

FACULDADE DAMAS DA INSTRUÇÃO CRISTÃ  
CURSO DE DIREITO

ILEANA NÓBREGA JUSTINIANO

**O CONCEITO DE MANIPULAÇÃO EM SENTIDO ESTRITO PARA FINS DE  
SANÇÃO ADMINISTRATIVA POR PARTE DA COMISSÃO DE VALORES  
MOBILIÁRIOS**

RECIFE

2022

ILEANA NÓBREGA JUSTINIANO

**O CONCEITO DE MANIPULAÇÃO EM SENTIDO ESTRITO PARA FINS DE  
SANÇÃO ADMINISTRATIVA POR PARTE DA COMISSÃO DE VALORES  
MOBILIÁRIOS (CVM)**

Monografia apresentada à Faculdade Damas da Instrução Cristã como requisito parcial para a obtenção de título de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Renata Cristina Othon Lacerda de Andrade.

RECIFE

2022

Catálogo na fonte  
Bibliotecário Ricardo Luiz Lopes CRB-4/2116

- J96c Justiniano, Ileana Nóbrega.  
O conceito de manipulação em sentido estrito para fins de sanção administrativa por parte da comissão de valores mobiliários / Ileana Nóbrega Justiniano. - Recife, 2022.  
55 f. : il.
- Orientador: Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Renata Cristina Othon Lacerda de Andrade.  
Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia - Direito) – Faculdade Damas da Instrução Cristã, 2022.  
Inclui bibliografia.
1. Comissão de valores mobiliários. 2. Instrução CVM nº 08/1979.  
3. Manipulação de preços. I. Andrade, Renata Cristina Othon Lacerda de. II. Faculdade Damas da Instrução Cristã. III. Título
- 340 CDU (22. ed.) FADIC (2022.1-007)

FACULDADE DAMAS DA INSTRUÇÃO CRISTÃ  
CURSO DE DIREITO

ILEANA NÓBREGA JUSTINIANO

O CONCEITO DE MANIPULAÇÃO EM SENTIDO ESTRITO PARA FINS DE  
SANÇÃO ADMINISTRATIVA POR PARTE DA COMISSÃO DE VALORES  
MOBILIÁRIOS (CVM)

Defesa Pública em Recife, \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_\_.

BANCA EXAMINADORA

Presidente:

---

Examinador(a):

---

Examinador(a):

---

## **AGRADECIMENTOS**

A Deus, primeiramente, pela força e determinação concedidas para concluir mais uma etapa do meu desenvolvimento profissional.

Aos meus pais e à minha família pela compreensão, pelo apoio e pelo incentivo durante todos os momentos difíceis ao longo desta jornada.

À minha orientadora, Profa. Dr<sup>a</sup>. Renata Cristina Othon Lacerda de Andrade, pela orientação ao longo do desenvolvimento deste trabalho, bem como por proporcionar esta oportunidade de crescimento acadêmico.

Aos meus amigos e colegas do curso de Direito, os quais estiveram presentes nos bons e nos maus momentos desta jornada acadêmica.

Por fim, a todos os professores do Curso de Direito da Faculdade Damas da Instrução Cristã, que participaram da minha formação profissional.

## RESUMO

A manipulação de mercado é uma prática coibida por diversos países, inclusive o Brasil, vez que interfere no regular funcionamento do mercado de capitais. Todavia, o conceito de manipulação é amplo, podendo abranger diversas condutas distintas. A fim de analisar o entendimento da Comissão de Valores Mobiliários acerca do termo manipulação, este trabalho busca sistematizar o conjunto de parâmetros utilizados pela autarquia para enquadrar determinada conduta na prática de manipulação de preços. O estudo foi realizado em três etapas. Na primeira, busca-se entender como funciona o mercado de capitais. Na segunda etapa, busca-se avaliar o que caracteriza a conduta de manipulação no ordenamento jurídico brasileiro. Para isso analisa-se o delito tipificado no artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976, bem como os quatro ilícitos administrativos previstos na Instrução CVM nº 08/1979, a qual, durante o desenvolvimento deste trabalho, foi substituída pela Resolução CVM nº 62/2022. Por fim, na terceira etapa, realiza-se uma análise dos precedentes da Comissão de Valores Mobiliários, relativos às práticas de *layering* e de *spoofing*, buscando avaliar se a Comissão de Valores Mobiliários utiliza parâmetros objetivos para enquadrar determinada conduta como o ilícito de manipulação de preços. A partir do estudo, verificou-se que não é possível estabelecer parâmetros quantitativos fixos para o enquadramento de uma conduta ao ilícito de manipulação de preço, vez que os parâmetros estatísticos utilizados nos precedentes servem apenas como indicativos de ilicitude e podem ser aprimorados ao longo do tempo, diante do desenvolvimento tecnológico.

Palavras-Chave: Comissão de Valores Mobiliários; Instrução CVM nº 08/1979; Manipulação de Preços.

## **ABSTRACT**

Market manipulation is a practice prohibited by several countries, including Brazil, because it interferes in the regular operation of the capital market. However, the concept of manipulation is open and may encompass several different behaviors. In order to analyze the understanding of the Securities and Exchange Commission on the term manipulation, this work seeks to systematize the set of parameters used by the authority to frame certain conduct in the practice of price manipulation. The study was carried out in three stages. In the first, seeks to understand how the capital market works. In the second stage, seeks to evaluate what characterizes the behavior of manipulation in the Brazilian legal system. For this, the crime typified in article 27-C of Law nº 6.385/1976 is analyzed, as well as the four administrative offenses provided for in CVM Instruction nº 08/1979, which, during the development of this work, was replaced by CVM Resolution nº 62 /2022. Finally, in the third step, an analysis of the precedents of the Securities Commission is carried out, regarding the practices of layering and spoofing, seeking to assess whether the Securities Commission uses objective parameters to classify a certain conduct as the illicit of price manipulation. From the study, it was found that it is not possible to establish fixed quantitative parameters for the framing of a conduct to the offense of price manipulation, since the statistical parameters used in the precedents serve only as indications of illegality and can be improved over time, due to the technological development.

**Keywords:** Securities and Exchange Commission; CVM Instruction nº 08/1979; Price Manipulation

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Primeira etapa da prática de spoofing: inserção da oferta desejada (BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS, 2017, com adaptações) .....	41
Figura 2 - Segunda etapa da prática de spoofing - inserção de oferta falsa no polo oposto (BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS, 2017, com adaptações) .....	42
Figura 3 - Terceira e quarta etapas da prática de spoofing - reação dos investidores e realização da compra desejada e agressão da oferta desejada (BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS, 2017, com adaptações) .....	42
Figura 4 - Primeira etapa do layering - criação de falsa liquidez (BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS, 2017, com adaptações) .....	44
Figura 5 - Segunda e terceira etapas do layering – reação dos investidores à falsa liquidez e agressão da oferta desejada (BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS, 2017, com adaptações) .....	45



## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

B3	Brasil, Bolsa, Balcão
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CMN	Conselho Monetário Nacional
IPO	Oferta Pública Inicial
PAS	Processo Administrativo Sancionador
SEC	Securities Exchange Commission
SMI	Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	9
<b>2</b>	<b>DO FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS</b> .....	12
2.1	Negociação de Títulos Mobiliários .....	15
2.2	Participantes do Mercado de Capitais.....	18
2.3	Negociação na Bolsa de Valores .....	23
<b>3</b>	<b>DOS ATOS QUE PODEM CARACTERIZAR MANIPULAÇÃO DE MERCADO NO ORDENAMENTO BRASILEIRO</b> .....	26
3.1	A Comissão de Valores Mobiliários .....	29
3.2	Das Condições Artificiais de Demanda, Oferta ou Preço de Valores Mobiliários	32
3.3	Da Manipulação de Preços no Mercado de Valores Mobiliários .....	34
3.4	Das Operações Fraudulentas no Mercado de Valores Mobiliários.....	36
3.5	Das Práticas Não Equitativas de Mercado .....	37
<b>4</b>	<b>DA JURISPRUDÊNCIA DA CVM QUANTO AO TERMO MANIPULAÇÃO DE PREÇOS</b> .....	39
4.1	<i>Spoofing</i> .....	40
4.2	<i>Layering</i> .....	43
4.3	Dos Parâmetros Estatísticos.....	45
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO</b> .....	49
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	51

## 1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais desempenha importante papel na economia de um país, pois se trata de um canal para que as empresas captem recursos e financiem seus projetos. Ademais, proporciona à população uma alternativa, em regra, mais rentável para o destino de sua poupança.

Para que o mercado funcione de forma correta, é necessário que o Estado possua um sistema financeiro regulado de maneira transparente, bem como possua mecanismos que coíbam práticas ilícitas como as de manipulação. De um modo geral, a manipulação pode ser entendida como qualquer prática que tenha como objetivo obstruir o regular funcionamento dos mercados, afetando a formação do valor dos ativos. Em outras palavras, trata-se de conduta que pode acarretar uma variação artificial no preço do ativo. Esta conduta ofende a um bem juridicamente tutelado, qual seja, a estabilidade do mercado de capitais.

No Brasil, a tipificação, para fins penais, da manipulação de mercado ocorreu efetivamente em 2001 com a inclusão do art. 27-C na Lei nº 6.385/1976. Já, no âmbito administrativo, foi editada pela Comissão de Valores Mobiliários, doravante denominada neste trabalho de CVM, a Instrução nº 08/1979, a qual disciplinou quatro ilícitos a fim de coibir condutas de manipulação e de fraudes, bem como preservar práticas comerciais equitativas no mercado de capitais.

Em que pese, haver tais dispositivos normativos, a doutrina faz críticas quanto à imprecisão de alguns termos utilizados neles, vez que seus conceitos são abertos. Isso abre margem à interpretação do julgador, o qual poderia enquadrar inúmeras condutas nas tipificações. Nesse sentido, verifica-se que, no Brasil, não existe uma regulamentação que defina exatamente o que separa a conduta de mercado legal da ilegal. É sobre essa problemática que a presente pesquisa se debruça.

A utilização de tipificações abertas é vantajosa, pois permite que práticas de manipulação surgidas após a edição das normas possam ser enquadradas no ilícito, evitando, assim, a constante necessidade de atualização das regulações. Com isso, o bem jurídico continuaria protegido, mesmo diante de inovações tecnológicas dentro do mercado. Todavia, o Brasil adota o sistema jurídico de *civil law*, voltando-se

para um direito codificado, que busca prever e disciplinar cada assunto juridicamente relevante, cabendo ao julgador muitas vezes a mera aplicação do dispositivo normativo adequado ao caso concreto. Logo, a utilização desses tipos abertos, em um sistema de *civil law*, poderia causar certa estranheza, já que aparentemente iria de encontro ao objetivo do próprio sistema jurídico adotado, vez que esses tipos abertos permitem uma atuação ampliada do julgador. Nesse sentido, um dos primeiros desafios no combate à manipulação de mercado é delimitar a extensão desse termo para fins de sanção, seja no âmbito penal, civil ou administrativo. Daí a importância da presente pesquisa.

Este trabalho tem como objetivo demonstrar se é possível obter um conceito de manipulação em sentido mais estrito, com enfoque no entendimento da CVM sobre o termo para fins de sanção administrativa. Sendo assim, busca-se responder à seguinte problematização: a partir da análise dos precedentes, seria possível sistematizar um conjunto de parâmetros objetivos usados pela CVM para caracterizar determinadas condutas como prática ilícita de manipulação de preços?

Quanto ao problema apresentado, trabalha-se com a hipótese de que, a partir da análise das decisões dos processos administrativos sancionadores (PAS), é possível sistematizar parâmetros para classificar se determinada conduta se enquadra, ou não, como prática de manipulação de mercado.

Dessa forma, este trabalho tem como objetivo geral encontrar esses parâmetros que são levados em consideração pela CVM. Para tanto tem-se como objetivos específicos: a) entender o funcionamento do mercado de capitais; b) compreender quais são os mecanismos de combate à manipulação de mercado, com ênfase no papel da CVM; c) analisar a interpretação da CVM quanto aos ilícitos administrativos dispostos na Instrução CVM nº 08/1979.

O trabalho em questão, apresenta três capítulos. O primeiro trata de uma visão geral sobre o funcionamento do mercado de capitais, discorrendo sobre: a) a diferença entre mercado financeiro e mercado de capitais; b) o conceito de valores mobiliários; c) quais são os agentes que atuam no mercado acionário; d) a diferença entre valor e preço de um ativo; e) o sistema de negociação dentro do mercado brasileiro.

No segundo capítulo, analisa-se quais são os instrumentos utilizados, no ordenamento jurídico brasileiro para proteger e ressarcir o investidor lesado e, conseqüentemente, combater as práticas de manipulação no mercado acionário.

Ademais, é abordado o papel da CVM como entidade fiscalizadora do mercado de capitais, bem como são avaliados os ilícitos administrativos dispostos na Instrução CVM nº 08/1979.

No terceiro capítulo, foi feita uma seleção de julgados de casos que abordaram práticas de *layering* e *spoofing*, buscando extrair quais os parâmetros utilizados pela autarquia para enquadrar determinada conduta como manipulação de preços.

Por fim, neste trabalho, é realizada uma pesquisa bibliográfica com enfoque descritivo como metodologia. Busca-se compreender o entendimento da CVM quanto à manipulação, através de uma análise jurisprudencial dos processos administrativos sancionadores, selecionando casos emblemáticos sobre o tema. Nesse sentido, a presente pesquisa utiliza uma abordagem qualitativa dos dados, bem como o método indutivo.

## 2 DO FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS

Na economia de mercado, segundo Eizirik et al (2019), a função do sistema financeiro é a de prover canais adequados, mediante os quais os agentes econômicos deficitários conseguem obter os recursos necessários para as suas empreitadas, ao passo que os agentes superavitários aplicam as suas reservas.

