



FACULDADE BAIANA DE DIREITO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

LEONARDO MATTOS CAJAIBA

**MANIPULAÇÃO DE MERCADO ATRAVÉS DAS
TRANSAÇÕES DE ALTA FREQUÊNCIA: UMA ANÁLISE DA
NECESSIDADE DE REGULAMENTAÇÃO DO *SPOOFING* E
LAYERING NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Salvador
2020

LEONARDO MATTOS CAJAIBA

**MANIPULAÇÃO DE MERCADO ATRAVÉS DAS
TRANSAÇÕES DE ALTA FREQUÊNCIA: UMA ANÁLISE DA
NECESSIDADE DE REGULAMENTAÇÃO DO *SPOOFING* E
LAYERING NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Monografia apresentada ao curso de graduação em Direito, Faculdade Baiana de Direito, como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Abelardo Sampaio Lopes Neto

Salvador
2020

TERMO DE APROVAÇÃO

LEONARDO MATTOS CAJAIBA

**MANIPULAÇÃO DE MERCADO ATRAVÉS DAS
TRANSAÇÕES DE ALTA FREQUÊNCIA: UMA ANÁLISE DA
NECESSIDADE DE REGULAMENTAÇÃO DO *SPOOFING* E
LAYERING NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em
Direito, Faculdade Baiana de Direito, pela seguinte banca examinadora:

Nome: _____

Titulação e instituição: _____

Nome: _____

Titulação e instituição: _____

Nome: _____

Titulação e instituição: _____

Salvador, ____/____/ 2020.

AGRADECIMENTOS

À meus Pais e a minha irmã, pelo apoio de sempre, além do esforço incomensurável para me proporcionar as bases educacionais da mais alta qualidade.

Ao meu orientador, Professor Abelardo Sampaio, pela imersão nesta aventura de tema junto comigo, oferecendo todo o apoio, paciência, disponibilidade e consultorias após as aulas regulares da graduação.

À Amanda Carahy, pelas revisões gratuitas deste trabalho, pelo apoio emocional neste e em todos os outros momentos.

Aos amigos do CDU, pelo apoio, pelas discussões e pelas risadas diárias.

RESUMO

O presente trabalho monográfico tem por finalidade a análise da necessidade de regulação das transações de alta frequência, sob a ótica da problemática da manipulação de mercado por meio do *spoofing* e do *layering*. Com este escopo, será primordialmente analisado o mercado de bolsa de valores, o contexto histórico que justificou o surgimento de seu órgão regulador, a competência deste órgão para punir os infratores às normas editadas por este, e a impossibilidade da CVM ordenar o ressarcimento dos investidores prejudicados pelos infratores do mercado, além de estudar a responsabilidade pela fiscalização das negociações realizadas no Mercado de Capitais, que na bolsa de valores é realizada pela Bovespa Supervisão de Mercados (BSM). Em seguida, o trabalho cinge-se à estudar os motivos que ensejam a necessidade de regulação do mercado acionário, além dos poderes reguladores derogados à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e os poderes autorreguladores instituídos à B3 S.A (B3). Com base nas premissas dos poderes anteriormente citados, a monografia examinará os principais modos pelo qual a regulação e a autorregulação são exercidos, sendo estes a edição de manifestações de entendimento pela CVM e pela B3, e a publicação de instruções normativas pela CVM. De modo terminativo, o trabalho se dedicará à investigação das transações de alta frequência, e as principais modalidades de manipulação de mercado que podem ser feitas com esta estratégia de negociação, que são o *spoofing* e o *layering*. Por fim, após a dissertação acerca dos elementos conceituais das transações de alta frequência, do *spoofing* e do *layering*, deverão ser analisados os casos brasileiros de *spoofing* e de *layering*, para compreender, caso existentes, as premissas que levariam à reflexão da necessidade ou não, de regulação das referidas práticas de manipulação de mercado.

