, sistemática amplamente utilizada por corretoras estrangeiras. Creio ser evidente que negociar em lotes mínimos por si só não é irregular, mas o que se extrai do diálogo, que é contundente quanto aos objetivos do Acusado, foi sua clara intenção de interferir irregularmente no preço das ações da Mundial, mediante a criação de um movimento atípico dos negócios.

(...)

135. Dois foram os artificios utilizados por Rafael Ferri. De um lado, efetuou, ao longo do período examinado, e em especial de 27 de maio a 19 de julho de 2011, uma quantidade descomida de negócios com os papéis, sendo responsável, em diversos pregões, por parcela considerável do volume total negociado. Desse modo, produziu a falsa percepção, aos olhos do público investidor, de que havia um forte movimento comprador pelo papel. Nesse tocante, é reveladora a estratégia por ele utilizada, consistente em negociar lotes de cem ações, em vez de mil, muito embora os volumes totais fossem elevados.”

- g) ao interesse existente em razão de posições detidas em valores mobiliários correlacionados;
- h) aos negócios realizados com o fim exclusivo de viabilizar a realização de operações sem procedimentos de leilão previstos nos regulamentos dos mercados organizados ou na Instrução CVM nº 168, ou de qualquer outro modo de limitar a interferência de terceiros.

A partir desses princípios, pode ser proposta uma definição de negociações abusivas (enquadráveis, conforme o caso, como artificiais ou como outras categorias da regulamentação atual), da seguinte maneira:

- **Constituem operações abusivas 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;**
 - **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 de sua influência em outros negócios.**
 - **Os seguintes elementos devem ser ponderados ao avaliar a opção por maior impacto no mercado:**
 - **A divisão em lotes ou a negociação maciça;**
 - **A opção por ordens limite no lugar de ordens a mercado;**
 - **A colocação por preços sucessivamente maiores ou menores;**
 - **O horário de execução do negócio e a preferência pela concentração em horário relevante para definir preços de referência;**

- **A estruturação com o fim de evitar a realização de leilão ou mitigar por outra forma a interferência de terceiros;**
- **O recurso a diversos corretores.**

O procedimento proposto pode ser equiparado à implementação de um **devido processo bursátil**, do qual resultam legítimas as negociações feitas de modo a não afetar o mercado desnecessária ou ilegitimamente. Ainda que possam surgir dúvidas em sua aplicação, o **princípio do negociar sereno**, ou da **vedação do comportamento pavão**, fornece uma diretriz mais precisa ao mercado no que se refere ao procedimento a ser observado.

Convém recordar que, segundo o conceito de Fischel e Ross, só deveria ser considerada manipulativa a negociação cujo lucro resultante decorresse exclusivamente da capacidade de o manipulador mover os preços e não da posse de informação valiosa. O conceito proposto não limita a possibilidade de o investidor maximizar ganhos por meio do uso de informação verdadeira, porque admite modos de negociação destinados a minimizar o impacto sobre o mercado.

Com isso, o conceito apresentado admite a legitimidade do comportamento que denomino **camuflagem**. Cabe indagar se a camuflagem poderia ser equiparada à fraude, na medida em que distorce a percepção da realidade. Ela não chega a ser propriamente a criação de uma falsidade, não acrescenta no mundo uma mentira, mas apenas difere o conhecimento sobre certa vontade, o que corresponde a manter reserva sobre a intenção do investidor, observados os limites legais.

Portanto, se não houver uma obrigação de declarar os objetivos do investidor (como existe no art. 12⁸³⁰ da Instrução CVM nº 358) não se pode exigir dele que os declare ao público. A camuflagem, nesse contexto, não corresponde à divulgação de informação falsa – conduta **agressiva** –, mas à mera não divulgação de uma informação verdadeira e privada: a intenção do investidor, que ele tem o direito de manter sigilosa, de forma **passiva**. Logo, o investidor questionado em razão de operações com essas características

⁸³⁰ “Art. 12. Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, e os acionistas que elegerem membros do conselho de administração ou do conselho fiscal, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, que realizarem negociações relevantes deverão enviar à companhia as seguintes informações:

(...)

“II – objetivo da participação e quantidade visada, contendo, se for o caso, declaração de que os negócios não objetivam alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade”.

poderia opor a defesa de camuflagem para demonstrar que seu comportamento não deveria ser punido.