Nesse sentido, Pinheiro (2019, p. 35) leciona que o sistema financeiro de um país pode ser definido como “um conjunto de instituições, instrumentos e mercados agrupados de forma harmônica, com a finalidade de canalizar a poupança das unidades superavitárias até o investimento demandado pelas deficitárias”.

Logo, o sistema financeiro seria um conjunto de mercados e instituições cuja principal função é a de transferir o dinheiro dos poupadores, ou seja, daqueles cuja renda é superior aos seus gastos, para pessoas ou instituições que carecem de recursos para desenvolver suas atividades de produção ou de consumo.

Segundo Tanji (2013), esse conjunto de mercados que compõe o sistema financeiro tradicionalmente é dividido em quatro setores, são eles: a) o mercado monetário; b) o mercado cambial; c) o mercado de crédito; d) o mercado de capitais, também conhecido como mercado de valores mobiliários ou mercado acionário.

De acordo com Reis (2019), o mercado monetário é o setor encarregado pelos financiamentos de curto e curtíssimo prazo, de modo que ele é uma peça fundamental para garantir a liquidez monetária de curto prazo. Esse mercado realiza operações com títulos públicos e privados como, por exemplo, títulos do tesouro, certificado de depósitos e papéis comerciais.

Nesse mesmo sentido leciona Eizirik et al (2019) ao dizer que, no mercado monetário, são realizadas operações de curto ou curtíssimo prazo com títulos públicos. Segundo esses autores, as autoridades monetárias, quando pretendem diminuir a quantidade de moeda em circulação, vendem esses títulos públicos; quando pretendem expandir a quantidade de moeda em circulação, recompram esses títulos, o que faz o dinheiro voltar à economia. Dessa forma, influenciam o nível de liquidez monetária da economia.

O mercado de câmbio é o local em que ocorre a troca de moedas, realizadas por intermédio de instituições financeiras (TANJI, 2013). Em geral, essa

troca se deve às empresas exportadoras ou às pessoas que viajam para países estrangeiros.

Segundo Fortuna (2014), além das operações de compra e venda de moeda estrangeira, o mercado cambial também engloba as operações com ouro-instrumento cambial, bem como as operações em moeda nacional entre residentes, domiciliados ou com sede no Brasil, e residentes, domiciliados ou com sede no exterior. Além disso, o autor ressalta que essas operações de câmbio precisam ser conduzidas por meio de uma instituição bancária autorizada.

Por sua vez, é no mercado de crédito que ocorrem as operações de empréstimos de curto ou médio prazo, as quais são realizadas com a intermediação de instituições financeiras, de acordo com Tanji (2013). Como exemplo dessas operações estão o empréstimo pessoal e o cheque especial.

Para Eizirik et al (2019), o mercado de crédito é local em que são realizadas operações bancárias de captação de recursos e de empréstimos desses recursos captados, a fim de permitir o financiamento do capital de giro para as empresas, bem como o financiamento do consumo corrente de bens duráveis.

Antigamente, segundo Pinheiro (2019), era comum recorrer ao mercado de crédito, a fim de obter financiamento para os projetos. Contudo, ao longo do tempo, esse mercado passou a não conseguir suprir a demanda total dos recursos financeiros requisitados. Daí a necessidade de encontrar novas fontes. É nesse contexto que mercado de valores mobiliários ganha destaque. Este funciona como uma alternativa para a captação de recursos para o desenvolvimento dos projetos, assim como ajuda a mitigar os riscos do negócio.

Segundo Tanji (2013), o mercado de valores mobiliários é utilizado para suprir a necessidade de financiamentos, de longo prazo ou até mesmo de prazo indeterminado, das empresas, por meio do apelo à poupança popular.

Conforme esclarece Pinheiro (2019), o mercado de capitais representa um sistema de negociação de ativos denominados valores mobiliários. Para este autor, o propósito da emissão desses ativos é viabilizar a capitalização das empresas para execução de seus projetos de desenvolvimento. Ademais, o mercado acionário também é um meio para garantir liquidez aos títulos emitidos por essas empresas.

Nesse mesmo sentido leciona Eizirik et al (2019), ao dizer que o mercado de capitais pode ser definido como um ambiente de negociação de valores mobiliários, cuja principal função econômica é a de permitir que as companhias captem recursos

não exigíveis para o custeio de suas empreitadas ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas. Tendo em vista que esses recursos não são empréstimos, as sociedades empresárias não precisarão devolvê-los aos investidores, mas sim remunerá-los por meio de dividendos, caso as demonstrações financeiras apresentem lucro. Percebe-se, então, que o investidor não tem qualquer garantia quanto ao retorno do seu recurso. Daí, infere-se que o risco é inerente ao mercado de valores mobiliários.

As empresas, principalmente aquelas que estão em fase de crescimento, necessitam de recursos para financiar seus projetos de expansão e os buscam de formas diversas. Segundo Pinheiro (2019), mesmo que o retorno oferecido por seus projetos seja superior ao custo de um empréstimo, é recomendado que exista um balanceamento entre o financiamento do projeto com recursos externos e com os recursos próprios. Por isso buscam-se fontes de financiamento tais como a emissão de valores mobiliários.

Pinheiro (2019) classifica essas fontes de recursos em dois tipos, são elas: fontes internas (próprias); e fontes externas. As fontes internas estão relacionadas aos lucros retidos pela companhia, os quais serão reinvestidos em seu crescimento. Enquanto, as fontes externas estão relacionadas à captação de recursos alheios ao lucro da companhia. Estes se subdividem em recursos de terceiros, tais como empréstimos bancários, crédito subsidiado ou *commercial papers*; e recursos próprios, obtidos através da abertura do capital social da sociedade empresária por meio de emissão de ações, por exemplo.

A captação realizada por meio de recursos de terceiros aumenta o nível de endividamento e, conseqüentemente, reduz a possibilidade da companhia de obter novos empréstimos no futuro. Ademais, Pinheiro (2019) também alerta quanto ao risco de cobertura diante da utilização de capital de terceiros. Isto é, o lucro operacional gerado pela sociedade empresária é destinado ao pagamento de três agentes econômicos: o governo; os proprietários, também denominados de sócios ou investidores; e os credores. Quando a empresa não obtém lucro, o governo não pode tributá-lo e os sócios não conseguem receber os seus rendimentos, todavia, os credores ainda precisam ser pagos para garantir a continuidade da produção. Para sanar essas dívidas, a empresa recorre ao capital de giro. Isso pode gerar uma crise de liquidez que, se não for resolvida, provocará a sua falência, em função do alto endividamento.



Logo, fortalecer sua base de capital próprio é uma alternativa. Isso evitaria o aumento do nível endividamento com terceiros e, conseqüentemente, ampliaria a capacidade de obtenção futura de recursos externos, melhorando, assim, os indicadores econômico-financeiros da companhia. Para isso, é preciso buscar mais investidores interessados em se associar à companhia.

Segundo Pinheiro (2019), esse aumento de capital social, em regra, apresenta vantagens sobre os recursos ofertados pelas instituições financeiras, pois estes são geralmente de prazos limitados e padronizados. Além disso, a empresa é obrigada a aderir às condições contratuais definidas unilateralmente pelos bancos, enquanto que na emissão de títulos mobiliários são os subscritores que aderem às condições e às cláusulas impostas pela empresa emissora.

Ante o exposto, verifica-se que o mercado de capitais é uma parte fundamental do sistema financeiro, sendo este mais amplo que aquele. Além disso, esse mercado é um importante meio para a capitalização das empresas, a qual é feita através da emissão de valores mobiliários, assunto que será explicado no próximo subtópico.

## 2.1 Negociação de Títulos Mobiliários

As empresas podem se capitalizar através da emissão de títulos chamados de valores mobiliários. Para Pinheiro (2019) pode-se conceituar valores mobiliários como todo investimento em dinheiro ou em qualquer bem suscetível à avaliação monetária. Essa aplicação financeira é realizada pelo investidor, em razão de uma captação pública de recursos, cujo objetivo é fornecer capital a um determinado empreendimento. Em regra, com esses títulos, o investidor não terá ingerência direta na empresa, porém ele espera obter ganho ou certo benefício futuro em troca do capital investido.

Nesse mesmo sentido leciona Fazzio Jr. (2020) ao dizer que o valor mobiliário é um título de investimento emitido pelas sociedades anônimas e oferecido ao público para a captação de recursos para a companhia.

De acordo com Eizirik et al (2019), esses ativos diferem de outros bens em três aspectos, pois os valores mobiliários: a) não possuem um valor intrínseco<sup>1</sup>; b) não são bens fabricados ou produzidos para serem consumidos, mas sim emitidos e ofertados aos investidores, os quais depois poderão negociá-los no mercado secundário; c) apresentam características díspares entre si, vez que podem atribuir aos seus titulares diferentes espécies de direitos.

O art. 2º, da Lei nº 6.385/1976, o qual foi modificado pela Lei nº 10.303/2001, define o que seriam os valores mobiliários:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
- II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
- III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
- IV - as cédulas de debêntures;
- V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- VI - as notas comerciais;
- VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
- VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
- IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. (BRASIL, 1976)

Com isso, são considerados valores mobiliários todos os listados nos incisos I a VIII da Lei nº 6.385/1976, bem como qualquer outro título ou contrato de investimento coletivo, que dê direito de participação, de parceria ou de remuneração. Logo, verifica-se que o rol disposto no art. 2º da Lei nº 6.385/1976 é exemplificativo.

O foco do presente trabalho são as ações. Segundo Pinheiro (2019), esses títulos surgiram, em 1953, na Inglaterra, com o objetivo de financiar os navios mercantes da *Muscovy Company*. Tendo em vista que esse sistema de financiamento foi bem-sucedido, ele foi estendido para outros projetos de desenvolvimento.

Segundo Fortuna (2014), uma ação representa a menor fração do capital próprio de uma sociedade por ações. É através da venda direta dessas participações

---

<sup>1</sup> Segundo Eizirik et al (2019), uma ação, por exemplo, não tem um valor em si. Pelo contrário, o seu valor depende de diversos fatores tais como: liquidez de mercado, atividades desenvolvidas pela empresa emissora e lucratividade do negócio durante um determinado período.

do seu patrimônio líquido que as sociedades anônimas podem captar recursos para o seu desenvolvimento, assumindo, em contrapartida, o compromisso de remunerar seus acionistas em função dos resultados positivos futuros da companhia.

Para Pinheiro (2019), as ações são títulos de participação negociáveis e representam parte do capital social de uma companhia. Elas conferem ao seu dono o direito de participação na empresa, ou seja, aquele que tem ações é considerado sócio da empresa emissora. Existem diversos tipos de ações. Em regra, elas se diferenciam pelos seguintes critérios: empresa emissora; espécie; forma de circulação; e classe.

As ações, bem como os demais títulos de valores mobiliários, são negociadas no mercado acionário. Segundo Fortuna (2014), esse mercado pode ser dividido em dois segmentos: mercado primário e mercado secundário.

De acordo com Eizirik (2019), o mercado primário é o local em que a companhia obtém recursos para seus empreendimentos, realizando emissões públicas de novos valores mobiliários. Com isso, ela consegue obter recursos que poderão ser utilizados em seus projetos de investimento, ao passo que os poupadores, os quais subscrevem os valores mobiliários, ganham o direito de participar dos resultados do empreendimento econômico.

É no mercado primário, por exemplo, que ocorre a primeira oferta da nova ação, e o dinheiro da venda vai para a companhia emissora. Logo, esse segmento desempenha importante função, qual seja, canalizar recursos dos que poupam para o investimento nas atividades produtivas.

Segundo Pinheiro (2019), após a compra de ações no mercado primário, o investidor pode querer, ao fim de certo período, retirar a sua aplicação, ou seja, converter novamente essas aplicações em dinheiro. Ele irá conseguir tal feito vendendo suas ações para um outro investidor interessado. Para realizar esta operação, o vendedor deverá recorrer a uma instituição financeira credenciada a operar, como bancos ou corretoras, para que ela realize uma operação denominada secundária. De forma análoga, o comprador deverá dirigir-se a uma corretora ou outra instituição financeira credenciada e proceder o pedido de compra. As instituições receberão as ordens de compra e de venda de seus clientes e executarão a operação

de fechamento do negócio no pregão<sup>2</sup> da bolsa de valores. Tal operação é realizada no mercado secundário.

Nesse mesmo sentido leciona Eizirik (2019) ao dizer que, no mercado secundário, não há emissão de novos títulos, tampouco ingresso de novos recursos para as companhias emissoras. Segundo esses autores, as operações neste mercado são realizadas entre os poupadores, sem qualquer vínculo com a companhia emissora.

Verifica-se que o mercado secundário garante liquidez ao investidor. Em outras palavras, permite que, no momento que um vendedor quiser realizar uma operação de venda, exista um comprador para completar a negociação e vice-versa. Isso possibilita que novos investidores possam adquirir ações já emitidas, bem como estimula o crescimento do mercado primário, fortalecendo a economia do país.

Pinheiro (2019) cita três características fundamentais para o bom funcionamento do mercado secundário: a) transparência; b) liquidez; c) eficiência. A transparência consiste no acesso de forma fácil e célere a informações confiáveis sobre preços de ativos, volume negociado e demais questões relevantes na tomada de decisão do investidor.

A liquidez está relacionada à capacidade e à velocidade de se converter determinado ativo em dinheiro. Quanto mais rápida for essa conversão, mais líquido será o ativo. Já um ativo com baixa liquidez é aquele que apresenta dificuldade de ser resgatado.

Por fim, a eficiência está relacionada com a celeridade com que os preços são ajustados, chegando ao novo equilíbrio. Isto é, notícias, balancetes da empresa e outras informações podem vir a afetar os preços do ativo. Quanto mais rápidos os preços se ajustarem à nova conjuntura, com maior eficiência irá operar o mercado.

