



MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS E INSIDER TRADING: uma análise empírica do tratamento dos ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários

Isabella Lima Polo (IC) e Pedro Alves Lavacchini Ramunno (Orientador)

Apoio: PIVIC Mackenzie

RESUMO

O presente artigo tem como principal objetivo conduzir uma análise empírica acerca do tratamento dos ilícitos administrativos de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários; manipulação de preços; operações fraudulentas; práticas não equitativas e uso indevido de informação privilegiada pelo Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Para tanto, será feita uma breve síntese acerca da evolução histórica (englobando os cenários estrangeiro e nacional) e da função econômica do mercado de capitais. Este primeiro tópico será seguido de considerações introdutórias acerca da dogmática do Direito Penal Econômico e de uma análise aprofundada da dogmática penal específica que se aplica aos crimes contra o mercado de capitais, considerando, também, os aspectos e elementos que compõem os tipos administrativos dos ilícitos elencados acima. Após feitas as considerações teóricas supramencionadas, serão abordados os resultados da pesquisa acerca da jurisprudência da CVM, abarcando julgados acerca dos cinco ilícitos administrativos acima elencados, no período de 2001 a 2024. Os resultados serão apresentados na forma de gráficos e dados percentuais, de forma a traduzir o entendimento do Colegiado da CVM na forma de informações quantitativas, possibilitando a realização de comparações e considerações acerca da jurisprudência deste órgão regulador embasadas em dados numéricos.

Palavras-chave: Manipulação do mercado. Insider trading. Jurisprudência CVM



ABSTRACT

This article aims, primarily, to conduct an empirical analysis of the Comissão de Valores Mobiliários's (CVM) treatment regarding the following administrative illicit acts: creation of artificial conditions of securities' demand, offer or price; price manipulation; fraudulent operations; inequitable practices and insider trading. For that purpose, a brief synthesis on the historical evolution (encompassing foreign and national contexts) and on the economic function of the securities market will be carried out. This first topic will be followed by introductory considerations regarding Criminal Economic Law and a thorough analysis on the specific aspects of Criminal Law applicable to crimes against the securities market, encompassing the aspects and elements which compose the administrative norms related to the illicit acts abovementioned. Following these theoretical considerations, the results of the research on CVM's precedents will be analyzed, considering the period between 2001 and 2024. The results will be presented as graphics and data percentage, in order to translate CVM's stance on the abovementioned illicit acts to quantitative information, enabling data-based comparisons and considerations regarding CVM's case law.

Keywords: Market manipulation. Insider trading. CVM case law.



1. INTRODUÇÃO

Apesar de registros da emissão de títulos públicos negociáveis por Cidades-Estado italianas como Florença, Pisa, Verona, Génova e Veneza, no final da idade média, a primeira descrição do mercado mobiliário no oeste europeu é dada por De La Vega, na obra “*Confusion de confusiones*”¹. O texto se situa na bolsa de valores de Amsterdam, à época o centro econômico do mundo, e descreve estratégias utilizados por participantes do mercado, com o fim de obter lucro com especulações por meio da manipulação do mercado. Fica clara, neste cenário, a interdependência entre a atividade do mercado de valores mobiliários e o desenvolvimento de técnicas para manipulação deste mercado, fenômenos que surgiram simultaneamente. Isto é, ao longo da história, consolidou-se o ciclo delineado pela tríade de (i) valorização de determinado valor mobiliário, (ii) desenvolvimento de técnicas de manipulação de seus preços e (iii) regulação para suprimir a manifestação das técnicas de manipulação; ciclo este que não sofreu alteração alguma até os dias atuais. James Grant aborda essa ideia ao afirmar que o progresso é cumulativo na ciência e na engenharia, mas cíclico nas finanças². Edward Chancellor chega à mesma conclusão ao pontuar que a especulação não muda porque a natureza humana se mantém a mesma³.

No contexto nacional, apesar do surgimento da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro em 1845, o mercado mobiliário brasileiro apresentava pouca relevância na economia do país até a década de 1960, quando, com o golpe de 1964, iniciou-se um processo de reforma das estruturas do mercado financeiro⁴. Com a promulgação da Lei n° 4.728/65 houve grande estímulo à abertura do capital das empresas, resultando em uma onda de euforia no mercado mobiliário, a qual perdurou até o início da década de 1970⁵. As próximas décadas foram marcadas, respectivamente, pelos escândalos causados pela postura tolerante da recém-criada Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) e pelas privatizações de empresas estatais, bem como pela entrada de investidores estrangeiros no mercado nacional. Já o início da década de 2000 foi caracterizado pela criação dos segmentos de listagem especial da Bolsa de Valores de São Paulo (atual B3), com exigências de normas de governança corporativa mais estritas do que as previstas pelo Direito brasileiro⁶, visando à maior proteção dos investidores, mormente dos acionistas minoritários.

¹ VEGA, José de la. *Confusión de confusiones*. Trad. Ricardo A. Fomero. Mendoza: Universidad Nacional de Cuyo, 2013.

² GRANT, James. *Minding Mr. Market: Ten Years on Wall Street with Grant's Interest Rate Observer*. Farrar Straus Giroux, 1993.

³ CHANCELLOR, Edward. *Devil Take the Hindmost: a History of Financial Speculation*. New York: Penguin, 2000, p. 57.

⁴ YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado financeiro e de capitais*. 2 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 266-267.

⁵ *Ibid.*, p. 269 – 270.

⁶ PARGENDLER, Mariana. *Evolução do Direito Societário: Lições do Brasil*. 2 ed. São Paulo: Almedina, 2021, p. 236.



Superada a breve síntese histórica do mercado de capitais, passa-se para a conceituação de mercado financeiro e suas subespécies. O mercado financeiro pode ser definido como “aquele em que são negociados instrumentos financeiros ou em que se estabelecem relações de conteúdo financeiro⁷”. Cavali⁸ aponta a existência de quatro subespécies do mercado financeiro, quais sejam, (i) o mercado de crédito, (ii) o mercado de capitais, (iii) o mercado monetário e (iv) o mercado cambial. Destarte, o mercado de capitais consiste em um sistema de distribuição de valores mobiliários que viabiliza a transferência direta, sem intermediação financeira, de capital entre tomadores (companhias abertas) e aplicadores (investidores). O ambiente de trocas deste mercado revela-se apto a conjugar interesses de partes diversas, já que os investidores detêm recursos financeiros excedentes e os emissores de valores mobiliários necessitam de financiamento para realizar investimentos⁹.

Até 1976, a regulação e fiscalização do mercado mobiliário brasileiro era incumbência do Banco Central do Brasil, quando, então, foi criada a CVM, órgão especializado na regulação do mercado de capitais¹⁰. Buscava-se reduzir os níveis de assimetria informacional e o abuso das práticas de alguns agentes do mercado, a partir da estruturação de um sistema de informações funcional, bem como ampliar a proteção aos investidores inseridos no mercado brasileiro¹¹. Isso porque, antes do surgimento da CVM, a reputação do mercado mobiliário brasileiro era de baixa credibilidade, marcada pela alastrada manipulação dos preços dos ativos e pela prática de uso de informação privilegiada por funcionários das companhias que ofertavam seus títulos a mercado¹². A postura inicial da CVM, todavia, foi exacerbadamente tolerante quanto às “más-práticas” do mercado brasileiro, vez que o objetivo, em um primeiro momento, era implantar e dar suporte ao mercado que surgia, não restringir práticas¹³.