Palavras-chave: Regulação; Transações de Alta Frequência; *Spoofing*; *Layering*; Autorregulação; Manipulação de Mercado; Mercado de Capitais;

ABSTRACT

The purpose of the current monograph is the analysis of the necessity of regulation of the high frequency trading on stock market, by the optics of the market manipulation through spoofing and layering. With this in mind, first the work will analyze the stock exchange market, with the historic context that lead to the surge of the its regulator, it's jurisdiction to punish the offenders of the rules edited by it, the inability of the Comissão de Valores Mobiliários (CVM) to order the reimbursement of investors harmed by market offenders, and also study the responsibility to supervise the stock market, which in the brazilian stock market is done by the Bovespa Supervisão de Mercados (BSM). After that, the work will investigate the motives that leads to the necessity of regulation, besides study the regulation powers given to the CVM, and the self-regulation powers given to B3 S.A. (B3). Based on the premises of the powers mentioned above, the monograph will examine the main ways that the regulation and the self-regulation is exercised, these being the editing of understanding by CVM and B3, and the publication of normative instructions by CVM. In addition, the work will explore the high frequency trading, and the main modalities of market manipulation that can be done with this stock market strategy, that are spoofing and layering. In the end, after the dissertation of the conceptual elements of the high frequency trading, the spoofing and the layering, must be analyzed the Brazilian cases of spoofing and layering, to comprehend, if existing, the premises that would lead to the reflection of the needing or not, of regulating those stock market manipulations.

Keywords: Regulation; High Frequency Trading; Layering; Self-Regulation; Market Manipulation; Stock Market;

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

Art.	Artigo
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
B3	B3 S.A. – Brasil. Bolsa. Balcão
BSM	Bovespa Supervisão de Mercados
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
PAS	Processo Administrativo Sancionador
DMA	<i>Direct Market Access</i>
HFT	<i>High Frequency Trading</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
2 O MERCADO DE CAPITAIS, SEUS ÓRGÃOS E AS RESPONSABILIDADES DESTES EM FISCALIZAR O MERCADO	12
2.1. O MERCADO DE CAPITAIS E A NEGOCIAÇÃO ELETRÔNICA DE AÇÕES NA BOVESPA	12
2.2 O CONTEXTO HISTÓRICO DE SURGIMENTO DA CVM	15
2.3. A COMPETÊNCIA JULGADORA E PUNITIVA DA CVM	19
2.4 A IMPOSSIBILIDADE DA CVM DETERMINAR O RESSARCIMENTO DOS INVESTIDORES PREJUDICADOS PELOS INFRATORES DO MERCADO DE CAPITAIS	21
2.5 A BSM E A SUA RESPONSABILIDADE ENQUANTO FISCAL DO MERCADO	24
3 O PODER REGULADOR INSTITUÍDO À CVM, O PODER AUTORREGULAMENTAR DA B3 E O PAPEL PUNITIVO DA CVM	26
3.1 A NECESSIDADE DE REGULAR O MERCADO DE CAPITAIS	26
3.2 A COMPETÊNCIA REGULADORA DERROGADA A CVM	28
3.3 A AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO EXERCIDO PELA B3 E A IMPORTÂNCIA DESTA REGULAÇÃO: O CASO NAHAS	30
3.4 A REGULAÇÃO E AUTORREGULAÇÃO ATRAVÉS DE MANIFESTAÇÕES DE ENTENDIMENTO	36
3.5 A REGULAÇÃO ATRAVÉS DE INSTRUÇÕES NORMATIVAS	40
4 AS TRANSAÇÕES DE ALTA FREQUÊNCIA, O SPOOFING E O LAYERING, E A NECESSIDADE DE REGULAÇÃO	42
4.1 A UTILIZAÇÃO DO HFT PARA AUFERIR GANHOS E O SEU SURGIMENTO	42
4.2 O CONCEITO DE SPOOFING	47
4.3 O CONCEITO DE LAYERING	51
4.4 A PRÁTICA INTENCIONAL DO SPOOFING E DO LAYERING	55

4.5 A APARENTE DIVERGÊNCIA NA CARACTERIZAÇÃO DO <i>SPOOFING</i> PELA CVM E PELA BSM. OS CASOS BRASILEIROS DE <i>SPOOFING</i> E O ERRO DE PROIBIÇÃO	57
4.6 DA APARENTE DIVERGÊNCIA NA CARACTERIZAÇÃO DO <i>LAYERING</i> PELA CVM E PELA BSM. OS CASOS DE <i>LAYERING</i> NO BRASIL E O ERRO DE PROIBIÇÃO	60
4.7 A NECESSIDADE DE REGULAÇÃO DOS HFTS EM VISTA A EVITAR O <i>SPOOFING</i> E <i>LAYERING</i>	63
5 CONCLUSÃO	72
REFERENCIAS	75