## 2.2 Participantes do Mercado de Capitais

Dentro do mercado, existem diversos participantes, os principais são: o emissor dos títulos e valores mobiliários, o regulador, as instituições intermediárias e os investidores.

---

<sup>2</sup> Segundo Lemos et al (2019), pregão é o local em que ocorre o encontro de compradores e vendedores de ativos para negociação. Antes, o pregão era realizado de forma presencial (pregão viva-voz). Atualmente, as negociações ocorrem em ambiente exclusivamente eletrônico (pregão eletrônico).

De acordo com Carrete e Tavares (2019), os emissores são as companhias que passarão a negociar seus títulos. A companhia é considerada aberta quando seus valores mobiliários são negociados publicamente em Bolsa. Quando uma empresa estreia no mercado aberto, a sua primeira emissão é denominada de *initial public offering* (IPO), as ofertas subsequentes são denominadas *follow on*. Ademais, para concretizar qualquer tipo de oferta pública, é necessário que a empresa tenha a forma de sociedade por ações, instituto regulado pela Lei nº 6.404/1976 – a Lei das Sociedades por Ações.

Nesse mesmo sentido leciona Wellisch (2017), ao dizer que os emissores são as entidades que emitem valores mobiliários no mercado, sendo os mais comuns as companhias abertas e os fundos de investimentos. Ademais as emissões realizadas podem ser públicas ou privadas, aquelas precisam de registro na CVM para serem realizadas, ao passo que estas não precisam.

As empresas de capital aberto também precisam obter registro na CVM, sujeitando-se à fiscalização desta autarquia. De acordo com Carrete e Tavares (2019), elas são obrigadas a prestar informações econômico-financeiras periodicamente aos investidores, a fim de garantir maior transparência ao mercado e viabilizar a avaliação de risco do investimento.

Segundo Toledo Filho (2006), a CVM é uma autarquia federal que regula e fiscaliza o mercado de capitais. Ademais, a sua principal finalidade seria a de proteger este mercado, garantindo segurança aos investidores e, ao mesmo tempo, incentivando a abertura de capital das empresas, por meio do lançamento de ações.

Nesse mesmo sentido leciona Carrete e Tavares (2019) ao dizer que a principal função da CVM é a de garantir que as empresas emissoras cumpram as exigências de divulgação de informações, a fim de possibilitar que os investidores entendam os riscos assumidos com o negócio.

Sendo assim, a CVM cria normas e fiscaliza os emissores e instituições intermediárias, zelando pelo bom funcionamento e pela integridade do mercado de capitais.

De acordo com Wellisch (2017), a distribuição pública de valores mobiliários é o conjunto de atos, os quais resultam na colocação do ativo no mercado, por meio da aproximação dos emissores (aqueles que querem receber os recursos) e dos investidores (aqueles que buscam investir sua poupança). Isso deve ser feito através de uma instituição intermediária autorizada. Ainda segundo esse autor, as

principais entidades envolvidas nessa distribuição de valores mobiliários são os bancos de investimentos e as corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários.

Nesse sentido, o art. 3º, da Resolução CVM nº 35/2021, dispõe que:

Art. 3º A intermediação de operações em mercados regulamentados de valores mobiliários é privativa de instituições habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2021)

De acordo com Wellisch (2017), os bancos de investimentos são instituições privadas, as quais desempenham papel fundamental na distribuição dos valores mobiliários. Eles formam o elo entre os emissores e os investidores. Além disso, auxiliam na montagem do plano de negócios do agente emissor, preparam os materiais de venda e apresentações, promovem reuniões com analistas e possíveis investidores, bem como ajudam em outras etapas da realização da oferta pública do valor mobiliário.

Nesse mesmo sentido lecionam Carrete e Tavares (2019), ao dizer que os bancos de investimentos são os entes responsáveis por fazer a ponte entre a empresa emissora e o público investidor; colocar os títulos no mercado através do planejamento da oferta pública; e apresentar a regulamentação para que a empresa emissora cumpra as exigências de divulgação das informações.

Por sua vez, de acordo com Carrete e Tavares (2019), as corretoras e distribuidoras de valores atuam como intermediadores na negociação de valores mobiliários no mercado. Uma de suas principais atividades é a execução de ordens de compra e de venda de ativos para seus clientes. No entanto, também podem auxiliar o investidor a escolher os ativos por meio da disponibilização de informações de análise de investimentos.

A própria bolsa de valores também é um importante ente dentro do mercado de capitais. De acordo com Pinheiro (2019), as bolsas de valores consistem em ambientes econômicos criados para negociação de títulos e valores mobiliários. Em outras palavras, é um local destinado à compra e à venda de ativos.

De acordo com Carrete e Tavares (2019) as bolsas de valores são fundamentais para o desenvolvimento do mercado de capitais do país, vez que sem elas não existiria o mercado secundário. Ainda segundo esses autores, é justamente

pelo fato de as bolsas propiciarem um ambiente seguro, no qual as informações são transmitidas em tempo real para todos os *players*, que estes se sentem confiantes em realizar suas transações.

Segundo Pinheiro (2019), no Brasil, existe a Brasil, Bolsa, Balcão (B3). Esta surgiu como resultado da fusão entre BM&FBovespa com a Cetip. Trata-se da principal bolsa de valores brasileira e se configura como uma sociedade de capital aberto, oferecendo serviços negociação de ativos, pós-negociação (*clearing*), registro de operações de balcão e de financiamento de veículos e imóveis.

Nesse mesmo sentido leciona Lemos et al (2019) ao dizer que a B3, uma das maiores bolsas do mundo, tem como principal função a de proporcionar um ambiente transparente e seguro, o qual seja adequado para a realização de negócios com títulos e valores mobiliários. Todavia, os investidores não têm acesso direto a esse ambiente de negociação. Assim, para efetuarem suas transações de compra e venda, eles precisam se cadastrar em uma corretora. Ainda segundo esses autores, a B3 está sujeita à regulação e à fiscalização da CVM e do Banco Central do Brasil. Além disso, a B3 é uma entidade autorreguladora, atuando por meio da BSM Supervisão de Mercados, sob a supervisão da CVM.

De acordo com Lemos et al (2019), a BSM atua em duas frentes: supervisão de mercado e auditoria dos participantes do mercado. Assim, BSM pode identificar condutas anormais de negociações como, por exemplo, práticas de manipulação de preços, bem como outros comportamentos suscetíveis de colocar em risco a integridade, a transparência e a credibilidade do mercado de capitais.

Em relação aos investidores, Wellisch (2017) diz que são pessoas físicas ou jurídicas, as quais acessam o mercado de capitais com o intuito de negociar valores mobiliários.

Nesse mesmo sentido leciona Pinheiro (2019), ao dizer que os investidores aplicam seus recursos, buscando um ganho com o seu investimento. Este ganho, por sua vez, está relacionado com a quantidade de risco assumido dentro do mercado de capitais.

Fortuna (2014), divide os investidores em quatro categorias: pessoas físicas, pessoas jurídicas, investidores externos (não residentes ou estrangeiros) e investidores institucionais.

De acordo com Carrete e Tavares (2019), os investidores pessoas físicas são aqueles que possuem o menor poder de compra e são classificados como varejo.

Todavia, sua presença no mercado é importante para garantir a pulverização da colocação<sup>3</sup>. Por sua vez, os investidores institucionais, em regra, são aqueles que possuem maior capacidade de investimento, de modo que suas decisões de compra e venda de determinado ativo terão importante reflexo na cotação do preço. Isso porque os investidores institucionais operam um grande volume de dinheiro no mercado acionário.

Por fim, importante ressaltar a distinção entre o operador fundamentalista e o operador técnico. Os investidores podem se beneficiar com a compra de ações de duas formas: pelo recebimento de rendimentos como, por exemplo, dividendos ou juros sobre o capital próprio; ou pela valorização do ativo.

No caso da valorização dos ativos, para conseguir lucratividade, os investidores buscam antever a tendência das cotações. Nesse sentido, o investimento será considerado atrativo se houver perspectiva de ganhos com a variação dos preços, de forma a oferecer rentabilidade ao investimento. Segundo Abe (2009), existem duas escolas de análise que estudam formas de antever e projetar essa tendência de preços, são elas: análise técnica ou gráfica e análise fundamentalista.

Segundo Matsura (2019), a análise técnica se baseia na avaliação de gráficos feitos a partir do histórico de preço do ativo, bem como a utilização de índices gráficos que possam indicar a tendência do mercado. O analista técnico está preocupado em antever se a cotação irá subir ou descer para, assim, tomar posição de compra ou venda em um determinado ativo.

Conforme Abe (2009), a análise técnica possibilita ao investidor fazer uma leitura do comportamento de massa dos *players* do mercado e acompanhar esse comportamento, buscando realizar lucro com a variação do preço do ativo. Sendo assim, conforme preceitua Carrete e Tavares (2019), a análise técnica pode ser útil para indicar o momento de compra ou venda, ou seja, o *market timing*.

Como pôde ser visto, o analista técnico não está preocupado com o valor do ativo, mas sim com o seu preço, ou seja, com a cotação que o ativo está sendo negociado na Bolsa.

Por sua vez, a análise fundamentalista baseia-se “nos fundamentos econômico-financeiros da empresa, dados setoriais, operacionais e mercadológicos” (CARRETE; TAVARES, 2019) para decidir se um investimento é atrativo. Os analistas

---

<sup>3</sup> Segundo Wellisch (2017), colocação é termo utilizado como sinônimo de distribuição dos valores mobiliários.



dessa escola buscam avaliar o comportamento da empresa, visando determinar o valor dela.

De acordo com Reis (2019b), um dos fins da análise fundamentalista é descobrir o valor intrínseco de uma ação. Este pode ser entendido como o preço justo de uma ação, o qual nem sempre será igual à cotação do mercado para o ativo. Isso porque essa metodologia de análise se concentra no *valuation*, ou seja, busca analisar quanto a empresa realmente vale e não o quanto a ação está sendo cotada no mercado. Sendo assim, para os fundamentalistas, ações possuem um valor justo, o qual poder diferir do preço que ela está sendo negociada na bolsa de valores.

Entender como os investidores analisam os ativos é importante para avaliar como a manipulação, as fraudes ou as práticas não equitativas no mercado de capitais trazem malefícios ao mercado. Independentemente de qual escola sigam, os investidores tomam decisões a partir de suas experiências passadas e de dados fornecidos ao público. Assim, condutas, por exemplo, que venham a alterar os preços artificialmente ou informações falsas divulgadas na mídia podem interferir no processo decisório, prejudicando esses investidores e retirando a credibilidade do mercado.

### 2.3 Negociação na Bolsa de Valores

Conforme já exposto no subtópico 2.2, a intermediação de operações com valores mobiliários é privativa de instituições intermediárias como bancos de investimento e corretoras, os quais são habilitados para atuar como integrantes no sistema de distribuição.

Logo, os investidores não têm acesso direto ao sistema de negociação da B3. Para que possam realizar operações de compra e venda, eles precisam se cadastrar em alguma instituição intermediária e enviar ordens de negociação.

De acordo com Brasil Bolsa Balcão (2021), a ordem é uma instrução dada pelo cliente/investidor à corretora por meio do qual determina que a corretora realize ou registre operações de compra ou venda de ativos ou derivativos em seu nome e nas condições que forem especificadas por ele. As ordens são registradas como ofertas dos clientes, devendo serem executadas as de menor preço primeiro. Caso haja concorrência de preços entre ordens de investidores diversos, o cumprimento deve ser determinado pelo critério cronológico de recebimento da ordem.

Com a entrada em vigor Resolução CVM nº 35/2021, a transmissão das ordens dos clientes aos intermediários só poderá ser feita por: a) escrito; b) telefone ou outro meio de transmissão de voz; c) sistemas eletrônicos de conexões automatizadas.

Uma vez criada a conta na corretora, o investidor terá acesso ao *home broker* da instituição. De acordo com Lemos et al (2019), este é um sistema eletrônico de acesso ao mercado, por meio da qual o investidor poderá: a) negociar ativos pela internet; b) verificar a execução de ordens enviadas; c) acessar a cotação do preço dos ativos.

Segundo Lemos et al (2019), as ofertas enviadas pelo cliente trafegam pela infraestrutura tecnológica da corretora antes de alcançarem as plataformas de negociação da B3. Logo, em operações realizadas via *home broker*, o cliente se conecta com o sistema da corretora que, por sua vez, recebe as informações e faz a conexão com o sistema da B3. Outra forma de envio de ordens é a mesa de operação. Trata-se de serviço oferecido, em regra, pela instituição intermediária, no qual é disponibilizado um grupo de profissionais que ficam à disposição dos clientes para dar informações sobre o mercado, bem como executar as ordens solicitadas. Esses profissionais também podem dar sugestões de investimentos aos clientes. O acesso à mesa pode ser feito por e-mail, *chat* ou telefone.

Existem alguns tipos de ordem que os clientes podem optar no momento de negociação do ativo, de modo a se encaixar melhor à sua estratégia de investimento.

Quando um investidor tem interesse em adquirir uma certa quantidade de ações pelo valor da cotação atual, ele poderá utilizar a ordem a mercado. Segundo Brasil Bolsa Balcão (2021), nesta operação, o investidor apenas define o ativo a ser negociado e a sua quantidade. A ordem é executada assim que é recebida pelo melhor preço de negociação.

De acordo com Brasil Bolsa Balcão (2021), a ordem limitada seria aquela em que o investidor não só define a quantidade que pretende negociar, mas também o preço de negociação. Quando enviada, esta ordem só será executada pelo preço especificado ou por melhor preço que o especificado pelo cliente. A ordem limitada é muito utilizada pelos analistas técnicos, tendo em vista que ela permite a escolha do preço a ser negociado.