Em sua estrutura atual, a CVM é uma autarquia autônoma que exerce funções regulatórias, cuja administração compete a um colegiado de membros nomeados pelo Presidente da República e de mandato por tempo determinado. Sua competência compreende, atualmente, a regulação, fiscalização e sanção das atividades de emissão, distribuição, negociação, intermediação, administração de carteiras, custódia, auditoria das companhias abertas e funcionamento das operações das bolsas de valores e das de

⁷ YAZBEK, 2008, op. cit., p. 125.

⁸ CAVALI, Marcelo Costenaro. Fundamento e limites da repressão penal da manipulação do mercado de capitais: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017, p. 83-84.

⁹ *Ibid.*, p. 85.

¹⁰ EIZIRIK, Nelson. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. 4 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 361.

¹¹ RODRIGUES, Ana Carolina. A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil. Revista Jurídica da Presidência. Brasília, v. 14, n. 103, jun/set 2012., p. 412

¹² *Ibid.*, p. 409.

¹³ YAZBEK, 2008, op. cit., p. 272.



mercadorias e futuros, conforme art. 1º da Lei nº 6.385/76.

Também se inclui, como encargo primordial da autarquia, a sua função normativa, vez que é por meio das agências reguladoras que o Estado estabelece regras técnicas atinentes à prestação de serviços públicos ou do exercício de atividades econômicas de modo a conciliá-los ao interesse coletivo¹⁴. A doutrina contemporânea trata da atuação *quasi*-legislativa e *quasi*-judicante das agências reguladoras, entre elas a CVM, que atuam como se fossem poderes legiferantes e órgãos judicantes, em face de sua autonomia e independência em relação aos Poderes estatais^{15 16}.

2. DESENVOLVIMENTO DO ARGUMENTO

2.1. Dogmática Penal Econômica Geral

Dentre os conceitos basilares do Direito Penal Econômico, está o de que o mal causado pela imposição de uma pena somente atende ao princípio da proporcionalidade se protege um interesse essencial ao cidadão ou à vida em comunidade¹⁷. Nesse sentido, o princípio da proporcionalidade vincula o legislador à opção menos dispendiosa ao cidadão, em atenção ao critério da *ultima ratio*. Atualmente, a doutrina entende que, excluídos os casos em que a tutela penal é imperativa, o legislador deve avaliar as opções legislativas de que dispõe para proteger determinado bem jurídico nas situações em que é ameaçado por uma conduta. Se a tutela por meio de regras de natureza não punitiva for adequada e eficiente, deverá ser a primeira opção. Se sanções se fizerem necessárias para garantir o cumprimento das disposições que vedam determinada conduta, o Direito Administrativo sancionador é a segunda opção. Apenas em última instância deve-se optar pela tutela do Direito Penal, sendo esta opção reservada aos casos em que a proteção adequada e eficiente do bem jurídico não pode ser atingida pelas duas primeiras opções, em observância aos princípios da *ultima ratio* e da subsidiaridade.

A principal diferença entre os regimes jurídicos dos ilícitos penais e administrativos é que a aplicação das penas privativa de liberdade e de obrigações positivas de caráter personalíssimo (como a pena de prestação de serviços) somente é possível no âmbito penal, balizado pelas robustas garantias do processo penal. Penas como multas e restrições de

¹⁴ Ibid., p. 370.

¹⁵ Ibid., p. 370.

¹⁶ Isto não significa, no entanto, que as agências reguladoras possuem imunidade frente ao controle dos Poderes estatais, já que seus atos são passíveis de controle a posteriori por esses Poderes. Diz-se, portanto, que as agências reguladoras "não são tão independentes quanto são autônomas", vez que não podem agir fora dos parâmetros legais, apesar de usufruírem de autonomia, necessária à garantia de imparcialidade no desenvolvimento de suas funções. Ibid., p. 370.

¹⁷ SOUZA, Artur de Brito Gueiros de (org). Inovações no direito penal econômico: contribuições criminológicas, político-criminais e dogmáticas. Brasília: ESMPU, 2011, p. 121.



direitos são comuns ao Direito Penal e ao Direito Administrativo. Além disso, destaca-se que os ilícitos penais implicam regras mais rígidas de proteção do imputado quando comparados aos ilícitos administrativos. Outra diferença nos regimes jurídicos penal e administrativo é a completa separação de funções entre os órgãos encarregados da apuração, imputação e julgamento das condutas criminosas, o que não ocorre no processo administrativo, em que as condutas são apuradas, imputadas e julgadas perante os órgãos da Administração Pública (mesmo que sujeitos a eventual controle judicial)¹⁸.

2.2. Dogmática Penal Específica do Mercado de Capitais

Os crimes contra o mercado de capitais, incluídos na Lei do Mercado de Capitais pela Lei nº 10.303/2001, e alterados pela Lei nº 13.506/2017, se dividem em três tipos penais: manipulação do mercado, uso indevido de informação privilegiada e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função. Neste artigo, pretende-se conduzir uma análise mais aprofundada acerca dos dois primeiros.

Atém-se, agora, ao estudo do *insider trading*, termo definido por Proença como “transações desleais, porque insidiosas, realizadas, no âmbito do mercado de capitais, pelos detentores de informações privilegiadas, desconhecidas dos demais investidores”¹⁹. Com a edição da Lei das Sociedades por Ação, o *insider trading* passou a ser regulado mais taxativamente: seu art. 157 positiva o dever de informar, inspirado no *duty of disclosure* do direito estadunidense (sintetizado pela máxima *disclose or refrain from trading*), o qual se cinde em duas obrigações: a obrigação dos administradores de informar suas negociações referentes a ativos emitidos pela companhia e por sociedades controladas ou do mesmo grupo; e a obrigação da companhia de divulgar “fatos relevantes”, exceto quando a divulgação for prejudicial aos interesses da companhia, podendo a CVM intervir para decidir acerca da divulgação ou não. O art. 155 do diploma, por sua vez, inseriu o dever de lealdade (*standard of loyalty*), com supedâneo nos deveres fiduciários dos administradores, que impõem a priorização dos interesses da companhia em detrimento dos interesses do administrador.

No âmbito administrativo, o *insider trading* é vedado pelo art. 13 da Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021 (“Resolução CVM 44”), a qual define “informação relevante”²⁰ e deixa claro que o conceito de *insider* abarca qualquer pessoa que tenha acesso a informação relevante ainda não divulgada ao mercado, nos moldes da regulamentação

¹⁸ CAVALI, 2017, op. cit., p. 77-78.

¹⁹ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 41.

²⁰ “(...) qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, comercial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável (i) na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; (ii) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou (iii) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados” (art. 2º, Resolução CVM 44).



vigente. Conforme Proença, “caracteriza-se como *insider* qualquer pessoa que, por ação ou omissão, aproveita-se da ação ou omissão dos administradores, de boa ou má fé, para operar no mercado, com valores mobiliários emitidos pela Companhia”²¹.

O tipo penal descrito no art. 27-D da Lei nº 6.385/76 é classificado pela doutrina como (i) “norma em branco”, vez que sua exequibilidade depende de definições da Lei das S.A. e da regulamentação da CVM; (ii) crime comum, já que a lei não exige condição pessoal dos autores; e (iii) crime formal, consumado com a mera conduta, independentemente da materialidade dos resultados. Ainda, exige-se configuração do elemento subjetivo de “propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida” para caracterização do referido tipo.