1 INTRODUÇÃO

Primordialmente, cumpre destacar que o Mercado de Capitais brasileiro, que ainda é embrionário quando comparado aos Mercados de Capitais desenvolvidos, vêm representando uma alternativa muito efetiva à construção de patrimônio das famílias brasileiras, em especial frente às constantes diminuições da taxa básica de juros, o que torna as aplicações financeiras lastreadas em renda fixa menos atrativas.

Deste modo, o que se vê nos últimos anos, é um crescimento exponencial dos novos investidores brasileiros que optam por investir suas economias no Mercado de Capitais. Conjuntamente à este fenômeno, a diminuição dos custos necessários à realização de um investimento na bolsa de valores, e as facilidades trazidas pela possibilidade de negociação eletrônica de ativos mobiliários, vêm trazendo ao mercado investidores inexperientes em busca de ganhos rápidos.

Neste ponto, a possibilidade de investir em valores mobiliários por meio da rede mundial de computadores, permitiu também que os investidores adotassem novas estratégias de negociação que não eram possíveis quando as transações eram realizadas somente presencialmente, na sede da B3, ou quando estas eram realizados por ordens dadas por telefone, com o intermédio de um corretor.

Neste contexto, o desenvolvimento tecnológico de sistemas, programas e algoritmos de computador, fez com que fosse possível que os investidores negociassem valores mobiliários em velocidade sobre-humanas e sem a dependência de uma ação humana, o que restou denominado de transações de alta frequência.

A possibilidade de envio e cancelamento de ordens de negociação de maneira extremamente rápida, por meio das transações de alta frequência, também tornou possível o surgimento de novas modalidades de manipulação de mercado, tais quais o *spoofing* e o *layering*.

Sendo assim, o tema a ser enfrentado no presente trabalho monográfico, cinge-se sobre a necessidade ou não de regular as novas práticas de manipulação de mercado, surgidas a partir das transações de alta frequência, a fim de proteger e informar os novos investidores do Mercado de Capitais.

Salienta-se que a referida discussão, ainda não foi travada na jurisprudência brasileira e possui, até o momento, poucos posicionamentos doutrinários, de modo que a discussão será travada com base nos julgamentos administrativos realizados nos Estados Unidos pela *Securities and Exchange Commission*, órgão regulador do Mercado de Capitais americano, e nos julgamentos administrativos realizados no Brasil pela Bovespa Supervisão de Mercados (BSM) e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Apesar da pouca reflexão doutrinária acerca do tema, os julgamentos travados na CVM demonstram que diversos infratores já obtiveram ganhos expressivos com as manipulações de mercado, o que leva a crer que outros diversos investidores já foram prejudicados pelos infratores, demonstrando-se a relevância do tema.

A problemática aqui discutida visa responder ao questionamento se é necessário ou não a regulação das novas práticas de manipulação de mercados, sob a égide dos benefícios e malefícios que a eventual regulação traria ao Mercado de Capitais brasileiro.

A metodologia adotada para o desenvolvimento deste trabalho foi principalmente a pesquisa bibliográfica, em especial através da análise dos posicionamentos dos órgãos reguladores do Brasil e dos Estados Unidos, bem como o posicionamento da BSM, mas não se limitando a estes, de modo que os posicionamentos doutrinários e jurisprudenciais eventualmente existentes serão também aqui tratados.

De modo à trazer uma compreensão total acerca do tema, o trabalho foi dividido em três momentos. No primeiro capítulo, será buscado a compreensão total do Mercado de Capitais, de como são realizadas as negociações eletrônicas de ações no Mercado de Capitais brasileiro, do contexto de surgimento de seu principal órgão regulador, da responsabilidade pela fiscalização do mercado, da competência julgadora e punitiva da CVM, e da impossibilidade da CVM determinar o ressarcimento de investidores prejudicados pelos infratores das normas do Mercado de Capitais.