Como mencionado no subtópico 2.2, os analistas técnicos buscam sinais de tendência de mercado para realizar suas estratégias, as quais também são conhecidas como *set ups*. Em regra, quando o preço atinge determinado patamar, o analista verifica situação propícia para iniciar uma operação. A fim de facilitar essa operação, é possível utilizar uma ordem *on stop*. De acordo com Brasil Bolsa Balcão (2021), nessa ordem, o cliente especifica apenas o preço do ativo a partir do qual uma outra ordem definida deverá ser executada.

Por fim, segundo Reis (2018), as ordens enviadas pelos investidores ficam registradas no livro de ofertas até a sua execução. O livro de ofertas, comumente chamado de *book* de ofertas, é o local em que se encontra as intenções de compra e venda dos ativos listados em bolsa. No *book* de ofertas, as ordens de compra, para cada ativo, são listadas em ordem decrescente de acordo com o preço, de modo que no topo do livro estejam as ordens de compra de maior valor. Já as ofertas de vendas são listadas em ordem crescente de preço, de modo que as de menor valor encontrem-se no topo do livro. Quando o sistema registra ordens de compra e venda com a mesma cotação, a negociação é executada e as ordens são removidas da lista do ativo, colocando no lugar delas as outras ofertas realizadas, que ainda não foram executadas.

### **3 DOS ATOS QUE PODEM CARACTERIZAR MANIPULAÇÃO DE MERCADO NO ORDENAMENTO BRASILEIRO**

Conforme preceitua Loss (1986), os valores mobiliários são "uma mercadoria complicada". Embora não se possa conceber um sistema de capital privado sem estes títulos, devido à sua natureza essencial, eles acabam se tornando um instrumento inidôneo nas mãos de certos indivíduos que os utilizam para auferir vantagens indevidas, lesando os demais participantes do mercado de capitais. Ainda segundo o autor, o primeiro problema relacionado à segurança dos valores mobiliários é encontrar uma forma de proteger esses participantes de condutas como a fraude e a manipulação indevida do mercado sem, contudo, interferir nos negócios considerados legítimos.

Coibir práticas ilícitas no âmbito do mercado de capitais é uma preocupação constante dos Estados, vez que a ocorrência de manipulação e fraudes abala a credibilidade do mercado por afetar a eficiente transferência de riscos entre os investidores (DUTRA; BUSATO, 2002). Daí a importância de criar instrumentos e regulações para prevenir e ressarcir os danos causados por tais condutas consideradas ilícitas.

Segundo Eizirik et al (2019), no âmbito cível, o ilícito de manipulação constitui um atentado ao direito de terceiro, por isso se justifica a reparação do dano, como forma de restaurar o antigo equilíbrio entre as partes.

A Lei nº 7.913/1989 disciplinou a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de capitais. Trata-se de forma de processo coletivo com dupla finalidade: prevenção de danos e ressarcimento dos prejuízos causados aos titulares de valores mobiliários.

Em que pese tal ação civil pública ser um instrumento criado para salvaguardar os interesses dos investidores, Barros Neto (2017) faz críticas quanto à eficácia desse meio de tutela. Segundo o autor, na ação civil pública, a restituição dos danos e prejuízos é feita de forma indireta, através da habilitação do investidor no processo da ação civil pública, o que dificulta o ressarcimento, devido à burocracia. Ademais, ele alerta que, em determinados casos, o investidor sequer tem ciência da ação em curso. Assim, por desconhecer a existência de um processo, quando do

eventual êxito da ação, havendo crédito a ser recuperado, o investidor acaba perdendo o seu direito de receber o montante, devido à decadência.

Já na seara penal, a repressão estatal ocorreu através da tipificação da manipulação como crime. Convém ressaltar que a conduta de manipular mercados é uma prática antiga. De acordo com Ramos (2016), uma das primeiras menções referente a essa conduta ocorreu através do inciso VI do artigo 3º, da Lei nº 1.521/1951 (lei de crimes contra a economia popular):

Art. 3º. São também crimes desta natureza:

(...)

VI - 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; (...). (BRASIL, 1951).

Todavia, segundo Bittencourt (2016), o delito supracitado não foi efetivamente punido no país, vez que, na época, era difícil detectar essa prática de manipulação.

Em 7 de dezembro de 1976, foi publicada a Lei nº 6.385, criando a CVM, autarquia responsável pela fiscalização do mercado de capitais. Atualmente, esta é a lei que dispõe sobre a regulação do mercado de valores mobiliários. Ela estabeleceu as competências do Conselho Monetário Nacional (CMN) e da CVM. Ademais, definiu quais fins devem ser perseguidos por esses dois entes ao realizar as suas atribuições. Uma dessas finalidades é a de evitar práticas consideradas ilícitas no âmbito do mercado de capitais como, por exemplo, a manipulação de mercado:

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

(...)

V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; (...). (BRASIL, 1976)

Com a reforma do mercado de capitais, feita pela Lei 10.303/2001, foi acrescentado o Capítulo VII-B à Lei nº 6.385/1976, o qual disciplinou os crimes contra o mercado de capitais. De acordo com Eizirik et al (2019), a efetiva tipificação do crime

de manipulação de mercado ocorreu com esta reforma, a partir da inclusão do artigo 27-C. Em 2017, a Lei nº 13.506 alterou o artigo 27-C, fixando a seguinte redação:

#### Manipulação do Mercado

Art. 27-C. 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:

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. (BRASIL, 1976)

Ensina Baltazar Júnior (2017) que tal norma penal, ao cominar uma pena, concretiza a proteção penal da finalidade disposta no inciso V, do art. 4º, da Lei nº 6.385/1976, a qual atribui ao CMN e à CVM a tarefa de coibir, entre outras, a conduta de manipulação de mercado. Segundo o autor, esta prática poderia ser demonstrada por meio da variação atípica dos preços dos ativos em determinado período, sendo interessante, realizar uma análise em conjunto das operações.

Trata-se de crime comum, cujo sujeito passivo é a coletividade. Para consumação do delito é desnecessário haver a efetiva obtenção de vantagem (lucro) ou causação de prejuízo, vez que é um delito formal de perigo abstrato (BALTAZAR JÚNIOR, 2017).

Ao analisar o disposto no artigo 27-C, verifica-se que o tipo permite a interpretação analógica, vez que menciona a possibilidade de enquadramento de outras manobras fraudulentas. Nesse caso, a Instrução CVM nº 08/1979 fornece uma base para a interpretação dessas outras condutas que podem se adequar ao tipo penal supracitado.

No âmbito administrativo, segundo Wellisch (2017), o mercado de capitais rege-se por normas específicas, visando garantir a equidade nas negociações entre os participantes do mercado. Uma dessas normas é a Lei 6.385/1976, a qual conferiu à CVM a prerrogativa de determinar quais seriam as práticas vedadas aos participantes do mercado de capitais:

Art. 18. Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

(...)

II - definir:

(...)

b) 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; (...). (BRASIL, 1976)

Assim, com o objetivo de assegurar igualdade e equilíbrio nas negociações dos ativos, bem como para resguardar a confiabilidade dos investidores no mercado, a CVM, com fundamento no dispositivo supracitado, editou a Instrução CVM nº 08/1979 que estabelece a proibição de práticas de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários; manipulação de preço; realização de operações fraudulentas; e utilização de práticas não equitativas. São estes alguns dos principais ilícitos administrativos no âmbito do mercado de capitais.

Cumprido ressaltar que, no dia 19 de janeiro de 2022 foi publicada a Resolução CVM nº 62, a qual revogou explicitamente a Instrução CVM nº 08/1979, nos termos do seu art. 5º. Esta resolução passou a regular os ilícitos administrativos supracitados, em seu art. 2º, mantendo a redação da Instrução CVM nº 08/1979 no que se refere às definições dos quatro ilícitos administrativos. Sendo assim, não houve alterações nos ilícitos.

Tendo em vista que a jurisprudência analisada é anterior à data de publicação da Resolução CVM nº 62/2022, optou-se por manter a referência à Instrução CVM nº 08/1979, vez que esta foi utilizada nos julgados.

### 3.1 A Comissão de Valores Mobiliários

De acordo com Carvalhosa e Eizirik (2002 apud GOMES, 2018 p. 11), a Comissão de Valores Mobiliários foi instituída por meio da Lei nº 6.385/1976, à semelhança da *Securities Exchange Commission* (SEC)<sup>4</sup>, com o objetivo de regular, fiscalizar e desenvolver o mercado de capitais. Por isso, foi dotada com poderes de normatização e fiscalização do mercado de valores mobiliários, bem como o poder de impor sanções administrativas aos agentes infratores das normas.

---

<sup>4</sup> Segundo Toledo Filho (2006), a *Securities & Exchange Commission*, agência federal de regulamentação e controle dos mercados americanos, surgiu em 1934, após a quebra da Bolsa de Nova York, visando prevenir práticas irregulares de mercado.

No âmbito normativo e no fiscalizador, a atuação da CVM abrange, conforme art. 1º, da Lei nº 6.385/1976, emissão, distribuição, negociação, intermediação, administração de carteiras, custódia e serviços de consultor e analista de valores mobiliários, bem como a auditoria das companhias abertas. Ademais, também é atribuição da CVM a organização e o funcionamento das Bolsas de Valores e das Bolsas de Mercadorias e Futuros.

Segundo Eizirik (2019), com a edição da Medida Provisória nº 8, a qual foi posteriormente convertida na Lei nº 10.411/2002, a Comissão de Valores Mobiliários, autarquia que era vinculada ao Ministério da Fazenda, foi elevada à condição de entidade autárquica em regime especial, ou seja, passou a ter o *status* de agência reguladora.

Atualmente a CVM, nos termos do art. 3º, da Estrutura Regimental da Comissão de Valores Mobiliários, a qual é disciplinada pelo Decreto 6.382/2008, é administrada por um Presidente e quatro Diretores, os quais formam o órgão colegiado da autarquia. Todos esses integrantes são nomeados pelo Presidente da República, após a aprovação do Senado Federal, dentre as pessoas de reputação ilibada e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais. Esses dirigentes são nomeados para um mandato de cinco anos, vedada a recondução (BRASIL, 2008). Ademais, segundo o art. 6º, § 2º, da Lei 6.385/1976, a perda do mandato só poderá ocorrer por meio de: renúncia; condenação judicial transitada em julgado; ou processo administrativo disciplinar.

Verifica-se, então, que a CVM atua como um órgão de deliberação colegiada com certa autonomia, pronunciando-se por meio dos votos do Presidente e dos Diretores. Segundo Dubeux (2006 apud EIZIRIK et al, 2019 p. 363), esse modelo de composição de colegiado é típico das agências reguladoras brasileiras e busca atribuir maior independência e estabilidade a essas entidades, tentando evitar possíveis ingerências por parte do Poder Executivo e do setor econômico que é regulado por ela.

Além do Colegiado, nos termos do art. 2º, da Estrutura Regimental da Comissão de Valores Mobiliários, do Decreto 6.382/2008, também compõem a CVM: a) órgãos de assistência direta e imediata ao Presidente que consiste no Gabinete, na Assessoria de Comunicação Social e na Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Risco; b) órgãos seccionais que consiste na Auditoria Interna, na Procuradoria Federal Especializada e na Superintendência Administrativo-Financeira; c)



superintendências especializadas, composta pela Superintendência Geral e quatorze Superintendências Específicas<sup>5</sup>. De acordo com Eizirik et al (2019) essa divisão interna da CVM diz respeito às áreas técnicas da autarquia, as quais sempre atuam por delegação de funções do Colegiado.

Ressalte-se que o processo administrativo sancionador utilizado pela CVM, no âmbito do mercado de capitais, abrange duas fases, conforme leciona Lemos et al (2019): a primeira tem cunho investigativo e inquisitorial; e a segunda, de caráter contraditório, a qual é iniciada a partir da convocação do acusado para apresentar sua defesa, esta fase também é denominada processo administrativo sancionador *stricto sensu*.

Segundo Odete Medauar (1993 apud EIZIRIK et al 2019, p.395), o processo administrativo sancionador constitui uma modalidade de processo administrativo, mediante o qual a Administração Pública, no exercício do poder de polícia, aplica a penalidade administrativa aos agentes que praticarem condutas consideradas ilícitos administrativos.

De acordo Eizirik (2019), no processo administrativo sancionador, a competência para a investigação das infrações, a instrução processual, bem como a instauração do processo é das superintendências. Logo, as superintendências realizam investigação das eventuais condutas ilícitas, bem como atuam no polo acusador no processo administrativo sancionador.

Dentre as superintendências específicas está a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI), a qual foi responsável, à época, por instaurar os processos administrativos sancionadores para apurar eventual responsabilidade dos agentes quanto às condutas de manipulação de preços avaliados no capítulo 4.

Verifica-se, então, que a Lei nº 6.385/1976, atribuiu à CVM uma ampla proteção ao mercado de capitais e, para tanto, foi conferida a ela o poder de polícia

---

<sup>5</sup> De acordo com o inciso IV, do art. 2º, da Estrutura Regimental da Comissão de Valores Mobiliários, do Decreto nº 6.382/08, o qual foi modificado pelo Decreto nº 10.596/21, as superintendências específicas são: Superintendência de Relações com Empresas (SEP); Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SER); Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais (SIN); Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI); Superintendência de Supervisão de Riscos Estratégicos (SSR); Superintendência de Processos Sancionadores (SPS); Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores (SOI); Superintendência de Relações Internacionais (SRI); Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM); Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria (SNC); Superintendência de Tecnologia da Informação (STI); Superintendência de Planejamento e Inovação (SPL); Superintendência de Relações Institucionais (SRL); e Superintendência de Supervisão de Securitização (SSE).

administrativo com a finalidade de tutelar os interesses dos titulares dos valores mobiliários, bem como zelar pela confiabilidade, segurança e higidez (LEMOS et al, 2019).