Passa-se, agora, para uma análise da manipulação do mercado de capitais, cuja regulamentação foi inaugurada, no âmbito administrativo, pela Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro 1979 (“Instrução CVM 8”), posteriormente revogada pela Resolução CVM nº 62, de 19 de janeiro de 2022 (“Resolução CVM 62”), a qual definiu, em seu art. 2º, os conceitos de (i) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários; (ii) manipulação de preços; (iii) operação fraudulenta; e (iv) prática não equitativa.

A definição de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários busca tutelar o processo de formação de preços no mercado, vez que abarca as negociações artificiais, que não seriam realizadas em condições normais de mercado, e apenas são levadas a efeito em decorrência de prévio acordo entre as contrapartes, almejando criar falsos parâmetros de preço e volume de ativos. Não se identifica, nestas operações, conflito de interesses inerente às negociações verdadeiras, por meio do qual se atinge o “valor justo” do ativo. Isso porque, embora formalmente distintas, ambas as partes visam ao mesmo resultado, de forma a inviabilizar a atuação das forças opostas do mercado. Para determinação da artificialidade das operações, basta examinar a racionalidade econômica nas quais se baseiam, sendo certo que a configuração de real propósito negocial descaracteriza a artificialidade²².

Em relação ao conceito de manipulação de preços, depreende-se que esta conduta se volta apenas à cotação dos preços, diferentemente do ilícito anterior²³. Conforme acima mencionado, a conduta não restará configurada se for demonstrado legítimo propósito econômico²⁴, sendo certo que os padrões de comportamento do investidor devem ser examinados para se atingir uma conclusão.

A operação fraudulenta, por sua vez, funciona como cláusula geral, abarcando

²¹ Ibid., p. 292.

²² CAVALI, 2017, op. cit., p. 130

²³ Ibid., p. 132.

²⁴ Ibid., p. 133.



diversas condutas indesejáveis que não se amoldam às demais definições do art. 2º da Resolução CVM 62. Já a prática não equitativa engloba a violação de dever fiduciário pelo intermediário financeiro em prejuízo do cliente, como ocorre com o *front running*²⁵.

No âmbito penal, o crime de manipulação do mercado é classificado como comum²⁶. Assim, o emissor da ordem de compra configura-se como sujeito ativo do delito; contudo, se a ordem for transmitida a um funcionário de uma pessoa jurídica, atuando meramente no cumprimento de decisão tomada pelos administradores, estes serão os sujeitos ativos de fato. Além disso, o crime tipificado pelo art. 27-C pode ser praticado de forma omissiva, na modalidade de manipulação informativa. Neste caso, apenas as pessoas a que é atribuído o dever de informar – como os administradores de companhias abertas – serão sujeitos ativos.

Quanto aos elementos objetivos do tipo, a expressão “operações simuladas” é interpretada como operações em que há apenas uma vontade, mesmo que expressa por indivíduos diversos, visto que os interesses não são contrapostos. A expressão “outras manobras fraudulentas” representa cláusula de fechamento do tipo penal, englobando as demais condutas que induzem terceiros a erro por criarem aparência de liquidez ou afetarem a formação de preços de valores mobiliários, isto é, abarca qualquer conduta que leve terceiros a uma falsa percepção da realidade²⁷. Por fim, o tipo exige potencial lesivo ao bem jurídico, de forma a afastar a aplicação da norma penal a condutas inaptas a prejudicar, genuinamente, a capacidade funcional alocativa do mercado²⁸.

Em relação ao elemento subjetivo, tem-se que a conduta apenas é punível quando praticada com dolo, por ausência da previsão normativa da modalidade culposa²⁹. É necessário, portanto, além do conhecimento do agente sobre a execução da operação ou da manobra, a ciência deste de que a operação ou a manobra não representa a realidade (simulada) ou induz terceiros a erro (fraudulenta). Assim, é necessário o reconhecimento do agente de que o efeito elevação, manutenção ou redução da cotação, preço ou volume negociado de um ativo pode decorrer de sua conduta manipuladora, e não necessariamente como fim último de sua conduta, vez que a manipulação do mercado de capitais apresenta motivações diversas³⁰. Ainda, a expressão “*com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros*” é inadequada à natureza econômica do delito, vez que o crime de manipulação do mercado de capitais não pode ser classificado

²⁵ Esta prática consiste na antecipação de agentes de mercado que, cientes de que um investidor pretende negociar certo ativo, adquirem o referido ativo para revendê-lo com garantia de lucro. *Ibid.*, p. 139.

²⁶ CAVALI, Marcelo Costenaro. *Manipulação do Mercado de Capitais – Fundamentos e Limites da Repressão Penal e Administrativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 278.

²⁷ *Ibid.*, p. 294-295.

²⁸ *Ibid.*, p. 305.

²⁹ *Ibid.*, p. 332.

³⁰ *Ibid.*, p. 336-337.



como crime patrimonial, em razão de sua lesividade ao mercado e aos investidores. Destarte, a referida expressão deve ser interpretada de forma ampla, abrangendo vantagens patrimoniais diretas e indiretas, bem como vantagens de caráter extrapatrimonial³¹.

No âmbito criminal, o bem jurídico lesionável pela manipulação de mercado e pelo *insider trading*, que justificou a criminalização das condutas, é a capacidade funcional alocativa do mercado de capitais, definida como a “eficiência com que o mercado de capitais dirige os recursos escassos para investimentos que ofereçam os maiores rendimentos com suficiente segurança”³². Assim, ambos os tipos penais buscam proteger o mecanismo de formação dos preços no mercado de capitais³³, de forma a viabilizar a tomada de decisão racional pelos investidores informados e a consequente destinação dos recursos para as companhias mais lucrativas, com fulcro na premissa de que todas as informações relevantes sobre as companhias participantes do mercado de valores mobiliários são públicas e disponíveis ao mercado como um todo, o que permite a correta precificação de um ativo, refletindo seu valor intrínseco. Ademais, ressalta-se que a convergência dos preços dos valores mobiliários para seu valor intrínseco faz com que esses preços sejam classificados como informativos, pois refletem as informações publicamente disponíveis. A manipulação do valor dos ativos, portanto, retira a característica de informatividade dos preços³⁴. As operações simuladas, por sua vez, sinalizam falsamente a existência de oferta e demanda, de forma a influenciar artificialmente o processo de formação de preços³⁵.

Em consonância com o anteriormente exposto acerca do Direito Penal como *ultima ratio*, Nelson Hungria elucida que o Estado “deve servir-se da pena somente quando o mal de sua não-aplicação seja maior que o da sua aplicação”³⁶. Quanto aos crimes contra o mercado de capitais, resta clara a sobreposição do mal da não aplicação das sanções penais, pelas razões acima expostas.

2.3. Análise da Jurisprudência da CVM

Para a elaboração do terceiro tópico do presente artigo, foi conduzida uma análise dos julgados do colegiado da CVM acerca dos cinco ilícitos administrativos abordados acima, no período compreendido entre 2001 e 2024, totalizando 258 decisões analisadas, conforme gráfico abaixo:

³¹ Ibid., p. 339-340.