Seria possível cogitar um dever geral de estruturar as operações, senão de forma a eliminar efeitos sobre o preço, de modo a, na medida do possível, mitigar tal impacto, ainda que com custo para quem negocia. No entanto, a averiguação da conveniência de tal regra dependeria de, inicialmente, julgar se qualquer alteração seria indesejável. Mas isso não seria necessariamente bom: um negócio que corrige distorções nos preços deveria ser permitido. Logo, há o direito, mas não o dever de mitigar. O que se poderia definir é que é legítimo mitigar os efeitos de negociações sobre os preços, mas não ampliar esses efeitos, nem buscar contrabalançar por meio de outras negociações feitas com esse fim específico.

Poder-se-ia criticar o conceito afirmando que ele abrangeria condutas involuntárias. No entanto, as manobras condenáveis normalmente não são acidentais. De resto, para os investidores menos sofisticados, há os intermediários, que devem tutelar o mercado e alertar os clientes para o risco de suas condutas.

5.6 Abuso de posição dominante

Como visto acima, o domínio do mercado é mencionado como uma hipótese de abuso na legislação europeia. No Brasil, a redação muito ampla da ICVM nº 8/79 poderia abranger diversas práticas de abuso de posição dominante. Seria possível seu enquadramento nas categorias de abuso de informação ou negociação anteriormente propostas. No entanto, para efetivamente reprimir tal prática, seria conveniente buscar vedação mais específica.

A mera existência de posição dominante, legitimamente alcançada, não deveria ser considerada como irregular em si, embora o abuso dessa posição possa ser punido. Um dos fundamentos invocados para tal proibição, no âmbito concorrencial, é a vedação geral ao abuso do direito, como aponta e critica Paula Forgioni⁸³¹, reprimido pelo art. 187⁸³² do Código Civil. Ainda a mesma autora menciona que

⁸³¹ FORGIONI, Paula A. **Os fundamentos do antitruste**. 9ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, pp. 275 e ss.

⁸³² “Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.”

A Comissão europeia vem insistindo na ideia de que o agente dominante tem o direito de atuar no mercado, desde que o prejuízo infligido a seus concorrentes decorra do “mérito dos bens ou serviços que fornecem” (competition on the merits). Como não poderia deixar de ser, vozes se levantam contra a amplitude da expressão, advogando critérios mais “seguros” e “estáveis” para a aferição da posição dominante.⁸³³

Diante da escassez de precedentes sobre a matéria envolvendo o mercado de valores mobiliários no direito brasileiro, no lugar de uma formulação prévia específica, convém manter a matéria sujeita a regras gerais, a serem especificadas futuramente se resultar necessário da sua aplicação concreta. Aqui, cabe citar como inspiração a letra “a” item 2 do artigo 12 do Regulamento 596 de 16 de abril de 2014 europeu:

“2. Considera-se como manipulação de mercado, entre outros, a seguinte conduta:

“a) O facto de uma pessoa, ou pessoas agindo de forma concertada, assegurarem uma posição dominante sobre a oferta ou a procura de um instrumento financeiro contratos de mercadorias à vista com ele relacionados produtos leiloados baseados em licenças de emissão, tendo, ou sendo idónea para ter, por efeito a fixação, de forma direta ou indireta, de preços de compra ou de venda ou que crie, ou seja idónea para criar, outras condições de negociação não equitativas”.

No conceito acima, convém esclarecer que a irregularidade residiria no uso indevido do poder de mercado, a ser definido casuisticamente.

Dois elementos auxiliariam nessa distinção: o segredo e o propósito exclusivo de auferir ganhos no mercado de valores mobiliários em prejuízo dos demais participantes. Desse modo, atitudes honestas e francas seriam, em princípio, permitidas, viabilizando que investidores com grande participação, por exemplo, em ativos objeto de contratos futuros (como agricultores negociando futuros de café ou açúcar), não se vissem coibidos em sua atuação econômica pelo risco de serem acusados de comportamento indevido em mercados de valores mobiliários. Com tais ajustes, bem como outros para simplificação e adaptação ao contexto brasileiro, poderia ser adotado conceito nos seguintes termos:

É vedado 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.

⁸³³ FORGIONI, Paula A. **Os fundamentos do antitruste**. 4ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p. 284.