### 3.2 Das Condições Artificiais de Demanda, Oferta ou Preço de Valores Mobiliários

A letra a, do item II, da Instrução CVM nº 08/1979, define como 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”. Esta redação foi mantida pelo inciso I, do art. 2º, da Resolução CVM nº 62/2022.

Segundo Wellisch (2017), comete este ilícito o sujeito que pratica uma série de operações artificiais ou simuladas, alterando o livre processo de formação de preço do ativo. Nesse sentido, o sujeito ativo é aquele que interfere na regra da oferta e da procura para determinado valor mobiliário, fazendo com que os demais participantes do mercado tenham parâmetros equivocados quanto ao volume de operações<sup>6</sup>, bem como quanto ao preço praticado, o qual deixa de ser um real reflexo das forças de mercado.

Em geral, são realizadas operações previamente combinadas, podendo ser utilizados intermediários, das quais decorre uma alteração no fluxo normal<sup>7</sup> de ordens de compra ou venda de determinado ativo. Embora essas operações aparentem licitude, vez que observam as formalidades definidas pela CVM, pela B3 e demais entes reguladores, elas representam uma utilização indevida da bolsa de valores. Isso porque, nessas negociações, não estaria presente o natural conflito de interesses entre comprador e vendedor<sup>8</sup>, o qual é responsável pela definição de preços dos

---

<sup>6</sup> De acordo com Chagas (2018), o volume de operações é um indicador que demonstra o quanto de um ativo ou de um grupo de ativos foi negociado no mercado. Trata-se do montante financeiro de compras e vendas negociadas na Bolsa em um determinado período.

<sup>7</sup> Segundo Wellisch (2017), o “fluxo normal de ordens de compra e venda” seria decorrente de condições normais de mercado, não incluindo operações para fins diversos daqueles que normalmente esperados. Assim, para que o fluxo normal seja respeitado é preciso que as negociações sejam realizadas em condições equilíbrio e independência entre os participantes.

<sup>8</sup> De acordo com Gagliano e Pamplona Filho (2021), o contrato é um negócio jurídico bilateral, decorrente da convergência de manifestações de vontade contrapostas, ou seja, até a formação do contrato, os interesses das partes envolvidas são contrários. Em um contrato de compra e venda, por exemplo, o vendedor quer vender pelo preço mais alto, já o comprador quer comprar pelo preço mais baixo. De forma análoga é possível avaliar as negociações no mercado de capitais: em regra,

ativos. Apesar das partes envolvidas serem formalmente distintas, as operações representariam uma única vontade destinada a um fim diverso (WELLISCH, 2017). Assim, a bolsa de valores estaria sendo utilizada indevidamente para a satisfação de interesses particulares de certos grupos e não para efetivamente transferir a propriedade de títulos mobiliários.

Em outras palavras, criar condições artificiais de mercado significaria realizar operações de compra ou venda de ativos que transmitam uma falsa impressão de realidade e autenticidade, mas que, na verdade, se prestem para outra finalidade como, por exemplo, abater a carga tributária. Nesse sentido, no PAS 24/2000, decidiu o colegiado da CVM que é:

(...) na dissimulação da verdadeira finalidade do negócio que consiste a essência da criação de condições artificiais de mercado. A artificialidade, no caso, estava presente em cada negócio que forjava uma compra e venda de contrato de índice, quando na realidade se tratava de uma operação para gerar lucro ou prejuízo para determinados comitentes. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2005b)

Um exemplo desse ilícito seria a prática denominada “esquentar-esfria”. Nesta operação existem dois interessados: o primeiro busca pagar uma tributação menor ao Fisco, já o segundo pretende justificar uma determinada entrada de capital em seu patrimônio. Assim, são realizadas operações no mercado de capitais com o intuito de: fabricar um prejuízo para quem pretende “esfriar o dinheiro” (apresentar prejuízos), sendo, em geral, uma pessoa jurídica que busca diminuir sua carga tributária; e gerar lucro para quem pretende “esquentar o dinheiro” (apresentar ganhos), sendo, em geral, uma pessoa física, a qual se utilizaria desses lucros para forjar uma origem lícita para recursos que ela já possuía, mas cuja origem era ilícita ou lícita, mas não declarada ao Fisco (GOMES, 2018).

Ressalte-se ainda que se trata de ilícito administrativo formal, sendo desnecessário a ocorrência de qualquer resultado naturalístico. Nesse sentido, a Relatora, Norma Parente, no âmbito do julgamento do PAS nº 16/2001, assevera que para a configuração desse ilícito não se exige a existência de prejuízo, bastando

---

vendedores alienam o ativo, buscando maximizar seu lucro, enquanto os compradores, ao adquirir o ativo, buscam minimizar seus custos, daí a ideia de vontades conflitantes. Todavia, quando ocorre a criação artificial de demanda, esse conflito de vontades inexistente, vez que a negociação é uma mera simulação para um outro fim como, por exemplo, abater a carga tributária, gerando uma burla ao Fisco.

apenas verificar que houve alterações no fluxo de ordens de compra e venda, devido às negociações preestabelecidas entre as partes (BRASIL, 2005a).

O tipo também não exige a comprovação do montante da alteração realizada no fluxo de ordens do mercado. Nesse sentido, a jurisprudência da CVM, disposta no PAS 04/2013, entende que:

(...) 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. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014)

Por fim, segundo Wellisch (2017), se fosse permitido aos participantes de mercado transacionar ativos, ainda que em pequenos lotes, ajustando previamente o preço da negociação, de forma a permitir a transferência de riqueza entre si e, conseqüentemente, ganhos e perdas para *players* em específico, o preço de mercado não seria mais livremente determinado por partes independentes.

Logo, criar-se-ia, segundo voto da relatora, Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, no PAS 04/2013, “um preço amorfo, sem transparência e percebido pelos participantes de mercado como sendo artificial” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014). E, quando os preços não mais servem para alocar recursos eficientemente, a função do próprio mercado de capitais restaria prejudicada.

### 3.3 Da Manipulação de Preços no Mercado de Valores Mobiliários

A letra b, do item II, da Instrução CVM nº 08/1979 define manipulação de preços como “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”. Esta redação foi mantida pelo inciso II, do art. 2º, da Resolução CVM nº 62/2022.

Em um primeiro momento, o ilícito de manipulação de preços pode se confundir com o ilícito de criação de condições artificiais de oferta e demanda. Todavia, tais práticas guardam certas diferenças.

Conforme dito anteriormente, na criação de condições artificiais, busca-se realizar operações no mercado de capitais, em geral, combinadas entre as duas pontas (compradora e vendedora), transmitindo uma falsa impressão de

autenticidade, mas que, na verdade, se destinem a uma finalidade particular dos agentes, como, por exemplo, diminuir a carga tributária. Já no ilícito de manipulação de preços, conforme preceitua Wellisch (2017), o agente, ao usar de manobras artificiais para abaixar, manter ou elevar a cotação de um ativo, tem como principal finalidade a de induzir outros *players* do mercado a alienar um ativo subvalorizado ou a adquirir um ativo sobrevalorizado.

Na mesma linha leciona Santos et al. (2012 apud GOMES, 2018 p. 27), ao dizer que neste ilícito, a finalidade maior é a indução de terceiros ao erro. Em outras palavras, o agente cria um falso mercado para determinado ativo, induzindo outros *players* a comprar ou vender o título manipulado, mas por um preço que não reflete o seu real valor.

Cumpra observar também, conforme leciona Wellisch (2017), que a definição da prática de criação artificial é mais ampla que a de manipulação de preços, vez que aquela engloba a alteração de demanda, oferta ou preço, enquanto esta trata apenas da modificação artificial dos preços. Assim:

(...) se duas instituições financeiras, desejando criar uma 'aparência' de liquidez para determinada ação, passam a negociá-la entre si, aumentando o volume de transações, sem que sua cotação seja alterada, caracteriza-se a criação de condições artificiais, mas não a manipulação de preços, na esfera do direito administrativo sancionador (...). (EIZIRIK et al, 2019)

Segundo Bensoussan e Gouvêa (2015), a manipulação de preços está relacionada diretamente com a variação de cotação de preços dos papéis. Logo, este ilícito busca vedar práticas que, por exemplo, visem provocar uma queda na cotação dos ativos, para adquiri-los por um preço inferior; ou provocar uma valorização de um ativo, para vendê-los por preço superior ao que seria negociado, caso não houvesse essa provocação. Em síntese, veda práticas que visem obter vantagem a partir de uma variação provocada pelo próprio agente nas cotações do ativo.

A intenção de obter vantagem é um fato importante a ser considerado em relação ao ilícito de manipulação de preços. Isso porque, conforme Bensoussan e Gouvêa (2015), no mercado de capitais, um investidor pode desejar se desfazer de um grande lote de ativos, por um motivo qualquer e, ao buscar vendê-los na Bolsa, pode fechar negócios que acabem afetando a cotação do papel, o que, reflexamente, poderia causar perdas a outros investidores. Tal atitude do vendedor é lícita, pois o que não se admite é a prática de estimular a baixa ou alta dos preços do ativo para

adquirir ou aliená-lo depois, obtendo vantagem por meio dessa mudança artificial provocada nas cotações pelo próprio agente.

Ressalte-se também que, assim como na prática de condições artificiais, a conduta de manipulação de preços não exige a comprovação de resultado material. Trata-se de ilícito de natureza formal (WELLISCH, 2017). Isso porque, conforme este autor, nesses dois ilícitos, o intuito da proibição é tutelar o regular funcionamento do sistema de formação de preços dos papéis para que, assim, não seja formado um mercado fictício com falsos parâmetros. Por fim, como exemplo de condutas tipificadas pela CVM como manipulação de preços é possível citar: o *layering* e o *spoofing*. Essas condutas serão explicadas no capítulo 4.

### 3.4 Das Operações Fraudulentas no Mercado de Valores Mobiliários

A letra c, do item II, da Instrução CVM nº 08/1979, define operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários como "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". Esta redação foi mantida pelo inciso III, do art. 2º, de Resolução CVM nº 62/2022.

Verifica-se que os termos utilizados para definir este ilícito são consideravelmente vagos, de modo que esta prática abrange qualquer mecanismo arditoso ou artifício, usado pelo agente, a fim de induzir ou manter terceiro em erro, com o objetivo de auferir vantagem patrimonial. Por isso, Eizirik et al (2019) diz que o conceito deste ilícito é de exemplificação difícil, vez que a fraude pode ser realizada de múltiplas formas. Segundo esses autores, assemelhando-se ao que acontece com o crime de estelionato, esse ilícito administrativo seria uma espécie de "arma de reserva", utilizada apenas quando a conduta realizada pelo agente não puder ser enquadrada em outra norma.

Segundo Bensoussan e Gouvêa (2015), na operação fraudulenta, a finalidade é a de obter uma vantagem, a qual não ocorreria em condições leais de mercado. Para isso, o agente induz o comportamento de terceiro, utilizando-se de um meio fraudulento como, por exemplo, a divulgação de informações falsas sobre determinado ativo ou a fraude nas demonstrações contábeis da companhia emissora dos papéis.

A título de exemplo, a CVM considerou, como operação fraudulenta, a conduta de falsificar instrumento de procuração com vistas a alienar em bolsa os ativos que não eram da titularidade do alienante (WELLISCH, 2017). Outro exemplo, condenado pela autarquia, é a prática de *churning*, esta conduta ocorre quando um gestor de carteira, ou qualquer outro agente que atue com controle de recursos de terceiros, negocia excessivamente os ativos com o mero de interesse de auferir ganhos por meio de taxas de corretagem, para si ou para outrem, em detrimento do melhor interesse do investidor-cliente (AREOSA; MORATO, 2019).

Por fim, ressalte-se que, assim como ocorre no ilícitos citados anteriormente, a operação fraudulenta se trata de ilícito formal, assim é desnecessária a comprovação de prejuízo a um investidor, bem como a demonstração de que a vantagem indevida se aperfeiçoou. Nesse sentido, assevera Eli Loria, no julgamento do PAS nº 20/2003, que é desnecessário saber se "tal ou qual participante do mercado foi prejudicado" (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2009), basta comprovar a intenção do agente de obter vantagem ilícita, utilizando-se de mecanismo ardiloso ou artifício para induzir ou manter alguém em erro.

### 3.5 Das Práticas Não Equitativas de Mercado

O mercado é formado por um conjunto de *players* que estão negociando valores mobiliários. Eles tomam decisões de acordo com as suas experiências e as informações divulgadas ao público. Conforme leciona Bensoussan e Gouvêa (2015), algumas informações podem gerar efeitos drásticos na cotação dos ativos, pois afetam a tomada de decisão dos investidores. Assim, para o regular funcionamento mercado, é importante que não haja assimetria informacional entre os operadores, caso contrário, restaria prejudicada a confiabilidade e a igualdade do mercado.

Assim, se um *player* descobrisse antecipadamente uma notícia que viesse a impactar positivamente o mercado, ele poderia adquirir esse ativo antecipadamente e se beneficiar da posterior elevação de preços do papel, auferindo lucro, devido ao seu conhecimento antecipado da informação. Por outro lado, caso a informação impactasse negativamente, se fosse descoberta antes, ele poderia alienar o ativo aos preços atuais, evitando prejuízo que seria sentido pelos demais investidores, quando a cotação do ativo baixar. Em ambos os casos, este investidor se beneficiaria indevidamente de uma informação que não estava à disposição do público.