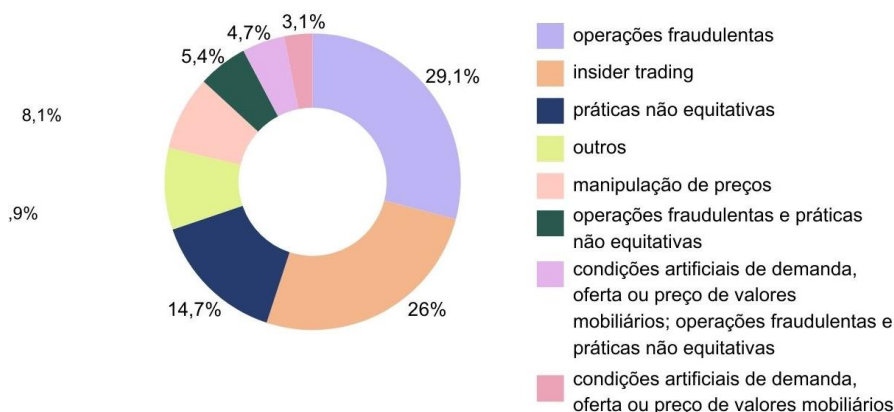
³² CAVALI, 2017, op. cit., p. 142.

³³ PROENÇA, 2005, op. cit., p. 319-320.

³⁴ CAVALI, 2017, op. cit., p. 145.

³⁵ Ibid., p. 146.

³⁶ HUNGRIA, Nelson. Comentários ao Código Penal. 4 ed. Rio de Janeiro: Forense, 1958, v.1, t.2.



Acerca do ilícito de uso indevido de informação privilegiada, o Colegiado da CVM entende que o tipo administrativo compreende os seguintes elementos: (i) a existência de informação privilegiada, (ii) a posse desta informação pelo agente, e (iii) a efetiva utilização da informação na negociação, com o objetivo de obter vantagem indevida³⁷.

A comprovação destes elementos se dá por indícios³⁸, dada a extrema improbabilidade de prova direta, única, cabal e definitiva a respeito do uso privilegiado da informação, exceto na hipótese de confissão por parte do acusado³⁹. Assim, a prova indiciária compreende qualquer meio de prova, desde que observado o princípio do livre convencimento do julgador, cuja decisão obrigatoriamente será motivada. Não se pretende, por óbvio, rejeitar a importância de um suporte probatório adequado das imputações administrativas, nem deixar de absolver os acusados em caso de dúvida razoável; o objetivo da utilização de prova indiciária é apenas reconhecer que, nas decisões referentes ao uso de informação privilegiada, os fatos comprovados e as meras especulações não são demarcados por barreiras objetivas, e sim pela análise subjetiva, porém fundamentada, do julgador⁴⁰.

Superada a utilização de prova indiciária nos casos de *insider trading*, passa-se para a definição de informação privilegiada, consolidada pela jurisprudência da CVM como aquela que é, cumulativamente, relevante e sigilosa⁴¹. Assim, uma informação não é considerada privilegiada se não for capaz de influir na cotação de valores mobiliários ou nas decisões tomadas por investidores, nem se for de conhecimento público. A relevância da informação deve ser aferida em observância ao quanto disposto pelo art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/76,

³⁷ PAS nº 09/2012, Rel. Ana D. M. C. de Novaes, j. 25/11/2014; PAS nº RJ2014/3225, Rel. Roberto T.A. Fernandes, j. 13/09/2016; PAS nº RJ2016/5039, Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. 26/09/2017

³⁸ Dentre os indícios que podem provar a ocorrência de uso de informação privilegiada, cita-se: (i) o timing das negociações; e (ii) o movimento conjunto de um grupo de pessoas ligadas que podem ter acesso à informação privilegiada. Isso porque, nas negociações de ações em que há informação privilegiada, os insiders procuram definir suas posições quanto aos papéis antes do acontecimento de eventos cujos dados sigilosos são de conhecimento desses insiders. PAS nº 11/08, Rel. Luciana Dias, j. 21/08/2012.

³⁹ PAS nº 24/05, Rel. Sergio Weguelin, j. 07/10/2008; PAS nº 19/09, Rel. Eli Loria, j. 07/06/2011

⁴⁰ PAS nº 24/05, Rel. Sergio Weguelin, j. 07/10/2008, PAS nº RJ2013/2714, Rel. Luciana Dias, j. 07/10/2014

⁴¹ PAS nº RJ2013/5793, Rel. Luciana Dias, j. 27/01/2015



regulamentado pelo art. 2º da Resolução CVM 44. O sigilo, por sua vez, restará configurado quando a informação não puder ser obtida por meios acessíveis ao público em geral⁴², o que significa que a informação perde seu caráter sigiloso quando disseminada, ainda que de maneira irregular. Na ocasião de um vazamento de informação relevante, todavia, faz-se necessária uma análise acerca da efetiva disseminação da informação ao mercado para que se possa definir se perdeu seu caráter sigiloso⁴³.

Quanto ao segundo elemento componente do tipo administrativo (posse de informação privilegiada), é pacífico o entendimento de que o elo entre os acusados e a informação privilegiada (o informante⁴⁴) não é essencial, desde que seja possível extrair das demais provas que houve acesso à informação privilegiada⁴⁵. Isto é, deve-se demonstrar o comportamento atípico do acusado em relação a um investidor racional, justificado tão somente quando se admite presente o elemento de assimetria informacional em relação aos demais investidores⁴⁶.

Em relação ao elemento subjetivo, destaca-se que, atualmente, a conduta de uso de informação privilegiada é vedada por dois dispositivos legais: art. 155, §§1º e 4º, da Lei nº 6.404/76 e art. 13 da Resolução CVM 44, os quais mencionam expressamente a finalidade de auferir vantagem como elemento do tipo. Todavia, a redação do art. 13, caput e §1º, da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002 (“Instrução CVM 358”, revogada pela Resolução CVM 44), não contemplava o elemento subjetivo de forma explícita⁴⁷. Apesar disso, o posicionamento do Colegiado da CVM, durante a vigência da Instrução CVM 358, era pacífico no sentido de que o dolo deveria restar configurado para caracterização do uso indevido de informação privilegiada. Esse entendimento se devia a um mecanismo de presunções acerca do ilícito de *insider trading*, o qual não decorria, durante a vigência da Instrução CVM 358, de previsão legal, mas da jurisprudência da CVM.

O Colegiado entendia que o caput do art. 13 da Instrução CVM 358 poderia ser decomposto em duas presunções. A primeira é a de que as pessoas elencadas no referido dispositivo têm acesso a informações relevantes antes de sua divulgação ao mercado (presunção de acesso). A segunda é a de que as pessoas que possuem informação relevante e negociam em momento anterior à divulgação desta ao mercado se utilizam da informação

⁴² PAS nº RJ2013/5793, Rel. Luciana Dias, j. 27/01/2015

⁴³ PAS nº RJ2013/8609, Rel. Henrique B. M. Moreira, j. 09/05/2017

⁴⁴ PAS nº 24/05, Rel. Sergio Weguelin, j. 07/10/2008

⁴⁵ PAS nº 24/05, Rel. Sergio Weguelin, j. 07/10/2008;

⁴⁶ PAS nº 25/2010, Rel. Henrique B. M. Moreira, j.04/07/2017

⁴⁷ PAS nº 09/2012, Rel. Ana D. M. C. de Novaes, j. 25/11/2014



para obter vantagem (presunção de uso)^{48 49}. O §1º do art. 13, por sua vez, permite apenas a presunção de uso em relação às pessoas nele elencadas, a qual somente pode ser aplicada ao caso concreto após devida demonstração de que o acusado teve acesso à informação privilegiada, de forma a comprovar a posse desta, e de que tinha ciência de seu caráter sigiloso⁵⁰. Frisa-se, contudo, que as referidas presunções são relativas (*juris tantum*), de forma que admitem prova em contrário⁵¹. Com a entrada da Resolução CVM 44 em vigor, em 1º de setembro de 2021, as presunções (relativas) de uso e de acesso foram positivadas em seu art. 13, §1º, incisos I e II, juntamente a outras presunções, previstas nos incisos III, IV, V e VI.