Além de oferecer bases conceituais ao leitor para o entendimento integral do trabalho, este capítulo busca demonstrar que o ordenamento jurídico brasileiro do Mercado de Capitais busca regular o mercado de modo preventivo, estimulando a regulação.

No segundo capítulo, serão examinados a necessidade de regular o Mercado de Capitais, a competência reguladora derogada à CVM, e a competência

autorreguladora instituída à B3, afim de entender como a regulação do mercado acionário brasileiro ocorre.

Com a ciência do sistema de regulação, a análise passa a ser dos principais modos pelos quais o órgão regulador e o órgão autorregulador dão as bases normativas do Mercado de Capitais. Em primeiro modo, será investigada a regulação por meio das manifestações de entendimento, que possuem caráter concreto e individual, para que posteriormente seja refletida a regulação por meio de instruções normativas, restritas à CVM, que possuem caráter geral e abstrato.

Por fim, o último capítulo buscará analisar as transações de alta frequência, a manipulação de mercado por meio do *spoofing* e do *layering*, e os requisitos para a configuração destes tipos de manipulação de mercado. Após a fixação dos conceitos anteriores, o estudo se debruçará sobre os casos brasileiros de *spoofing* e *layering*, verificando os entendimentos dados pela BSM e pela CVM, para ao final refletir se é necessário ou não a regulação específica das modalidades de manipulação de mercado denominadas *spoofing* e *layering*.

2 O MERCADO DE CAPITAIS, SEUS ÓRGÃOS E AS RESPONSABILIDADES DESTES EM FISCALIZAR O MERCADO

Em primeiro lugar, deve-se notar que o Mercado de Capitais, enquanto setor de fomento da atividade econômica, como todos os demais setores da economia, prescinde de regulamentação específica de suas disposições e normas.

Neste contexto, cumpre ressaltar que, para a análise do objeto de discussão da presente monografia, as instituições mais importantes a serem analisadas são a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e todo o contexto histórico anterior ao seu surgimento, sua competência punitiva, além da Bovespa Supervisão de Mercados (BSM), e sua competência enquanto fiscal da bolsa de valores brasileira.

O primeiro, órgão administrativo estatal que tem diversas competências aquém da regulamentar e da punitiva, porém, que não pode determinar o ressarcimento dos investidores prejudicados por infratores das regras do mercado acionário. O segundo, órgão da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) de natureza privada, que busca ser um fiscal da bolsa de valores, facilitando a atuação da CVM e identificando atos ilícitos e operações fraudulentas na bolsa de valores.

2.1. O MERCADO DE CAPITAIS E A NEGOCIAÇÃO ELETRÔNICA DE AÇÕES NA BOVESPA

Pode-se dizer que o denominado mercado financeiro, tem como duas expressões principais o mercado financeiro em sentido estrito e o Mercado de Capitais¹.

Quanto à primeira expressão, esta denomina a mobilização de ativos financeiros, efetivada por um intermediador, com o dinheiro de um investidor, que é destinado usualmente à financiar instituições bancárias, que remuneram este numa espécie de mútuo mediante remuneração, que pode ter como base a taxa de juros, inflação, ou outros índices financeiros², o que não será objeto de estudo nesta monografia.

¹ SILVA, Marcos de Sousa. **Mercado de Capitais: Sistema Protetivo dos Interesses Coletivos dos Investidores e Consumidores**. 2008. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de Ribeirão Preto, Ribeirão Preto, p. 58.

² *Ibidem, loc. cit.*

No que toca ao Mercado de Capitais, este pode ser definido enquanto uma das formas de intermediação financeira em que é garantida a troca de recursos, seja para a capitalização de empresas, fundos de investimento, ou até mesmo para a negociação de *commodities*³. Neste quesito, diz-se que a palavra “capital” na expressão “Mercado de Capitais”, se refere a um ativo que gera rendimentos, sendo este traduzido em dinheiro ou valor mobiliário⁴, não sendo por outro motivo que a expressão Mercado de Valores Mobiliários é utilizada como sinônimo de Mercado de Capitais.