A fim de evitar condutas semelhantes a essas, a legislação tipificou como ilícito administrativo a utilização de práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários. Esta foi definida na letra d do item II da Instrução CVM nº 08/1979, cuja redação foi mantida pelo inciso IV, do art. 2º, de Resolução CVM nº 62/2022. De acordo com a Resolução CVM nº 62/2022, conceitua-se práticas não equitativas como:

(...) 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. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2022)

Verifica-se que a definição de práticas não equitativas é ampla, abrangendo, conforme Wellisch (2017), todas as condutas dolosas que acarretem, para qualquer das partes, indevida posição de desequilíbrio nas negociações no mercado de capitais. Segundo Eizirik et al (2019), um exemplo dessa prática é o *front running*, que consiste na antecipação do mercado. Ela ocorre quando um operador de mercado (em geral são corretores de valores), por ter um conhecimento prévio de que determinado investidor irá realizar uma ordem de compra ou venda volumosa, antecipa a movimentação para tirar proveito desta negociação. Por exemplo, se o investidor vai adquirir os ativos, o corretor se antecipa e adquire na frente para, em seguida, revendê-los por um preço maior ao investidor, auferindo lucro.

Por fim, ressalte-se que, assim como ocorre nos demais ilícitos, a prática não equitativa se trata de ilícito formal. Logo, é desnecessária a comprovação da ocorrência de prejuízo sofrido. Ademais, o tipo prescinde do dolo específico (WELLISCH, 2017).



#### **4 DA JURISPRUDÊNCIA DA CVM QUANTO AO TERMO MANIPULAÇÃO DE PREÇOS**

Como pôde ser visto no capítulo anterior, as condutas tidas como delitivas, no mercado de capitais, são vagas, de difícil conceituação e apresentam definições intrincadas entre elas. Nesse sentido, leciona Eizirik et al (2019) que a legislação brasileira é confusa, visto que alguns ilícitos administrativos estão contidos em um único dispositivo penal, de modo a dificultar a adequada interpretação e aplicação das normas. De acordo com esses autores, o legislador tentou conjugar, no art. 27-C (Manipulação de Preços) da Lei nº 6.385/1976, três ilícitos administrativos disciplinados pela Instrução CVM nº 08/1979: a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço da valores mobiliários; as operações fraudulentas; e a manipulação de preços. Nesse mesmo sentido, lecionam Bensoussan e Gouvêa (2015) ao dizerem que a manipulação de mercado compreende os três ilícitos acima citados. Daí percebe-se a dificuldade em delimitar o que seria a conduta de "manipular" para fins de sanção.

A Nota Explicativa CVM nº 14/1979, dispõe que a Instrução CVM nº 08/1979 foi criada com a finalidade de evitar três condutas: fraude; manipulação e práticas comerciais não equitativas no mercado de capitais. Assim, infere-se que a conduta de manipulação, para fins administrativos, compreende dois tipos administrativos: a manipulação de preços e a criação de condições artificiais de demanda.

No PAS 19957.009864/2019-34, o Relator, Gustavo Machado Gonzalez, dispõe que o termo manipulação caracteriza um conjunto bem heterogêneo de condutas e cita, como exemplo, as práticas de divulgação de informações falsas e a realização de operações fictícias. Segundo ele, para fins de regulação da CVM, a manipulação seria um gênero, o qual compreende dois dos ilícitos administrativos: a manipulação de preços e a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2020).

Todavia, o único ilícito que traz o termo manipulação em sua definição é o disposto na letra b, do item II, da Instrução CVM nº 08/1979 (Manipulação de Preços). Segundo Eizirik et al (2019), este tipo configuraria a manipulação para fins administrativos. Ademais, esses autores ressaltam que o tipo administrativo de

manipulação é mais restrito do que o penal (art. 27-C, da Lei nº 6.385/1976), vez que aquele se refere apenas à manipulação de preços dos ativos.

Ainda segundo Eizirik et al (2019), os elementos caracterizadores do tipo administrativo de manipulação, de acordo com os precedentes da CVM, são os seguintes: a) a utilização de processo ou artifício; b) destinado a promover cotações enganosas ou falsas; c) induzimento de terceiros para adquirir ou alienar o ativo cuja cotação foi artificialmente produzida; d) dolo específico, ou seja, vontade destinada a alterar as cotações e induzir terceiros a negociar com base em cotações falsas. Ressalte-se, porém, que a CVM tem precedentes no sentido de admitir o dolo eventual.

Em que pese o tipo administrativo de manipulação ter elementos caracterizadores objetivamente definidos pela jurisprudência da CVM, esses elementos contêm termos abrangentes, como pôde ser visto no capítulo anterior. Assim buscou-se analisar, a partir dos casos de *layering* e *spoofing*, se há parâmetros quantitativos usados pela CVM com o intuito de caracterizar tais elementos normativos.

#### 4.1 *Spoofing*

Segundo Reis (2021), existem várias práticas mal intencionadas, as quais buscam manipular ou fraudar o regular funcionamento do mercado de capitais. O *spoofing* é um exemplo dessas práticas. A expressão é derivada do verbo da língua inglesa “to spoof”, que significa falsificar ou forjar os preços dos ativos. Ainda segundo este autor, o *spoofing*, por ser uma manipulação de preços, afeta principalmente os investidores que atuam como *day traders*, pois tal prática cria uma demanda artificial que interfere no preço dos ativos.

De acordo com Pimenta (2018), o *spoofing* é uma prática que consiste em criar uma liquidez artificial em um ativo a partir da colocação de uma oferta vultosa no *book de ofertas*. O objetivo desta conduta é atrair investidores para realizar a compra ou venda ao preço pretendido pelo manipulador. Quando o agente manipulador atinge sua conquista, a grande oferta é imediatamente cancelada. Isso porque, segundo Voglino (2020), o agente não tinha a intenção de executá-las, buscava apenas manipular o preço, a fim de obter um lucro indevido.

Segundo Reis (2021), na prática de *spoofing* existe um certo padrão específico de etapas. Pimenta (2018) diz que, em um primeiro momento, o manipulador busca atrair investidores para realizar a negociação pretendida. Por exemplo, se o manipulador, doravante chamado de investidor A nas figuras abaixo, pretende comprar um ativo, inicialmente ele realiza uma oferta de compra com a quantidade e o preço desejado, conforme figura 1.

Passo 1: Inserção oferta desejada							
OFERTAS DE COMPRA				OFERTAS DE VENDA			
Hora	Investidor	Qtde.	Preço (Pontos)	Preço (Pontos)	Qtde.	Investidor	Hora
12:13:27.002	A	10	53.550	53.575	10		12:12:00.267
12:07:54.862		5	53.545	53.575	5		12:12:00.968
12:08:22.022	Prioridade	5	53.545	53.580	5		11:53:42.568
12:08:23.415		5	53.545	53.585	5		12:10:32.998
12:10:42.142		5	53.545	53.590	5		12:07:15.895
12:10:42.142		5	53.540	53.595	5		12:02:23.155
12:10:42.142		5	53.535	53.595	5		12:06:44.968
12:07:15.703		5	53.530	53.595	50		12:12:00.187
12:08:42.142		5	53.530	53.600	5		11:55:27.836
11:58:22.410		5	53.525	53.600	10		11:55:27.942

Livro de oferta às 12:13:27.002 segundo os critérios de prioridade: 1º) melhor preço e 2º) ordem mais antiga

Figura 1 - Primeira etapa da prática de *spoofing*: inserção da oferta desejada (BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS, 2017, com adaptações)

A segunda etapa, de acordo com Reis (2021), é a inserção de um sinal enganoso, o que gera uma falsa sensação de liquidez<sup>9</sup> do ativo. No caso do exemplo, o investidor A coloca uma oferta de venda em um volume expressivo sinalizando falsamente ao mercado que existe uma vontade de vender um ativo a preços mais baixos do que o que estão sendo praticados, conforme figura 2.

Segundo Pimenta (2018) a inserção de uma oferta vultosa gera uma pressão artificial, a qual faz com que os demais *players* do mercado, por acreditarem na valorização ou queda do ativo, melhorem as suas ofertas, de modo que o manipulador alcance o preço para a negociação pretendida. No caso do exemplo, a oferta expressiva de venda gera uma reação dos investidores que também desejam

<sup>9</sup> De acordo com BSM Supervisão de Mercados (2019), a criação de falsa liquidez se caracteriza pelo registro de oferta vultosa com o objetivo de exercer pressão compradora ou vendedora e influenciar a decisão dos outros investidores.

vender. Assim, eles vão fazer novas propostas com preços inferiores, por acreditarem que o ativo está se desvalorizando, conforme demonstra a figura 3. Com os vendedores colocando ofertas cada vez mais baixas, o investidor A consegue realizar a sua compra pelo preço pretendido, quando o investidor B lança uma oferta de venda. Para Reis (2021), esta reação dos investidores à oferta falsa e o consequente fechamento do negócio pretendido pelo manipulador consistem na terceira e quarta etapas da prática de *spoofing*.

Passo 2: Criação de falsa liquidez (tamanho) no lado oposto							
OFERTAS DE COMPRA				OFERTAS DE VENDA			
Hora	Investidor	Qtde.	Preço (Pontos)	Preço (Pontos)	Qtde.	Investidor	Hora
12:13:27.002	A	10	53.550	53.570	100	A	12:13:27.753
12:07:54.862		5	53.545	53.575	10		12:12:00.267
12:08:22.022		5	53.545	53.575	5		12:12:00.968
12:08:23.415		5	53.545	53.580	5		11:53:42.568
12:10:42.142		5	53.545	53.585	5		12:10:32.998
12:10:42.142		5	53.540	53.590	5		12:07:15.895
12:10:42.142		5	53.535	53.595	5		12:02:23.155
12:07:15.703		5	53.530	53.595	5		12:06:44.968
12:08:42.142		5	53.530	53.595	50		12:12:00.187
11:58:22.410		5	53.525	53.600	5		11:55:27.836

A inserção da oferta falsa foi às **12:13:27.753**

Figura 2 - Segunda etapa da prática de *spoofing* - inserção de oferta falsa no polo oposto (BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS, 2017, com adaptações)

Passo 3: Reação dos investidores à falsa liquidez							
Passo 4: Agressão da oferta desejada							
OFERTAS DE COMPRA				OFERTAS DE VENDA			
Hora	Investidor	Qtde.	Preço (Pontos)	Preço (Pontos)	Qtde.	Investidor	Hora
12:13:27.002	A	10	53.550	53.550	10	B	12:13:30.540
12:07:54.862		5	53.545	53.555	5	Ofertas sob influência do manipulador	12:13:27.836
12:08:22.022		5	53.545	53.555	5		12:13:30.138
12:08:23.415		5	53.545	53.555	5		12:13:30.495
12:10:42.142		5	53.545	53.555	5		12:13:30.538
12:10:42.142		5	53.540	53.560	5		12:13:28.079
12:10:42.142		5	53.535	53.560	5		12:13:28.998
12:07:15.703		5	53.530	53.565	5		12:13:27.756
12:08:42.142		5	53.530	53.570	100	A	12:13:27.753

O negócio é realizado às **12:13:30.540**

Figura 3 - Terceira e quarta etapa da prática de *spoofing* - reação dos investidores e realização da compra desejada e agressão da oferta desejada (BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS, 2017, com adaptações)

Com a execução da venda ou compra desejada, o manipulador cancela a oferta do lote expressivo. Esta seria a última etapa do *spoofing* (REIS, 2021).

De acordo com BSM Supervisão de Mercados (2017), existem variações para a estratégia de *spoofing*, por exemplo: em vez de cancelar a oferta do lote expressivo, o manipulador pode alterar o tamanho e/ou preço da oferta falsa; a falsa liquidez do *spoofing* pode ser criada por um conjunto de ofertas em vez de apenas uma oferta de lote expressivo. Ademais, ressalta que a execução de parte das ofertas falsas não descaracteriza o *spoofing*, vez que esta execução seria marginal.

Por fim, segundo Pimenta (2018), a prática de *spoofing* geralmente é realizada por meio de robôs, denominados de operadores de alta frequência (*High Frequency Trader*). Estes robôs são programas computacionais que conseguem disparar milhares de ordens de compra ou venda por segundo, de modo que o agente de mercado consiga lucrar na diferença da cotação das ações. Ressalte-se, porém, que a utilização de robôs no mercado de capitais é uma prática lícita, o que pode ser ilegal é a forma como o operador se utiliza desses programas computacionais.

#### 4.2 *Layering*

De acordo com BSM Supervisão de Mercados (2017), *layering* é uma prática ilícita em que o manipulador cria uma liquidez artificial em determinado ativo a partir da inserção, no livro de ofertas, de camadas de ofertas em níveis sucessivos de preços. O objetivo desta conduta é influenciar os demais *players* do mercado a superar essa barreira criada pelas camadas de ofertas e, assim, gerar negócios do lado oposto do livro.

Segundo Loria e Kalansky Advogados (2021), assim como o *spoofing*, o *layering* é uma prática que atinge o *book de ofertas*, com o objetivo de influenciar a formação de preços de determinado ativo. Nessas duas práticas, o manipulador, ao inserir ofertas artificiais, gera uma falsa impressão de movimentação em um dos lados (comprador ou vendedor). Isso influencia outros *players* a realizarem melhores ofertas para “competir” com aquelas que foram lançadas pelo manipulador.

Logo, na prática, o *spoofing* e o *layering* teriam o mesmo objetivo, mas seriam realizados por meio de processos distintos. Conforme leciona Parente (2018 apud GOMES, 2018 p. 38) esse objetivo seria o de atrair investidores para viabilizar a executar as negociações em patamares de preços desejados pelo manipulador.

Segundo BSM Supervisão de Mercados (2017), a prática de *layering* pode ser dividida em quatro etapas. A primeira consiste na criação de falsa liquidez por meio da inserção de camadas de ofertas falsas de compra ou de venda. Por exemplo, o investidor A, desejando vender suas ações por melhores preços, coloca novas ofertas do lado comprador, conforme demonstrado na figura 4.