Assim, cumpre mencionar que a Resolução CVM 44 ainda não foi aplicada no âmbito das decisões do Colegiado da CVM, vez que os processos julgados por este órgão se relacionam a fatos ocorridos em datas anteriores à entrada em vigor da nova regra, motivo pelo qual todas as decisões analisadas no âmbito deste artigo tratam do ilícito de *insider trading* sob a ótica da Instrução CVM 358 e da Instrução CVM nº 31, de 8 de fevereiro de 1984. Todavia, fica evidente que a nova regulamentação é resultado de reiteradas decisões da CVM ao longo dos anos, as quais aplicaram continuamente o mecanismo de presunções. Destaca-se, portanto, a importância da jurisprudência da CVM, que impulsiona a constante evolução e aprimoramento do arcabouço regulatório do mercado de capitais, de forma a norteá-lo para acompanhamento do dinamismo das operações que ocorrem no âmbito do mercado de capitais brasileiro. Prova incontestável disso é a positivação, em 2021, dos parâmetros de presunções já aplicados na jurisprudência da CVM há anos.

Vale mencionar, ainda, que a obtenção do lucro ou do prejuízo causado a outros investidores (produção de resultado) não constitui elemento do tipo, e não se confunde com a finalidade de obter vantagem, elemento subjetivo integrante da conduta aqui analisada⁵². O Colegiado decidiu reiteradamente desta forma, sob a justificativa de que a proibição da prática de *insider trading* tem por objetivo assegurar a integridade do mercado e a confiança dos investidores de que estarão negociando com suas contrapartes de forma igualitária⁵³.

Passa-se, então para a análise dos 74 casos envolvendo o ilícito de uso indevido de informação privilegiada, que resultou em 39,2% das decisões pela condenação dos acusados, 35,1% pela absolvição dos acusados, e 25,7% abarcando absolvições e condenações. Nas 48 decisões pela condenação dos acusados da prática de *insider trading*, foram aplicadas 107

⁴⁸ PAS nº RJ2015/13651, Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. 19/06/2018, PAS nº RJ2014/10290, Rel. Henrique B. M. Moreira, j. 13/06/2017; PAS nº RJ2013/5793, Rel. Luciana Dias, j. 27/01/2015

⁴⁹ A racionalidade por trás desta presunção pode ser resumida pela declaração de um tribunal estadunidense de que "ao contrário de uma arma carregada, que pode permanecer pronta e não ser utilizada, a informação privilegiada não pode ficar inerte na mente humana". PAS nº RJ2016/5039, Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. 26/09/2017

⁵⁰ PAS nº RJ2015/13651, Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. 19/06/2018; PAS nº RJ2013/2714, Rel. Luciana Dias, j. 07/10/2014

⁵¹ PAS nº RJ2014/10290, Rel. Henrique B. M. Moreira, j. 13/06/2017

⁵² PAS nº 22/04, Rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. 20/06/2007

⁵³ PAS nº RJ2016/5039, Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. 26/09/2017



penalidades⁵⁴ na seguinte proporção: 3,7% advertência, 94,4% multa e 1,9% inabilitação temporária para o exercício do cargo de administrador e conselheiro fiscal de companhia aberta brasileira. Ainda, das 58 multas cujos critérios de cálculo foram especificados nas decisões, tem-se que 46,6% corresponde a duas vezes o valor dos ganhos, 22,4% a três vezes o valor dos ganhos, 13,8% a uma vez e meia o valor dos ganhos, 12,1% a metade do valor das operações irregulares, 3,4% a duas vezes e meia o valor dos ganhos e 1,7% a uma vez o valor dos ganhos.

Quanto ao ilícito de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, o tipo administrativo é composto pelos seguintes elementos, conforme entendimento do Colegiado da CVM: (i) realização de negociações artificiais; (ii) ação ou omissão dolosa de seus participantes; e (iii) alteração no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários⁵⁵. Em linha com a jurisprudência da CVM, entende-se por “negociações artificiais” aquelas em que se utiliza da bolsa de valores para atender a interesses particulares, destituídas do conflito de interesses entre potenciais vendedores e compradores, inerente às operações no âmbito da bolsa^{56 57}. Assim, o Colegiado entende que, havendo artificialidade, há efetiva alteração no fluxo de ordens no mercado, já que os negócios artificiais invariavelmente interferem no bom funcionamento do mercado, que passa a ser um meio para transações com finalidades impróprias⁵⁸.

Em relação ao dolo, a CVM entende que este se configura com o “ato consciente e propositado de turbar o funcionamento regular do mercado de valores mobiliários com um objetivo que não o ganho econômico puro e simples”⁵⁹. Assim, o ilícito compreende a negociação cuja finalidade é produzir uma alteração nos preços e/ou na demanda do valor mobiliário, não condizente com as informações disponíveis no mercado e com as forças que nele atuam, gerando um desequilíbrio e uma oportunidade de ganhos ilícitos. É possível, ainda, que a configuração do dolo se dê por omissão, quando o agente tem dever de agir e causa, com a conduta negativa, a alteração no fluxo de ordens de compra a venda de ativos. A simples negligência, todavia, não é capaz de caracterizar o dolo⁶⁰.

⁵⁴ O art. 11 da Lei nº 6.385/76, em sua redação atual, possibilita a imposição das seguintes penalidades no caso de infração de suas resoluções e instruções: (i) advertência; (ii) multa; (iii) inabilitação temporária para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM; (iv) suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata a Lei nº 6.385/76; (v) inabilitação temporária para o exercício das atividades de que trata a Lei nº 6.385/76; (vi) proibição temporária de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM; e (vii) proibição temporária de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

⁵⁵ PAS nº 12/2010, Rel. Luciana Dias, j. 07/10/2014

⁵⁶ PAS nº 16/01, Rel. Norma J. P. M. F. Trindade, j. 03/11/2005

⁵⁷ Pouco importa se as operações ocorreram fora do pregão da bolsa e foram negociadas em âmbito privado – o registro das operações na bolsa é suficiente para que se tenha certeza de que os participantes do mercado tiveram ciência destas.

⁵⁸ PAS nº 06/04, Rel. Alexandro Broedel Lopes, j. 09/11/2010

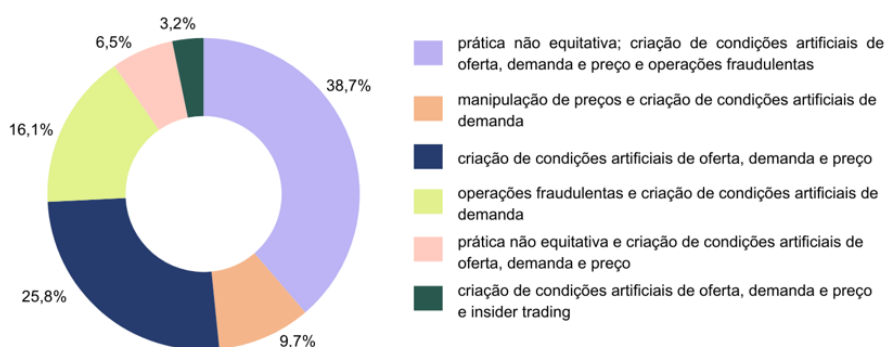
⁵⁹ PAS nº 26/00, Rel. Eli Loria, j. 12/12/2002

⁶⁰ PAS nº 16/01, Rel. Norma J. P. M. F. Trindade, j. 03/11/2005



Assim como no ilícito de *insider trading*, a existência de prejuízo não é elemento do tipo administrativo: basta que se verifiquem alterações no fluxo normal de ordens decorrentes de negociações preestabelecidas, independentemente da identificação do impacto da alteração no fluxo de ordens^{61 62}. Um dos esquemas mais comuns nas operações de criação de condições artificiais é o “esquenta-esfria”⁶³.