5.7 Outros atos praticados com o intuito de induzir terceiros em erro

Além da divulgação de informações e da realização de negociações, outras ações podem influenciar os mercados. Enquadrar-se-iam na categoria de manipulação baseada em ação. Poderiam ser objeto de vedação pela regulamentação do mercado de capitais. Conseqüentemente, sem prejuízo de atos irregulares serem punidos com bases em normas específicas, também poderiam ser objeto de persecução pela CVM e entidades autorreguladoras, quando praticados com o fim de interferir indevidamente no mercado.

Há diversos atos com potencial impacto nas negociações envolvendo valores mobiliários: os atos dos administradores de companhias abertas, por exemplo, deveriam, em princípio, ser voltados justamente à valorização das ações. O êxito de uma companhia em aumentar sua participação no mercado pode acarretar desvalorização das ações de seus concorrentes.

Nenhuma dessas hipóteses, porém, poderia ser considerada irregular, a despeito de seu impacto no mercado. Logo, em princípio, apenas atos tornados ilícitos por alguma outra regra seriam irregulares, o que torna duvidosa a necessidade e a viabilidade de estabelecer regras gerais nesse sentido.

Resta, assim, apenas a possibilidade de uma regra de vedação ampla ao emprego da fraude, a exemplo do conceito de “operação fraudulenta” da ICVM nº 8/79. Acredita-se, porém, que conceituando adequadamente as condutas abusivas por meio de informações, negociações e atuação abusiva de intermediários, o recurso aos conceitos mais gerais de fraude será raro. Uma vez verificada nova forma de abuso, ainda que inicialmente perseguida pelas regras mais amplas, deveria ser vedada de forma tão específica quanto possível, com a celeridade que a regulação administrativa e a autorregulação permitem.

5.8 Infrações por intermediários e outros agentes

As infrações praticadas por intermediários apresentam algumas particularidades dignas de nota.

Embora possam participar de outras condutas abusivas antes examinadas, como aquelas voltadas a influenciar o preço dos valores mobiliários, que estão ao alcance de

quaisquer participantes do mercado, na qualidade de autores ou partícipes, podem, também, abusar da confiança que seus clientes lhes depositam.

Seguindo a atual regulamentação da CVM, seria possível alinhar, com essa modalidade de infração, especialmente os tipos de operações fraudulentas e práticas não equitativas. O problema, como já se teve ocasião de observar, é que tais dispositivos permanecem amplos. É certo que um conceito de fraude abrangente permite enquadrar, com facilidade, certas condutas que empregam mecanismos rústicos de mentira e engodo.

O problema se coloca quando são apreciadas condutas que não são irregulares por si só: a mentira, como visto, não tem lugar próprio para ocorrer. Deve-se estabelecer o limite a partir do qual negociações deixam de atender ao interesse do cliente e passam a atender ao do intermediário (por exemplo, no caso daquelas feitas de forma excessiva com o fim de gerar corretagem – *churning*).

A mesma ordem de indagação se apresenta quando se toma em conta as hipóteses de favorecimento de um cliente em detrimento de outro: embora seja fácil enquadrar nesse caso aqueles em que há especificação posterior de ordem sem observar as regras, determinar que os ganhos de um cliente correspondem às perdas de outro pode ser difícil, senão impossível, conforme as circunstâncias, sobretudo quando não se tem situações extremas como aqueles em que um ganha em 100% das operações e outro perde na mesma quantidade.

Para as zonas cinzentas deve-se priorizar regras específicas de conduta, como aquelas já mencionadas quanto à preferência para o cumprimento das ordens, para com base nelas julgar eventuais desvios. Uma norma geral antifraude, nesse contexto, deveria estabelecer os descumprimento desses ou de outros parâmetros como base.