**Passo 1: Criação de falsa liquidez (camadas de ofertas em níveis sucessivos de preços)**

Ofertas de Compra				Ofertas de Venda			
Hora	Investidor	Qtde	Preço	Preço	Qtde	Investidor	Hora
10:35:06.261	A	100	21,07	21,18	100		10:35:05.562
10:35:06.024	A	100	21,06	21,19	100		10:34:40.586
10:35:05.558	A	100	21,05	21,19	100		10:35:05.898
10:35:05.780	A	100	21,05	21,31	600		10:34:05.899
10:35:05.367	A	100	21,04	21,32	5.000		10:28:42.264
10:35:04.910	A	100	21,03	21,52	5.000		10:21:48.405
10:35:05.150	A	100	21,03	21,53	100		10:20:49.931
10:35:04.720	A	100	21,01	21,55	300		09:50:00.650
10:35:04.469	A	100	21,00	21,56	400		09:50:00.650
10:35:04.196	A	100	20,98	21,57	300		09:50:00.651
10:34:49.559		100	20,96	21,58	300		09:50:00.651
10:28:13.370		5.000	20,90	21,60	300		09:50:00.653

Livro às **10:35:06.261**

Figura 4 - Primeira etapa do *layering* - criação de falsa liquidez (BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS, 2017, com adaptações)

De acordo com Loria e Kalansky Advogados (2021), no *layering*, o manipulador insere ofertas em camadas (*layers*) a preços que tornem suas ofertas prioridade na negociação em um dos lados do livro. Todavia, essas ofertas inseridas pelo manipulador não alcançam os preços necessários para a sua execução, servem apenas para criar a ilusão de que tenha aumentado o interesse pela compra ou venda do papel. Com isso, espera-se uma reação dos demais investidores, a qual irá provocar uma alteração nos preços.

A reação dos investidores seria a segunda etapa. No caso do exemplo, diante da movimentação realizada pelo investidor A (manipulador), o investidor B, que estava interessado em comprar o ativo, apresenta uma nova oferta, propondo-se a pagar mais pelo valor mobiliário.

Essa reação do investidor B é prontamente aproveitada pelo investidor A, o qual insere uma oferta de venda do lado oposto do livro com mesmo valor, conforme

a figura 5. Com essa tática, o manipulador consegue alienar suas ações pelo preço desejado. Essa “agressão” realizada pelo manipulador consiste na terceira etapa.

A quarta etapa é o cancelamento das camadas de ofertas. No exemplo, o manipulador cancela todas as ofertas de compra, tendo em vista que não busca adquirir o ativo, mas apenas vendê-lo.

**Passo 2: Reação dos investidores à falsa liquidez**  
**Passo 3: Agressão da oferta desejada**

Ofertas de Compra				Ofertas de Venda			
Hora	Investidor	Qtde	Preço	Preço	Qtde	Investidor	Hora
10:35:06.908	B	300	21,08	21,08	300	A	10:35:08.129
10:35:06.261	A	100	21,07	21,18	100		10:35:05.562
10:35:06.024	A	100	21,06	21,19	100		10:34:40.586
10:35:05.558	A	100	21,05	21,19	100		10:35:05.898
10:35:05.780	A	100	21,05	21,31	600		10:34:05.899
10:35:05.367	A	100	21,04	21,32	5.000		10:28:42.264
10:35:04.910	A	100	21,03	21,52	5.000		10:21:48.405
10:35:05.150	A	100	21,03	21,53	100		10:20:49.931
10:35:04.720	A	100	21,01	21,55	300		09:50:00.650
10:35:04.469	A	100	21,00	21,56	400		09:50:00.650
10:35:04.196	A	100	20,98	21,57	300		09:50:00.651
10:34:49.559		100	20,96	21,58	300		09:50:00.651
10:28:13.370		5.000	20,90	21,60	300		09:50:00.653

Livro às **10:35:08.129**

Figura 5 - Segunda e terceira etapas do layering – reação dos investidores à falsa liquidez e agressão da oferta desejada (BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS, 2017, com adaptações)

Por fim, de acordo com BSM Supervisão de Mercados (2017), existem variações para a estratégia de *layering*, por exemplo: em vez de cancelar a oferta do lote expressivo, o manipulador pode alterar o tamanho e/ou preço da oferta falsa; e as camadas podem não ser contínuas.

#### 4.3 Dos Parâmetros Estatísticos

Conforme leciona, Eizirik et al (2019) a manipulação não se confunde com a especulação. Esta é uma conduta lícita e consiste na realização de operações voltadas para a obtenção de lucro a partir da variação do preço dos ativos. Na especulação, sempre há o risco para o especulador, pois este risco é inerente às negociações no mercado de capitais. Na manipulação, por outro lado, o agente busca

eliminar os riscos da operação, transformando em certeza a expectativa de lucros. Ademais, na especulação, não há alteração das “regras do jogo” do mercado, bem como engano dos investidores.

Segundo BSM Supervisão de Mercados (2017), as práticas de *spoofing* e *layering* são ilícitas, pois afetam a integridade do livro de ofertas. De acordo com esses autores, o livro de ofertas é uma fonte importante de informação usada pelos investidores para tomar suas decisões. Assim, estratégias que criam sinais artificiais de ofertas ao mercado maculam a veracidade das informações transmitidas pelo livro.

Pela análise dos precedentes, verificou-se que o *spoofing* e o *layering* são exemplos de conduta enquadradas pela CVM no ilícito administrativo de manipulação de preços. Porém, ressalte-se que outras práticas também podem ser tipificadas neste ilícito administrativo, para isso é necessário que restem comprovados os elementos caracterizadores do tipo<sup>10</sup>. Isso porque a utilização de tipos abertos foi tática usada pela autarquia para permitir que determinadas condutas que, à época não existiam, possam ser enquadradas nos ilícitos administrativos, uma vez preenchidas os elementos caracterizadores do tipo.

Como pôde ser visto nos subtópicos 4.1 e 4.2, a última etapa do *spoofing* e do *layering* é o cancelamento das ofertas falsas. Ocorre que o mero cancelamento, por si só, não é uma prática ilícita (BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS, 2017). De acordo com o Relator, Gustavo Machado Gonzalez, no PAS 19957.000592/2019-15, uma das principais dificuldades nos casos de condutas como o *spoofing* e o *layering* é a demonstração de que parte das ofertas inseridas consistiu em mero artifício destinado a alterar o regular funcionamento do mercado. Isso porque, conforme voto do relator:

(...) colocar ofertas e realizar negócios são, a princípio, atividades lícitas. Do mesmo modo, o fato de o investidor estar, simultaneamente, apregoando em ambos os lados do livro de ofertas e/ou cancelando ofertas não agredidas pouco após a sua colocação no livro, não denotam, por si só, qualquer irregularidade. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2020)

---

<sup>10</sup> Como já mencionado no início do capítulo 4, os precedentes da CVM apontam para os seguintes elementos caracterizadores para o ilícito de manipulação de preços: a) a utilização de processo ou artifício; b) destinado a promover cotações enganosas ou falsas; c) induzimento de terceiros para adquirir ou alienar o ativo cuja cotação foi artificialmente produzida; d) dolo específico, ou seja, vontade destinada a alterar as cotações e induzir terceiros a negociar com base em cotações falsas.



Assim, infere-se que a intenção do agente é elemento importante para distinguir a especulação da manipulação de preços.

A análise dos precedentes da CVM, em relação aos casos de *layering* e de *spoofing*, demonstrou que são utilizados certos parâmetros estatísticos para identificar quais condutas podem ser enquadradas na manipulação de preços. Nesse sentido é o voto do relator no PAS 19957.000592/2019-15:

No Brasil, a CVM e a BSM buscam detectar episódios de *layering* e *spoofing* por meio de programas estatísticos que filtram, dentro do enorme universo de ofertas apregoadas e canceladas e dos negócios realizados, conjuntos de ofertas e negócios (as “estratégias”) que se enquadrem nos parâmetros que, a princípio, caracterizam as referidas práticas. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2020)

Neste trabalho, buscou-se avaliar se era possível sistematizar estes parâmetros objetivos utilizados para enquadramento das condutas ao tipo de manipulação de preços. Para isso, analisou-se os precedentes de *layering* e *spoofing*, práticas que são consideradas manipulação de preços pela autarquia.

Sobre esses parâmetros, no PAS 19957.000592/2019-15<sup>11</sup>, o Relator, Gustavo Machado Gonzalez, ao discorrer sobre a importância de usar filtros estatísticos para detectar os ilícitos administrativos, esclarece que, embora essas ferramentas de supervisão sejam ajustadas com base em critérios objetivos, não se pode definir os ilícitos dispostos na Instrução CVM nº 08/1979, em especial a conduta de manipulação de preços, com base exclusivamente em parâmetros estatísticos dessa natureza. Assim, os filtros utilizados não constituem, nas palavras do Relator, “filtros de ilicitude”, mas sim uma prova indireta, de natureza indiciária, de modo que esta prova pode ser contestada por outras. Ademais, ressaltou que esses filtros estatísticos podem passar por aprimoramentos ao longo do tempo, diante do desenvolvimento tecnológico dos instrumentos de investigação.

Verificou-se também que os parâmetros podem variar de acordo com as peculiaridades da conduta analisada. Por exemplo, nos PAS 19957.000592/2019-15, para detectar a prática de *layering*, os filtros utilizados pela SMI foram: a) colocação de, no mínimo, quatro ofertas artificiais no intervalo de dez minutos com o propósito de influenciar investidores; b) concomitante colocação de oferta no lado oposto do

---

<sup>11</sup> O mesmo entendimento se encontra no PAS 19957.007543/2019-03, PAS 9957.007809/2018-2 e PAS 19957.005452/2016-82.

livro; c) execução do negócio pretendido pelo manipulador; d) posterior cancelamento de todas as ofertas artificiais. Já, no PAS 19957.005977/2016-18, para detectar a prática de *spoofing* foram observados simultaneamente os seguintes parâmetros:

- (a) a oferta no lado oposto do livro até o 5º nível de preço no momento em que foi executado o negócio em nome do cliente;
- (b) a oferta de tamanho pelo menos 1,8 vezes maior que a soma de todas as outras ofertas constantes no mesmo lado do livro do ativo, até o 3º nível de preço;
- (c) a oferta 6 vezes maior que o tamanho médio praticado pelo mercado nos três pregões que antecedem o negócio; e
- (d) a oferta que tenha permanecido menos de 10 segundos no livro do ativo. (BORBA, 2020)

Segundo Borba (2020), no PAS 19957.005977/2016-18, um ponto explorado no voto do relator, Henrique Balduino Machado Moreira, é que no ordenamento jurídico brasileiro não há uma tipificação específica para as condutas de *spoofing* e de *layering*, ao contrário do que ocorre nos Estados Unidos, Reino Unido e União Europeia. No caso, as condutas foram enquadradas no ilícito de manipulação de preços. Ademais, o então Diretor, Gustavo Tavares Borba, ressaltou, com base na Nota Explicativa CVM nº 14/1979, que a Instrução nº 08/1979 foi intencionalmente editada com uma redação genérica, a fim de permitir maior flexibilidade na atuação da CVM no combate às diversas práticas de violação da integridade do mercado de capitais, as quais se encontram em constante evolução.

Ante o exposto, percebe-se que os parâmetros estatísticos servem apenas como indicativos de ilicitude e podem variar conforme a conduta, podendo também ser aprimorados ao longo do tempo, diante do desenvolvimento tecnológico. Logo, a partir dos precedentes analisados, verifica-se que não se pode definir o ilícito de manipulação de preços unicamente com base nestes parâmetros estatísticos, mas que é necessário a avaliação do caso concreto para verificar se a conduta praticada pelo agente preenche os elementos caracterizadores do tipo.

## 5 CONCLUSÃO

Como visto no capítulo 2, o sistema financeiro é formado por um conjunto de mercados e de instituições. A função principal deste conjunto é a de transferir o dinheiro dos poupadores para aqueles que carecem de recursos para desenvolver suas atividades de produção ou de consumo. Sendo assim, o sistema financeiro surge justamente para otimizar a utilização de recursos disponíveis na economia do país, a partir da transferência daqueles que poupam para aqueles que precisam de recursos.

Verificou-se também que o conjunto de mercados que compõe o sistema financeiro pode ser dividido em quatro setores: a) o mercado monetário; b) o mercado cambial; c) o mercado de crédito; d) o mercado de capitais. Este último desempenha importante papel na economia de um país, pois se trata de um meio pelo qual as empresas podem captar recursos e financiar seus projetos. Todavia, para que o mercado de capitais funcione corretamente é necessário que ele tenha credibilidade e segurança, por isso é preciso coibir certas práticas como a de manipulação.

No capítulo 3, foi abordado os meios de tutela ao investidor na seara civil, penal e administrativa. Ademais, buscou-se avaliar o conceito de manipulação para fins de sanção, através da análise do tipo penal de manipulação de mercado, disposto no art. 27-C, da Lei nº 6.385/1976, bem como através da análise dos quatro tipos de ilícitos administrativos, dispostos na Instrução CVM nº 08/1979, cujas redações foram mantidas Resolução CVM nº 62/2022, a qual revogou a Instrução supracitada.

Como pôde ser visto, no desenvolvimento do trabalho, o conceito de manipulação para fins penais é mais amplo do que o para fins de sanção administrativa. Isso porque, no âmbito penal, a manipulação de mercados compreende três dos ilícitos administrativos: condições artificiais de demanda, oferta ou preço; manipulação de preços; e operações fraudulentas. Já o tipo administrativo de manipulação se refere apenas ao ilícito de manipulação de preços.

Além disso, a partir da análise dos quatro tipos administrativos, verificou-se que as condutas tidas como delitivas, para fins administrativos, apresentam conceitos amplos, de modo a abranger várias práticas realizadas pelos agentes de mercado, bem como permitir que práticas surgidas após a edição das normas possam

ser enquadradas nos ilícitos, evitando uma constante necessidade de atualização das regulações.