O arcabouço estrutural do Mercado de Capitais é composto por instituições, mercados e ativos, buscando a viabilização da transferência de valores entre tomadores e aplicadores⁵. Pode-se dizer, neste sentido, que o Mercado de Capitais é traduzido como um ambiente institucional composto por um conjunto de investidores, onde a mobilização de recursos financeiros é realizada diretamente entre a entidade que emitiu os ativos e o investidor⁶.

Tal mercado tem por objetivo direcionar, por médio ou longo prazo, recursos à agentes econômicos e sociedades anônimas de capital aberto, mercado este que é controlado, fiscalizado e normatizado pela CVM. Este direcionamento de recursos é efetivado pela compra e venda de títulos mobiliários da sociedade anônima entre os investidores, a empresa e outros intermediários⁷.

No Mercado de Capitais, usualmente são realizadas operações de compra e venda de ativos, sejam estas ações, subscrições, debentures, cotas de fundos imobiliários, bônus de subscrição, entre outros⁸, em que o investidor objetiva a valorização do ativo adquirido, obtendo rendimentos.

³ PEROBELLI, Fernanda F. C.. **Mercado de capitais**. **GV EXECUTIVO**, Volume 6, n°. 1, p. 25, outubro de 2007. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/gvexecutivo/article/view/34317>>. Acesso em: 11 Maio de 2020.

⁴ KUMPEL, Siegfried. **Direito do mercado de capitais-do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 43.

⁵ ROSA, Maria Eduarda Flock da. **O Poder Normativo da Comissão de Valores Mobiliários**. 2012. Dissertação (Dissertação de Mestrado) – Faculdade de Direito – Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 25.

⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 2 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 9.

⁷ CVM. **Entendendo o Mercado de Valores Mobiliários**. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/menu/primeiros_passos/Entendendo_mercado_valores.html>. Acesso em: 11 de Maio de 2020.

⁸ SILVA, Marcos de Sousa. **Mercado de Capitais: Sistema Protetivo dos Interesses Coletivos dos Investidores e Consumidores**. 2008. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de Ribeirão Preto, Ribeirão Preto, p. 62.

A título exemplificativo, companhias anônimas de capital aberto que desejam obter recursos financeiros podem se utilizar da venda de valores mobiliários para obter tal financiamento, seja ele com o intuito de ampliação de seu negócio, construção e investimento em novas fontes de renda para a companhia, expansão de sua capacidade produtiva, aquisição de novas empresas ou outras ações que dependam de um grande investimento de capital.

Neste contexto, as ações de emissão de uma companhia, que são vendidas aos investidores, representam parte de seu capital social, de modo que os investidores que optem por comprar valores mobiliários de uma sociedade anônima tornar-se-ão sócios daquela companhia⁹.

Assim, no momento que uma determinada sociedade opta por buscar financiamento através de venda de ações de sua própria emissão, ao invés de buscar os financiamentos bancários, esta transfere parte do risco de uma possível inadimplência ou de um fracasso no negócio ao investidor que se tornou sócio da companhia¹⁰, compartilhando os lucros obtidos pela sociedade, se houver, e dependendo do tipo de ação, o controle da sociedade também poderá ser compartilhado com o investidor.

Os principais exponentes de negociação dos valores mobiliários do Mercado de Capitais são as bolsas de valores. A negociação, no entanto, não está exclusiva àquela realizada por intermédio da bolsa, existindo também o mercado de balcão, o qual não será examinado neste trabalho monográfico. No Brasil, a única bolsa de valores é a B3, anteriormente denominada BM&F (Bolsa de Mercadorias e Futuros) Bovespa.

Inicialmente, na B3, as ações eram negociadas através do que se denominava “pregão viva voz”, onde os investidores reuniam-se em seu saguão, e compravam ou vendiam ações de uma empresa, que eram negociadas em papel¹¹.

Outrossim, com a evolução tecnológica, e considerando também a limitação física e de espaço, aos poucos os negócios realizados pela B3 foram sendo migrados para

⁹ BM&FBOVESPA. **Ações**. Disponível em: < http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/acoes.htm>. Acesso em: 11 de Maio de 2020.

¹⁰ SILVA, Marcos de Sousa. **Mercado de Capitais: Sistema Protetivo dos Interesses Coletivos dos Investidores e Consumidores**. 2008. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de Ribeirão Preto, Ribeirão Preto, p. 64.