Das 31 decisões analisadas, 45,2% resultaram na absolvição dos acusados, 22,6% na condenação e 32,3% abarcaram condenação e absolvição. Interessante notar que, majoritariamente, a imputação pela conduta de criação de condições artificiais de oferta, demanda e preço é acompanhada de outras condutas vedadas pela Instrução CVM 8, conforme se extrai do gráfico abaixo:



Nas 17 decisões pela condenação dos acusados pela criação de condições artificiais, foram aplicadas 87 penalidades nas seguintes proporções: 92% multa, 5,7% proibição temporária e 2,3% inabilitação temporária para o exercício do cargo de administrador de entidade do sistema de distribuição. Ainda, metade das multas cujos critérios de cálculo foram especificados nas decisões pautou-se no lucro obtido (25% correspondente a três vezes o valor dos ganhos e 25% duas vezes o valor dos ganhos) e a outra metade no valor das operações irregulares (25% correspondente a 40% do valor das operações irregulares, 12,5% a 30% do valor das operações irregulares e 12,5% a metade do valor das operações irregulares).

Seguindo para a análise do ilícito de manipulação de preços no mercado de capitais,

⁶¹ PAS n° 16/01, Rel. Norma J. P. M. F. Trindade, j. 03/11/2005; PAS n° 04/2013, Rel. Ana Dolores M. C. de Novaes, j. 25/02/2014

⁶² Caso fosse exigido algum efeito material da alteração no fluxo normal de ordens, haveria confusão entre as alíneas “a” e “b” do inciso II da Instrução CVM 08, já que exigir que o tipo da alínea “a” só se verifique mediante efeito material seria o mesmo que exigir que houvesse manipulação de preços, o que não faz sentido. PAS n° 04/2013, Rel. Ana Dolores M. C. de Novaes, j. 25/02/2014.

⁶³ Este esquema ocorre quando determinados negócios são intencionalmente distribuídos a clientes interessados em apresentar ganhos, enquanto outros negócios são direcionados a clientes interessados em apresentar perdas. A justificativa das operações para as partes “perdedoras”, na maioria dos casos, é a redução de carga tributária, desde que compense os custos da operação. As partes ganhadoras, por sua vez, conseguem legitimar recursos oriundos de atividade ilícita, configurando lavagem de dinheiro, ou de atividade lícita sem pagamento de impostos. PAS n° 02/02, Rel. Pedro O. M. de Sousa, j. 17/01/2007.



a CVM estabeleceu o entendimento de que devem restar configurados os seguintes elementos para que este se caracterize: (i) utilização de processo ou artifício; (ii) destinados a promover cotações enganosas, artificiais; (iii) induzindo terceiros a negociar valores mobiliários cujas cotações foram artificialmente produzidas; e (iv) dolo, ainda que eventual, de alterar as cotações e induzir terceiros a negociar com base nessas cotações falsas⁶⁴. Em preliminar, destaca-se que o resultado material efetivo não integra o tipo administrativo, vez que se trata de ilícito administrativo formal ou de perigo abstrato⁶⁵. Todavia, exige-se a demonstração do nexo causal entre o artifício utilizado e o resultado (efetiva produção de cotações enganosas).

Quanto ao elemento subjetivo, a jurisprudência da CVM é pacífica no sentido de aceitar o dolo eventual para configuração do ilícito⁶⁶. Por outro lado, o dolo não restará comprovado quando houver interesse econômico legítimo que justifique as operações investigadas⁶⁷. Assim, a intenção do investidor é o elemento que dita se a conduta por ele praticada configura manipulação ou se corresponde a legítima especulação. Isso porque ambas buscam o lucro e têm potencial de impactar o mercado, mas na manipulação, o impacto nas variáveis de mercado é o meio escolhido para atingir seu objetivo, violando a formação adequada dos preços. Isto é, os especuladores exploram as variações de mercado, enquanto os manipuladores as causam⁶⁸. Ademais, o enquadramento de uma conduta como manipulação de preços ou criação de condições artificiais também é orientado pelo aspecto subjetivo: na manipulação, os processos ou artifícios são guiados pelo dolo específico de alterar a cotação de um valor mobiliário; enquanto na criação de condições artificiais, as condutas não têm como finalidade a alteração dos preços em si, ainda que possam causar esse efeito⁶⁹. Dentre as práticas configuradas como manipulação de preços, cita-se o *layering*, o *spoofing*⁷⁰ e a OMC⁷¹.

⁶⁴ PAS n° RJ2013/5194, Rel. Ana Dolores M. C. de Novaes, j. 19/12/2014; PAS n° RJ2013/8880 (19957.006758/2017-37), Rel. Henrique B. M. Moreira, j. 11/06/2019

⁶⁵ PAS n° RJ2013/5194, Rel. Ana Dolores M. C. de Novaes, j. 19/12/2014

⁶⁶ No PAS RJ2004/0210, a condenação dos indiciados se baseou no entendimento de que, apesar de não haver intenção de prejudicar terceiros investidores, os acusados assumiram o risco de lesar investidores desavisados ao manipular a cotação e a liquidez dos papéis. PAS n° RJ2004/0210, Rel. Sergio Weguelin, j. 29/03/2006.

⁶⁷ PAS n° 02/2014 (19957.010256/2019-72), Rel. Carlos A. R. Sobrinho, j. 17/12/2019

⁶⁸ PAS n° 19957.001639/2016-15 (RJ2016/2384), Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. 08/10/2018

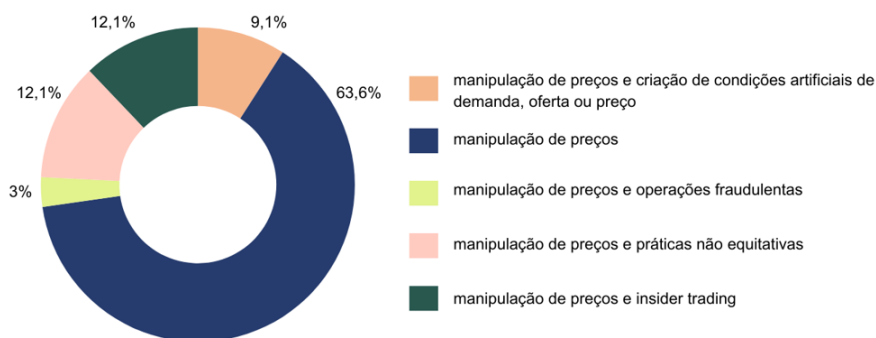
⁶⁹ PAS n° 19957.007809/2018-29 (RJ2018/5150), Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. 02/06/2020