Como, enfim, o elemento distintivo nesses casos é a confiança que o cliente deposita no intermediário, o componente básico da conduta a ser reprimida deveria ser o abuso dessa confiança. Uma possível regra, portanto, poderia ter o seguinte teor:

Caracterizam práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores:

- a) a indução de cliente em erro, por meio de**
 - i. omissão de informações relevantes;**
 - ii. envio de informações falsas sobre as suas posições em valores mobiliários;**

- iii. **recomendações que sabidamente não atendem ao perfil do cliente;**
- b) **a execução de ordens fora da ordem recebida;**
- c) **o favorecimento de um cliente em detrimento do outro;**
- d) **a ausência de divulgação de conflito de interesses para o cliente;**
- e) **uso indevido de informações de clientes, inclusive quanto às negociações pretendidas ou realizadas.**

Essa lista meramente exemplificativa poderia, como nos demais casos, ser facilmente complementada pela CVM e autorreguladores na medida em que se verificasse a conveniência de tratar de novos tipos. Tratamento equivalente ao dos intermediários deveria ser dado a outros participantes do mercado que são objeto de regulação e autorregulação.

No mais, como via de regra os abusos praticados por intermediários ocorrem em relação a clientes com os quais mantém relações contratuais, essa disciplina não afasta a responsabilidade civil pelo descumprimento do contrato firmado com o cliente.

5.9 Implicações criminais

Embora a disciplina criminal não seja objeto do presente trabalho, que tampouco tem a pretensão de adentrar na discussão acerca da distinção ontológica entre ilícitos administrativos e penais⁸³⁴, cabem breves ponderações sobre a relação entre aspectos penais e administrativos.

Em primeiro lugar, convém abordar a questão da esfera mais apta a coibir abusos no mercado.

⁸³⁴ Sobre o tema, com foco específico nos ilícitos aqui examinados, cf. 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, pp. 71 e ss.

A maior flexibilidade na fixação de condutas ilícitas e aplicação de penalidades pelas autoridades administrativas é um dos argumentos em prol da tutela administrativa dos ilícitos financeiros⁸³⁵.

Em prol da criminalização, argumenta-se que a sanção penal é medida efetivamente desestimuladora da ação do potencial criminoso de colarinho branco⁸³⁶ e nessa linha a insuficiência da repressão meramente administrativa constou dos considerandos da Diretiva 57/2014 da União Europeia:

(5) A adoção de sanções administrativas pelos Estados-Membros revelou-se, até ao momento, insuficiente para assegurar o cumprimento das normas em matéria de prevenção e luta contra os abusos de mercado.

(6) É essencial que o cumprimento das normas relativas aos abusos de mercado seja reforçado através da existência de sanções penais que demonstrem uma desaprovação social mais forte do que as sanções administrativas. A previsão de infrações penais, pelo menos, para as formas mais graves de abuso de mercado estabelece um limiar claro dos tipos de comportamento que devem ser considerados particularmente inaceitáveis e transmite ao público e aos potenciais infratores a mensagem de que estes são levados muito a sério pelas autoridades competentes.

Hoje no Brasil há previsão de repressão criminal e administrativa.

A repressão em ambas as esferas levanta algumas questões, tais como a correlação entre os tipos, a independência e interdependência das esferas e limitações ao *bis in idem*.

O Supremo Tribunal Federal já decidiu que determinadas etapas administrativas são condição para a persecução penal (Habeas Corpus nº 81.611/DF), bem como que a denúncia fundamentada exclusivamente em representação da autoridade administrativa não pode prosseguir se a decisão administrativa conclui não haver irregularidade. Com base em tal precedente, dentre outros, Pugliese e Najjar sustentam que não caberia ao Ministério Público “realizar juízos de tipicidade concorrente com a CVM”, o que acarretaria vedação ao oferecimento de denúncia com base na mesma denúncia perseguida pela CVM, embora com fundamento em outro inciso da alínea II da ICVM nº 8/79⁸³⁷.

As remissões a “operações simuladas” e “manobras fraudulentas” (assim como, na lei anterior, à alteração artificial do funcionamento dos mercados), demandam especificação para sua aplicação prática.

⁸³⁵ Neste sentido, CONSULICH, Federico. Manipolazione dei mercati e diritto europolitano. **Le Società**. Ipsoa. Anno XXXV, 2016, p. 66.

⁸³⁶ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 338.

⁸³⁷ 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., p. 275, 2015.

A correlação entre os conceitos administrativo e penal não é, enfim, clara. Arnaldo Malheiros Filho remete à ICVM nº 8/79 como relevante “dado cultural” para a aplicação da lei penal⁸³⁸. Nessa esteira, as considerações aqui formuladas podem ser proveitosas para fins penais, auxiliando, inclusive, na definição de “operações simuladas” e “manobras fraudulentas”.