¹¹ DEMARCO, André Eduardo. **A gritaria acabou: do pregão viva voz à negociação eletrônica**. Disponível em: < <http://vemprabolsa.com.br/2016/03/18/gritaria-acabou-do-pregao-viva-voz-negociacao-eletronica/>>. Acesso em: 11 de Maio de 2020.

uma plataforma eletrônica, criando-se o atual pregão eletrônico. No icônico ano de 2009, o último pregão viva voz da B3 fora realizado¹², de modo que atualmente, todas as operações da B3 são realizadas por meio do pregão eletrônico.

Através de um sistema atrelado ao pregão eletrônico da B3, seja por corretoras ou investidores institucionais, os investidores podem negociar seus ativos no pregão eletrônico através de códigos.

A negociação em sistema eletrônico pressupõe o envio de comandos de venda ou compra de um determinado ativo pelo investidor ao sistema de negociação. Caso haja outro investidor interessado em atender à demanda enviada pelo primeiro investidor, o negócio ocorrerá¹³. A negociação por intermédio de sistema eletrônico é pressuposto lógico inexorável à realização de transações de alta frequência¹⁴.

Neste contexto, foi demonstrado neste tópico no que consiste o Mercado de Capitais, em especial o mercado de ações, que faz parte do objeto de estudo neste trabalho monográfico, além da evolução na negociação de ações em bolsa no Brasil, e como o sistema de pregão eletrônico, atualmente vigente, funciona na realização de negócios.

2.2 O CONTEXTO HISTÓRICO DE SURGIMENTO DA CVM

No contexto de um Brasil afetado pelo estouro da bolha especulativa na Bolsa de Valores, ocorrido em 1971, em que diversos investidores perderam todas suas economias em face de cotações artificiais criadas por administradores e intermediários que fraudavam o mercado e jamais foram punidos, o mercado de capitais brasileiro entrou em total descrédito, processo completamente oposto ao desejável para a criação de um mercado de risco forte¹⁵.

¹² **O último dia do pregão viva-voz da história da Bolsa de Mercadorias e Futuros.** Jornal da Globo, 01 de Março de 2009. Disponível em: < <http://g1.globo.com/jornaldaglobo/0,,MUL1214138-16021,00-O+ULTIMO+DIA+DO+PREGAO+VIVAVOZ+DA+HISTORIA+DA+BOLSA+DE+MERCADORIAS+E+FUTURO.html> >. Acesso em: 11 de Maio de 2020.

¹³ COSTA, Isac Silveira da. **High Frequency Trading (HFT) em Câmara Lenta: Compreender para regular.** 2018. Dissertação (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – Escola de Direito de São Paulo – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, p. 43-44.

¹⁴ *Ibidem, loc. cit.*

¹⁵ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.: Pressupostos, elaboração, aplicação.** Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 138.

Uma das causas da bolha especulativa de 1971 foi o volume exagerado de ofertas públicas de ações autorizadas, justamente pela ausência de regulação e regulamentação de um órgão tecnicamente desenvolvido no mercado de capitais, considerado pelo Banco Central um negócio ainda insipiente¹⁶. Há relatos de emissão de ofertas públicas de ações de sociedades anônimas que sequer exerciam atividade empresarial¹⁷.

Neste ponto, importa destacar que segundo dados do período, o número de negócios realizados com ações de bancos e demais companhias em valores atualizados a partir de setembro de 1971, indicam que entre 1970 e 1971, em volume de transações realizadas na bolsa de valores de São Paulo foi multiplicado por nove, e o número de transações realizadas na bolsa de valores do Rio de Janeiro, foi multiplicado por três¹⁸.

Em termos de valores corrigidos pela inflação até 1978, o volume de dinheiro movimentado nas bolsas de valores do Brasil, multiplicou por quatro somente entre 1970 e 1971¹⁹.

Incumbe ainda ressaltar que o ambiente de investimento era caracterizado pela precariedade nas informações prestadas pelas sociedades, um baixo nível de monitoramento pelo órgão regulador à época e, por fim, pelos meios inadequados de proteção ao acionista minoritário²⁰.