⁷⁰ Nas duas primeiras condutas, cria-se liquidez aparente com envio de ordens, em curto intervalo de tempo, que representam quantidade expressiva em um dos lados do livro, sem a intenção de executá-las, de forma a induzir investidores a executar ofertas inseridas na ponta oposta do livro pelo manipulador, provocando uma alteração nos preços destes ativos e comprometendo a integridade das informações do livro de ofertas. A diferença entre as duas condutas é que, no *layering*, há a criação de faixas ilusórias de preços em decorrência do envio de múltiplas ordens, enquanto no *spoofing*, a distorção no preço resulta de oferta com quantidade desproporcional àquelas existentes no livro. PAS n° 19957.006019/2018-26 (RJ2018/4165), Rel. Marcelo Barbosa, j. 01/10/2019; PAS n° 19957.007809/2018-29 (RJ2018/5150), Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. 02/06/2020

⁷¹ A OMC corresponde à inserção de ofertas artificiais com ordens de compra e venda, que são fechadas intencionalmente entre os mesmos comitentes, em montante inferior ao de uma oferta expressiva, atraindo investidores para a execução de outras operações. Frisa-se, contudo, que a OMC apenas se caracteriza como manipulação se as operações forem sistemáticas e com características de intencionalidade (não aleatórias e não intencionais), o que é apurado com base na participação de cada



Quanto à análise gráfica dos 33 julgados referentes ao ilícito de manipulação de preços, tem-se que 60,6% resultaram em condenação dos acusados, 21,2% em absolvição e 18,2% abarcaram absolvição e condenação. Diferentemente do quanto observado na análise do ilícito de criação de condições artificiais, a maior parte das imputações de prática de manipulação não está acompanhada da imputação de outras condutas vedadas pela Instrução CVM 8:



Nas 26 decisões condenatórias pela prática de manipulação de preços, foram impostas 47 penalidades nas seguintes proporções: 83% multa, 10,6% proibição temporária e 6,4% inabilitação temporária para o exercício do cargo de administrador de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM. Além disso, das 20 multas cujos critérios de cálculo foram especificados nas decisões, tem-se que a maioria (40%) corresponde a duas vezes os ganhos obtidos ou os prejuízos evitados, sendo o restante dividido entre uma vez e meia o valor dos ganhos (15%), 30% do valor das operações irregulares (15%), 10% do valor da multa imposta a outro acusado (10%), uma vez o valor dos ganhos (5%); tendo sido apontado a 15% das multas que a referência tomada para estabelecê-las foram casos de manipulação nos quais não se pode mensurar objetivamente o lucro.

Partindo para a análise do quarto ilícito analisado, qual seja, o de operações fraudulentas, tem-se, conforme Colegiado da CVM, que é composto pelos seguintes elementos: (i) a utilização de ardid ou artifício; (ii) a indução ou manutenção de terceiros em erro; e (iii) a intenção de obter vantagem ilícita para si ou terceiros⁷².

O primeiro elemento se refere ao emprego de determinado instrumento ou estrutura organizacional para ludibriar terceiros, como a falsificação de documentos ou a utilização de laudos de avaliação sem substrato econômico. Em relação ao segundo elemento, vale mencionar que o tipo administrativo ora em comento foi inspirado pelo tipo penal de estelionato, de forma que a natureza do erro é a mesma empregada na doutrina penal. Nesse

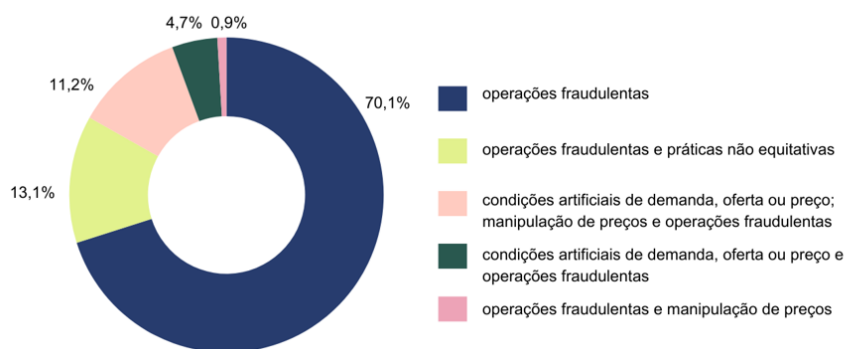
investidor em termos de número de operações e volume financeiro negociado. PAS n° 19957.010831/2019- 37, Rel. Otto E. F. A. Lobo, j. 08/08/2023

⁷² PAS n° 19957.006657/2020-61, Rel. João Pedro Nascimento, j. 27/02/2024



sentido, erro é a manifestação viciada da vontade causada por uma desconformidade entre a representação e a realidade, de forma que, nas operações fraudulentas, assim como no estelionato, há entrega consciente da vantagem, não obstante o vício da vontade⁷³. Ainda quanto ao segundo elemento, o Colegiado entende que a pessoa enganada pode não ser a mesma que sofre a lesão patrimonial⁷⁴. Por fim, para caracterização do terceiro elemento, é necessária a intenção do fraudador de executar uma ação, ou intencionalmente incorrer em uma omissão, com o propósito de falsear a verdade⁷⁵. O *churning*⁷⁶ é uma das práticas que se enquadra no tipo de operações fraudulentas e corresponde à realização de negócios excessivos com a carteira dos clientes, sem propósito econômico, com o objetivo de gerar taxa de corretagem⁷⁷.

Traduzindo os 107 julgados referentes ao ilícito de operações fraudulentas em dados, tem-se que 37,4% resultaram em condenação, 29,9% em absolvição e 32,7% abarcaram absolvições e condenações. Assim como se deu com o ilícito de manipulação de preços, a maior parte das imputações de operações fraudulentas não está acompanhada da imputação de outras condutas vedadas pela Instrução CVM 8:



Nas 75 condenações pela prática de operações fraudulentas, foram aplicadas 312 penalidades nas seguintes proporções: 83,3% multa, 7,1% proibição temporária, 7,7% inabilitação temporária para o exercício do cargo de administrador de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM, 0,3% advertência, 1,3% suspensão e 0,3% cassação de registro para exercício de atividade de agente autônomo. Ademais, das 73 multas cujos critérios de cálculo

⁷³ PAS n° 34/99, Rel. Marcelo F. Trindade, j. 19/07/2001

⁷⁴ PAS n° 02/2013 (19957.000942/2015-10), Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. 22/01/2019

⁷⁵ PAS n° 19957.006657/2020-61, Rel. João Pedro Nascimento, j. 27/02/2024

⁷⁶ Apesar de apresentar todos os elementos do tipo administrativo de operações fraudulentas, o *churning* é vedado pelas Instruções CVM n° 306 (art. 16, VI), 494 (art. 20, §1º, III) e 558 (art. 17, VII), além da Instrução CVM n° 08 (incisos I e II, alínea "c"). Em todos os casos, o objetivo é proibir que movimentações de carteira de clientes sejam tomadas com o objetivo de beneficiar um terceiro, em detrimento do melhor interesse dos clientes. Para fins das análises gráficas abaixo, foram considerados apenas as decisões em que a prática de *churning* resultou na imputação pela Instrução CVM 8.