Assim, tendo em vista que as práticas de manipulação são variadas e se modificam com o desenvolvimento tecnológico, o legislador optou por definir tipos abertos, conforme visto no presente trabalho. Isso porque uma tipificação muito fechada seria de difícil parametrização o que impediria eventual sancionamento.

O presente trabalho buscou avaliar o conceito estrito de manipulação de mercado que se refere ao ilícito de manipulação de preços, para fins administrativos. Verificou-se, a partir dos precedentes da CVM e da doutrina, que este ilícito está definido objetivamente, a partir dos seus elementos caracterizadores, os quais foram citados no capítulo 4. Todavia, não foi possível definir parâmetros quantitativos para o enquadramento de determinada conduta aos elementos caracterizadores do tipo. Como visto no capítulo 4, os filtros estatísticos utilizados para identificar possíveis condutas de *layering* e *spoofing* podem variar conforme o tempo e as práticas analisadas. Além disso, esses filtros servem apenas como indicativos de ilicitude, podendo esta prova ser contestada por outras apresentadas durante a análise do caso concreto. Isso porque, em que pese a manipulação de preços ter elementos caracterizadores objetivamente definidos pela jurisprudência da CVM, a análise do dolo do agente requer a avaliação do caso concreto, não bastando a mera configuração dos parâmetros estatísticos. Verifica-se, portanto, que a maior dificuldade para analisar se uma conduta se enquadra ou não como manipulação de preços reside na avaliação e comprovação do elemento subjetivo do tipo, tema interessante para o desenvolvimento de trabalhos futuros.

Diante do que foi exposto, conclui-se que a manipulação de preços é um tipo administrativo que deve ser preenchido, a partir da análise do caso concreto, em razão de certas experiências prévias que podem mudar no tempo, justamente para se adaptar ao desenvolvimento tecnológico. Sendo assim, não é possível estabelecer parâmetros quantitativos fixos para o enquadramento de determinada conduta aos elementos caracterizadores deste tipo administrativo.

## REFERÊNCIAS

ABE, Marcos. **Manual de Análise Técnica**: essência e estratégias avançadas. 1. ed. São Paulo: Novatec, 2009. 256 p. ISBN 978-85-7522-192-1.

AREROSA, J. C.; MORATO, L. L. O que é churning. **Capital Aberto**, 2019. Disponível em: < <https://capitalaberto.com.br/secoes/explicando/o-que-e-churning/>>. Acesso em: 10 abril 2022.

BALTAZAR JÚNIOR, J. P. **Crimes Federais**. 11 ed. São Paulo: Saraiva, 2017. ISBN 978-85-472-1560-6.

BARROS NETO, P. M. Problemas no ressarcimento do investidor prejudicado no direito brasileiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. v. 72, abril/jun. 2017. Disponível em: <[http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao\\_e\\_divulgacao/doc\\_biblioteca/bibli\\_servicos\\_produtos/bibli\\_boletim/bibli\\_bol\\_2006/RDBancMecCap\\_n.72.05.PDF](http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao_e_divulgacao/doc_biblioteca/bibli_servicos_produtos/bibli_boletim/bibli_bol_2006/RDBancMecCap_n.72.05.PDF)> Acesso em 23 abril 2022.

BENSOUSSAN, F. G.; GOUVÊA, M. F. **Manual de Direito Econômico**. 1 ed. Bahia: Editora Juspodivm, 2015.

BITENCOURT, C. R. **Tratado de direito penal econômico**, v. 1. São Paulo: Editora Saraiva, 2016. ISBN 978-85-4721-01-82. Disponível em: <<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547210182/>>. Acesso em: 08 maio 2022.

BORBA, Gustavo T. **Comissão de Valores Mobiliários - Precedentes Comentados**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2020. ISBN 978-85-3099-20-64. Disponível em: <<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788530992064/>>. Acesso em: 12 jun. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador 04/2013**. Criação de condições artificiais de demanda, multas. Relator: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, 25 fevereiro 2014. Disponível em: < [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2014/20140225\\_PAS\\_042013.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2014/20140225_PAS_042013.pdf)> Acesso em: 19 abril 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador 16/2001**. Imputação de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, em infração ao item I, conforme definido na alínea a, do item II, da Instrução CVM nº 08/79: multa e absolvição. Relator: Norma Jonssen Parente Marcelo Fernandez Trindade, 03 novembro 2005. Disponível em: < [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2005/20051103\\_PAS\\_1601.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2005/20051103_PAS_1601.pdf)>. Acesso em: 20 abril 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador 20/2003**. Realização de operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários,

em prejuízo dos segurados do Instituto Infraero de Seguridade Social. Relator: Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, 01 julho 2009. Disponível em: <[https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2009/20090701\\_PAS\\_2003.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2009/20090701_PAS_2003.pdf)> Acesso em: 19 abril 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador 24/2000**. Infração ao preceituado no inciso II, alínea c, e vedada pelo inciso I, ambos da Instrução CVM nº 08/79. Realização de operações fraudulentas. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro, 18 agosto 2005. Disponível em: <[https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2005/20050818\\_PAS\\_2400.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2005/20050818_PAS_2400.pdf)> Acesso em: 20 abril 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador 19957.000592/2019-1**. Infração ao inciso I c/c inciso II, letra “b” da Instrução CVM nº 08/1979 – Manipulação de preços – Layering. Relator: Gustavo Machado Gonzalez, 02 junho 2020. Disponível em: <[https://www.gov.br/cvm/ptbr/assuntos/noticias/anexos/2020/20200602\\_PAS\\_CVM\\_19957\\_000592\\_2019\\_15\\_voto\\_diretor\\_relator\\_Gustavo\\_Gonzalez.pdf-d35b62377aa2470e8956f0b3f4161f95](https://www.gov.br/cvm/ptbr/assuntos/noticias/anexos/2020/20200602_PAS_CVM_19957_000592_2019_15_voto_diretor_relator_Gustavo_Gonzalez.pdf-d35b62377aa2470e8956f0b3f4161f95)> Acesso em: 20 abril 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador 19957.009864/2019-34**. Infração ao item I, c/c item II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 – Manipulação de preços – Spoofing. Relator: Gustavo Machado Gonzalez, 04 agosto 2020. Disponível em: <[https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20200804\\_PAS\\_CVM\\_SEI\\_19957\\_009864\\_2019\\_34\\_voto\\_diretor\\_gustavo\\_gonzalez.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20200804_PAS_CVM_SEI_19957_009864_2019_34_voto_diretor_gustavo_gonzalez.pdf)> Acesso em: 25 abril 2022.

BRASIL. **Decreto nº 6.382, de 27 de fevereiro de 2008**. Aprova a Estrutura Regimental e o Quadro Demonstrativo dos Cargos em Comissão e das Funções Gratificadas da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, e dá outras providências. 27 fev. 2008. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2008/decreto/d6382.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2008/decreto/d6382.htm)>. Acesso em 10 abril 2022

BRASIL. **Lei nº 1.521, de 26 de dezembro de 1951**. Altera dispositivos da legislação vigente sobre crimes contra a economia popular. 27 dez. 1951. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l1521.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l1521.htm)>. Acesso em 03 maio 2022.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. 7 dez. 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm)>. Acesso em 23 nov. 2021.

BRASIL. **Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989**. Dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. 11 dez. 1989. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l7913.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7913.htm)>. Acesso em 02 maio 2022.

BRASIL BOLSA BALCÃO. **Manual de Procedimentos Operacionais de Negociação da B3**. 2021. Disponível em:

<[https://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/estrutura-normativa/operacoes/](https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/operacoes/)>. Acesso em: 24 nov. 2021.

BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS. **Rotina de Compartilhamento de Alertas de Layering e Spoofing da BSM**. 2019. Disponível em: <<https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/Rotina-Layering-Spoofing.pdf>>. Acesso em: 25 abril 2022.

BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS. **Workshop Monitoramento de Ofertas em Spoofing e Layering**. 2017. Disponível em: <<https://www.bsmsupervisao.com.br/publicacoes-e-eventos/treinamentos-e-workshops>>. Acesso em: 24 abril 2022.

CARRETE, L. S.; TAVARES, R. **Mercado Financeiro Brasileiro**. 1. ed. São Paulo: Grupo GEN, 2019. ISBN 978-85-9702-13-94. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597021394/>. Acesso em: 23 nov. 2021.

CHAGAS, Lucas. Qual é a importância do volume para operar na bolsa de valores. **Nelogica**. 2018. Disponível em: <<https://blog.nelogica.com.br/qual-e-a-importancia-do-volume-para-operar-na-bolsa-de-valores/>> Acesso em: 05 abril 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 8, de 08 de outubro de 1979**. Diário Oficial da União, 1979. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/001/inst008.pdf>>. Acesso em: 07 maio 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Nota Explicativa CVM nº 14/1979**. Diário Oficial da União, 1979. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/notasexplicativas/anexos/nota014.pdf>>. Acesso em: 04 jun. 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM nº 35, de 26 de maio de 2021**. Diário Oficial da União, 2021. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol035.pdf>>. Acesso em: 04 jun. 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM nº 62, de 19 de janeiro de 2022**. Diário Oficial da União, 2022. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol062.pdf>>. Acesso em: 07 maio 2022.

DUTRA, M. G. L.; BUSATO, E. J. A Manipulação de Preços no Mercado de Capitais: Lições Trazidas pelo “Caso Merrill Lynch”. **Enanpad**, 2002. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/enanpad2002-fin-1795.pdf>>. Acesso em: 07 maio 2022.

EIZIRIK, Nelson; et al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. ISBN 978-85-7674-960-8.

FAZZIO JR., Waldo. **Manual de Direito Comercial**. 21 ed. São Paulo: Grupo GEN, 2020. ISBN 978-85-9702-48-90. Disponível em: <<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597024890/>>. Acesso em: 07 jun. 2022.

FORTUNA; Eduardo. **Mercado Financeiro**: produtos e serviços. 19 ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2014. ISBN 978-85-414-0049-7.

GAGLIANO, P.S.; PAMPLONA FILHO, R. M. V. **Novo Curso de Direito Civil 4: contratos**. 4 ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2021. ISBN 978-65-5559-30-51. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786555593051/>. Acesso em: 11 jun. 2022.

GOMES, J. M. **Manipulação de Mercado**: análise da repressão nas esferas administrativas e penal. 2018. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Direito) – Pontífica Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2018.

LEMOS; A. V.; et al. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. 380 p. ISBN 978-85-6789-60-45.

LORIA E KALANSKY ADVOGADOS. **Guia dos Ilícitos na Bolsa de Valores**. 2021. Disponível em: < <https://klaw.com.br/e-book-guia-dos-ilicitos-na-bolsa-de-valores/> >. Acesso em: 25 abril 2022.

LOSS, Louis. O papel do governo na proteção dos investidores. **Revista de Administração de Empresas**. Rio de Janeiro, v. 26, n. 2, p. 51-60, 1986.

MATSURA, Eduardo. **Comprar ou Vender**: Como investir na Bolsa utilizando Análise Gráfica. 8 ed. São Paulo: Benvirá, 2019. ISBN 978-85-5717-340-8.

PIMENTA, Guilherme. Spoofing: nova forma de manipular o mercado de ações. **Jota**, 2018. Disponível em: <<https://www.jota.info/justica/spoofing-nova-forma-de-manipular-o-mercado-de-acoes-03092017><https://www.suno.com.br/artigos/valor-intrinseco/>> Acesso em: 05 jun. 2022.

PINHEIRO, Juliano. **Mercado de Capitais**. 9. ed. São Paulo: Grupo GEN, 2019. ISBN 978-85-9702-17-52. Disponível em: <<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597021752/>>. Acesso em: 19 nov. 2021.

RAMOS, L. B. R. S. **Manipulação de Mercado**: análise da manipulação de informações sob a luz de novas tecnologias no âmbito do direito brasileiro e norte americano. 2016. Trabalho de conclusão de curso em direito – Faculdade de Direito, Pontífica Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

REIS, Tiago. Book de Ofertas: saiba o que é e como funciona. **Suno**, 2018. Disponível em: < <https://www.suno.com.br/artigos/book-ofertas/> >. Acesso em: 05 jun. 2022.



REIS, Tiago. Mercado monetário: entenda como esse mercado influencia a economia. **Suno**, 2019. Disponível em: <<https://www.suno.com.br/artigos/mercado-monetario/>>. Acesso em: 19 maio 2022.

REIS, Tiago. Spoofing: entenda como funciona essa manipulação de mercado. **Suno**, 2021. Disponível em: <<https://www.suno.com.br/artigos/spoofing-cuidado/>>. Acesso em: 10 abril 2022.

REIS, Tiago. Valor intrínseco: saiba mais sobre o preço justo de uma ação. **Suno**, 2019. Disponível em: <<https://www.suno.com.br/artigos/valor-intrinseco/>> Acesso em: 05 jun. 2022.

TANJI, Márcia. **Mercado de capitais**: formas de atuação do estado. 2013. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

TOLEDO FILHO, J. R. **Mercado de Capitais Brasileiro**: uma introdução. São Paulo: Cengage Learning Brasil, 2006. ISBN 978-85-2210-819-0. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788522108190/>. Acesso em: 07 jun. 2022.

VOGLINO, Eduardo. O Que é Spoofing na Bolsa de Valores, a Nova Fraude Financeira. **The Capital Advisor**. Disponível em: <<https://comoinvestir.thecap.com.br/o-que-e-spoofing-bolsa-de-valores>>. Acesso em: 10 abril 2022.

WELLISCH, J. S. M. Infrações Administrativas e Crimes Contra o Mercado de Capitais. *In*: REIS, A. P. M.; NAMUR, C. S; VASCO, J. A. C. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 1. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017. p. 242-298.