Nesse sentido, a necessidade de delegar à um órgão especializado a competência para regulamentar e regular o mercado de capitais tornava-se latente. Isto porque tal função era anteriormente atribuída ao Banco Central²¹, que relegou a função para uma

¹⁶ BARCELLOS, Marta. **Histórias do Mercado de Capitais no Brasil: Depoimentos Inéditos de Personalidades que Marcaram a Trajetória das Bolsas de Valores no País**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2018, p. 57.

¹⁷ *Ibidem*, p. 56.

¹⁸ MACARINI, José Pedro. **Um aspecto da Política Econômica do “Milagre Brasileiro”: A política de Mercado de Capitais e a Bolha Especulativa 1969-1971**. Estudos Econômicos, São Paulo, volume 38, nº 1, Janeiro/Março de 2008, p. 170.

¹⁹ *Ibidem*, *loc. cit.*

²⁰ SARNO, Paula Marina. **A Criação da CVM e a Regulamentação do Mercado de Capitais no Brasil – 1976/1968**. 2006. Dissertação (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, p. 102.

²¹ BRASIL. **Lei 4.728**, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14728.htm >. Acesso em: 20 de Abr. de 2020.

das suas diretorias²², sem a capacidade técnica ou o status necessário para a função²³.

Ademais, a insuficiência da proteção ao acionista minoritário, bem como a assimetria entre as informações detidas pela sociedade e as informações que os acionistas obtinham, eram outras razões que demonstravam ainda mais a necessidade de criação de um órgão específico para regular e regulamentar o mercado de capitais no Brasil²⁴.

Assim, o anseio para a regulação do mercado de capitais, bem como a criação de leis específicas, tornou-se tão grande que foi necessário que o Estado tomasse iniciativas legislativas para regular e regulamentar, não só o investimento, como também às sociedades anônimas de capital aberto²⁵.

Sendo assim, a criação de cotações artificiais de preço por administradores e companhias, o aumento exponencial de volume financeiro e de negócios realizados nas bolsas de valores brasileiras, a precariedade no nível de informações prestadas pelas sociedades anônimas de capital aberto, o baixo nível de monitoramento das sociedades e dos investidores pelo órgão regulador à época e a insuficiência da proteção ao acionista minoritário, tornaram-se fatores importantes que pressionavam o governo a regular legislativamente o mercado de capitais brasileiro.

Apenas cinco anos após o estouro da bolha especulativa, quando o mercado de capitais estava em processo de ser considerado uma possibilidade de viabilizar o crescimento do setor produtivo, sendo uma alternativa aos empréstimos bancários e créditos oficiais anteriormente utilizados, eis que surge, por iniciativa legislativa, a Comissão de Valores Mobiliários²⁶.

²² CVM. **História do Mercado de Capitais**. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html>. Acesso em: 11 de Maio de 2020.

²³ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.: Pressupostos, elaboração, aplicação**. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 138.

²⁴ ALVARENGA, Maria Isabel de Almeida. **Adequação das funções legais da comissão de valores mobiliários à realidade brasileira**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, V. 36, 1997, p. 146.

²⁵ SARNO, Paula Marina. **A Criação da CVM e a Regulamentação do Mercado de Capitais no Brasil – 1976/1968**. 2006. Dissertação (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, p. 88.

²⁶ PLOGER, Alfred. **Os 30 anos da CVM: Lutas e Conquistas**. São Paulo: Revista de Direito Bancário, 2006, p. 252.

Surgida em 1976, a CVM foi instituída através da Lei 6385/76, sendo atribuída competência a este órgão, não somente para fiscalizar e inspecionar as companhias de capital aberto, como também para regulamentar as matérias previstas nesta Lei, e também na lei de sociedades por ações²⁷.

O surgimento da CVM teve bases semelhantes ao surgimento da agência reguladora do mercado de capitais nos Estados Unidos, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), que teve seu afloramento ocorrido logo após o *crash* especulativo da bolsa de valores americana em 1929. No período anterior ao estouro da bolha especulativa americana, a assimetria informacional entre os acionistas e a companhia, bem como, os artifícios irregulares que inflavam artificialmente os preços de mercado também eram comuns.

Neste contexto, fez-se necessário após a problemática narrada acima, que os americanos em 1933 editassem o *Securities Act*, definindo marcos regulatórios importantes sobre companhias, visando proteger os investidores que transacionavam com valores mobiliários, inclusive tipificando condutas fraudulentas no mercado financeiro²⁸.