A dupla punição suscita, ainda, questões relevantes quanto ao potencial *bis in idem* nessas infrações. O discurso tradicional da separação de instâncias não representa escudo adequado quanto a tais considerações, sobretudo quando fundada na afirmação de que a sanção aplicada na esfera administrativa, por ser administrativa, não se confunde com a penal. Tais discussões já geraram precedentes relevantes na União Europeia, como no caso Grande Stevens⁸³⁹, e no julgamento do *Conseil Constitutionnel* de 17 de março de 2015⁸⁴⁰ e desafiam debate do mesmo gênero no Brasil.

Uma corrente advoga a separação de competências penal e administrativa a partir da separação pela gravidade dos ilícitos, tendo por base os impactos da conduta na formação dos preços⁸⁴¹. A distinção por gravidade, contudo, suscita riscos graves de conflito de competência, além do perigo de condutas cuja irregularidade possa ser percebida por órgãos especializados e mais próximos da realidade do mercado, como a CVM e entidades autorreguladoras, serem consideradas legítimas por órgãos com menor experiência em questões de mercado.

Além disso, limitar determinadas condutas à repressão criminal traz o inconveniente de permitir que tais condutas possam quedar impunes, em razão do elevado padrão probatório para a condenação criminal. Com efeito, um dos argumentos para a possibilidade de dupla persecução é justamente equilibrar a força da ameaça penal com a maior flexibilidade para condenação em processos administrativos (o que não significa dizer, naturalmente, que se possa condenar administrativamente sem provas, mas

⁸³⁸ 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, p. 893.

⁸³⁹ Cf. 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.

⁸⁴⁰ MOTA, Fernando de Andrade. 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.

⁸⁴¹ 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.

reconhecer que nem sempre elas necessitarão ser tão robustas quanto aquelas exigidas para a aplicação de pena privativa de liberdade).

Nesse contexto, uma alternativa para mitigar os inconvenientes do *bis in idem* seria a consideração de penas aplicadas em outras esferas, deduzindo da sanção estabelecida por um órgão aquela previamente imposta por outro, como expressamente previsto na ICVM nº 461 para os casos de atuação concorrente entre a autarquia e autorreguladores⁸⁴², solução harmônica com aquela prevista no art. 8º⁸⁴³ do Código Penal.

Com isso, as vantagens de dupla previsão de proibição são mantidas, enquanto as desvantagens, se não são eliminadas, são ao menos contidas. Regra semelhante foi adotada na Bélgica, mas lá considerou-se que isso não afastaria o *bis in idem*⁸⁴⁴. De todo modo, o recente histórico de persecução criminal em tais matérias demandará maior reflexão sobre o tema no futuro.

⁸⁴² “Art. 49. (...)”

“§4º O investigado pode requerer que a penalidade que lhe tenha sido imposta, ou a prestação que tenha sido acordada em termo de compromisso celebrado no âmbito da auto-regulação, seja submetida à CVM como base para a celebração de termo de compromisso.

“§5º No julgamento das infrações das normas legais sob sua competência, a CVM poderá reduzir, das penalidades que venha a aplicar, aquelas que tenham sido impostas no âmbito da auto-regulação.

“§6º Em processos administrativos perante a CVM que tenham por objeto os mesmos fatos já apurados no âmbito da auto-regulação, a pena máxima prevista no art. 11, §1º, da Lei 6.385, de 1976, deve ser calculada somando-se a pena imposta pela auto-regulação e aquela aplicada pela CVM, quando forem da mesma natureza.”

⁸⁴³ “Art. 8º - A pena cumprida no estrangeiro atenua a pena imposta no Brasil pelo mesmo crime, quando diversas, ou nela é computada, quando idênticas.”

⁸⁴⁴ MEULENEERE, Inez de; PIJCKE, Anne-Sophie; ROSIERS, Merel (Eds.). **L'abus de marché**. Antwerpen: Anthemis, 2016, pp. 9-10 e 169-178.

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 conseqüências 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://corp.gov.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 mundialização**. 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, operações 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, nº 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 à Informação**. 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**. Ipsa. 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.

GUIISO, 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.

KÜMPEL, 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.

LANGVOORT, 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, Arnaldo. 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.