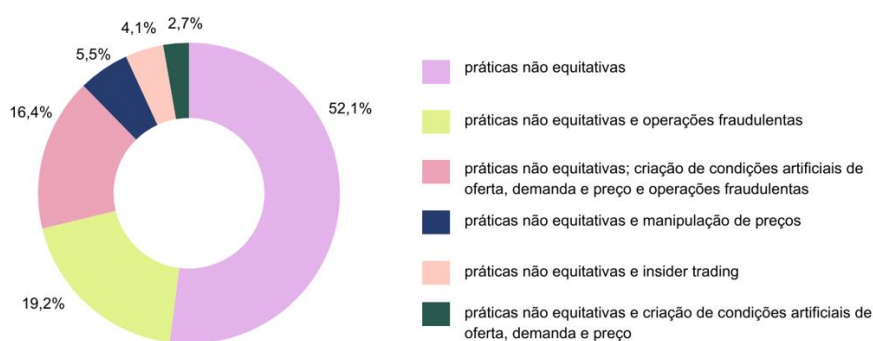
⁷⁷ PAS n° RJ2014/2797, Rel. Pablo Renteria, j. 27/09/2016



foram especificados nas decisões, tem-se que 45,2% corresponde a 30% do valor das operações irregulares, 17,8% a três vezes o valor dos ganhos, 15,1% a outros critérios, 8,2% a metade do valor das operações irregulares, 6,8% a duas vezes o valor dos ganhos e 6,8% a duas vezes e meia o valor dos ganhos.

O último ilícito abordado neste estudo é o de práticas não equitativas, cuja caracterização demanda os seguintes elementos: (i) negociação com valores mobiliários; (ii) tratamento que coloque qualquer das partes da operação em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais; (iii) dolo de auferir proveito da situação; e (iv) ocorrência de resultado, que pode ser direto ou indireto, consistente no desequilíbrio para uma das partes⁷⁸. Nesse sentido, a CVM entende que, quando investidores obtêm lucros reiteradamente em detrimento sistemático de outro investidor, devidamente identificado, resta configurada a existência de um desequilíbrio entre as partes quando da realização do mesmo tipo de operação (ou quando de sua distribuição), dentro de um mesmo ambiente de negociação⁷⁹. Dentre as práticas que se enquadram no referido tipo administrativo, cita-se a de *front running*⁸⁰ e as “operações com seguro”⁸¹.

A análise dos 73 julgados da CVM referentes ao ilícito de práticas não equitativas relevou que a quantidade de decisões pela condenação e pela absolvição dos acusados se equiparou, visto que foram 31,5% das decisões pela condenação, 31,5% pela absolvição e 37% envolvendo condenação e absolvição. Ademais, grande parte das imputações de práticas não equitativas é acompanhada de outras condutas vedadas pela Instrução CVM 8, conforme se verifica abaixo:



Nas 50 condenações pela prática de operações fraudulentas, foram aplicadas 264 penalidades nas seguintes proporções: 89,8% multa, 3% proibição temporária, 6,4%

⁷⁸ PAS n° 28/05, Rel. Pedro O. M. de Sousa, j. 03/07/2007; PAS n° 19957.005388/2017- 11, Rel. Otto E. F. A. Lobo, j. 31/10/2023

⁷⁹ PAS n° 21/06, Rel. Ana D. M. C. de Novaes, j. 07/08/2012

⁸⁰ Consiste na antecipação de um investidor na compra de valores mobiliários, em decorrência do conhecimento de informação de que outro investidor adquirirá estes papéis em seguida, o que possibilita que primeiro comprador os revenda por preço mais elevado, visto que tem certeza do lucro

⁸¹ Estas compreendem a especificação dos comitentes responsáveis pelas ordens feita após o conhecimento dos resultados (encerramento do pregão), para assegurar o direcionamento dos melhores negócios aos comitentes beneficiados e dos piores negócios aos comitentes prejudicados (em geral, entidades de previdência e seus fundos exclusivos), que, de forma irregular, exerceriam a função de “seguradores” das operações em benefício de determinados investidores



inabilitação temporária para o exercício do cargo de administrador de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM, 0,4% advertência, e 0,4% suspensão. Ademais, das 182 multas cujos critérios de cálculo foram especificados nas decisões, tem-se que a vasta maioria está dividida entre 30% do valor das operações irregulares (30,2%) e duas vezes o montante da vantagem econômica obtida (26,4%), sendo o restante dividido entre uma vez e meia o valor dos ganhos (13,2%), três vezes o valor dos ganhos (10,4%), metade do valor das operações irregulares (6,6%) e outros critérios (13,2%).

3. CONSIDERAÇÕES FINAIS

À luz da análise desenvolvida acima, conclui-se que os ilícitos de uso indevido de informação privilegiada e de práticas não equitativas apresentam decisões pela absolvição e pela condenação dos acusados em proporções equilibradas, enquanto os processos que tratam dos ilícitos de manipulação de preços e de operações fraudulentas resultam, majoritariamente, em condenação. Ainda, os processos acerca de criação de condições artificiais resultam, em sua maioria, na absolvição dos acusados.

Quanto às penalidades aplicadas, a vasta maioria corresponde a multas em todos os ilícitos administrativos analisados. Todavia, as decisões condenatórias pelas práticas de criação de condições artificiais e operações fraudulentas também apresentam percentual elevado de proibições temporárias. A penalidade de inabilitação temporária também é aplicada em proporção relevante aos ilícitos de operações fraudulentas e de práticas não equitativas. Assim, ao aplicar as penalidades mais gravosas aos ilícitos de operações fraudulentas, de práticas não equitativas e de criação de condições artificiais, o Colegiado da CVM revela uma maior reprovação em relação a estes ilícitos.

Em suma, resta clara a importância da jurisprudência da CVM, seja para nortear a regulamentação – como se deu com o mecanismo de presunções aplicáveis ao ilícito de uso indevido de informações privilegiadas -, seja como régua reveladora do grau de reprovação (medido pela modalidade de penalidade aplicada) dispensado aos ilícitos administrativos.

4. REFERÊNCIAS

CAVALI, Marcelo Costenaro. Fundamento e limites da repressão penal da manipulação do



mercado de capitais: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017.

CAVALI, Marcelo Costenaro. Manipulação do Mercado de Capitais – Fundamentos e Limites da Repressão Penal e Administrativa. São Paulo: Quartier Latin.

CHANCELLOR, Edward. Devil Take the Hindmost: a History of Financial Speculation. New York: Penguin, 2000.

EIZIRIK, Nelson. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. 4 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

GRANT, James. Minding Mr. Market: Ten Years on Wall Street with Grant's Interest Rate Observer. Farrar Straus Giroux, 1993.

HUNGRIA, Nelson. Comentários ao Código Penal. 4 ed. Rio de Janeiro: Forense, 1958, v.1, t.2.

PARGENDLER, Mariana. Evolução do Direito Societário: Lições do Brasil. 2 ed. São Paulo: Almedina, 2021.

PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

RODRIGUES, Ana Carolina. A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil. Revista Jurídica da Presidência. Brasília, v. 14, n. 103, jun/set 2012.

SOUZA, Artur de Brito Gueiros de (org). Inovações no direito penal econômico: contribuições criminológicas, político-criminais e dogmáticas. Brasília: ESMPU, 2011.

VEGA, José de la. Confusión de confusiones. Trad. Ricardo A. Fornero. Mendoza: Universidad Nacional de Cuyo, 2013.

YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado financeiro e de capitais. 2 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

Contatos: isabellalimapolo@gmail.com / [32022697@mackenzista.com.br](tel:32022697) e Pedro.ramunno@mackenzie.br