No ano seguinte, verificando a necessidade de regulação específica do mercado por uma entidade, e optando pela política de policiamento preventivo do mercado, o governo norte americano criou sua agência reguladora do mercado de capitais, através do *Securities and Exchange Act*, denominada *Securities and Exchange Commission*²⁹.

Portanto, tendo por base premissas de contexto histórico semelhantes ao momento de criação da SEC pelo governo norte americano, a CVM fora criada e divulgada ao mercado brasileiro, como sendo a *Securities and Exchange Commission* para o Brasil³⁰.

No entanto, embora seja derogada à CVM a atribuição de regular, regulamentar e fiscalizar o mercado de capitais, a esta não é dada a função de intervir no livre

²⁷ BRASIL. **Lei 6.385**, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 21 de Set. de 2019.

²⁸ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luís Bulhões. **A Lei de S.A: Pressupostos, Elaboração, Modificações**. Rio de Janeiro, Renovar, 1997, 3ª ed, p. 83.

²⁹ *Ibidem*, loc. cit.

³⁰ VIDOR, George. **A história da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes**. Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016, p. 51.

funcionamento do mercado. Sendo assim, a CVM deve possibilitar a condução livre deste, atentando-se para o direito dos acionistas e investidores das companhias de capital aberto³¹.

Salienta-se que este é o posicionamento da própria CVM, que fora consolidado logo após a sua criação. Para a CVM, a eficiência do mercado de valores mobiliários está condicionada à liberdade, competitividade e informação dos acionistas, em harmonia com a proteção aos interesses de todos aqueles que transacionam no mercado de capitais³².

Desse modo, resta claro que o contexto de surgimento da CVM remete ao anseio dos investidores, que buscavam a efetivação de um mercado de capitais regulado e eficiente. Essa possibilidade efetivou-se através da atuação da CVM visando possibilitar o fluxo do livre mercado, respeitando a proteção aos acionistas minoritários e aliando os interesses das sociedades de capital aberto aos interesses dos investidores.

2.3. A COMPETÊNCIA JULGADORA E PUNITIVA DA CVM

Primordialmente, importa destacar que como consectário lógico à função reguladora concedida à CVM, o sistema normativo brasileiro consagrou também a competência repressora da CVM, através da competência julgadora e punitiva, de modo que cabe a esta fiscalizar, julgar e eventualmente punir os infratores às suas normas no mercado de capitais.

Tal prerrogativa lhes é concedida na Lei 6.385/76, mais especificamente em seu Art. 11, que prevê também as modalidades de punição que podem ser aplicáveis aos infratores do mercado de capitais, e no Art. 9º, que concede poderes fiscalizadores à CVM³³. A própria CVM também reconhece sua competência punitiva, fiscalizadora e

³¹ TIMM, Luciano Benetti. (Coord.). **Direito e Economia no Brasil**. São Paulo. Atlas, 2018, p. 239.

³² CVM. **Comissão de Valores mobiliários. Regulação do mercado de valores mobiliários: Fundamentos e princípios**, 1979, p. 3. Disponível em: <<https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/arquivos-historias-interativas/RegulacaoDoMercadoDeValoresMobiliarios.pdf>>. Acesso em: 20 de Set. de 2019.

³³ BRASIL. **Lei 6.385**, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 28 de Maio de 2020.

julgadora em diversos votos de seus diretores, proferidos em sede de processos administrativos sancionadores³⁴.

No exercício de sua competência reguladora, a CVM costuma se utilizar de diversos processos para tratar os infratores do Mercado de Capitais. Sendo assim, os processos administrativos instaurados na CVM poderão resultar em processos preventivos e orientadores ou em Processos Administrativos Sancionadores (PAS).

Na primeira nomenclatura supramencionada, os processos administrativos são utilizados para prevenir e orientar os infratores, no intuito de coibir pequenas irregularidades detectadas pelas Superintendências da CVM. A prevenção e a orientação são realizadas através dos ofícios de alerta, onde a Superintendência deve alertar o infrator para corrigir o desvio de conduta³⁵, e por meio de *Stop Order*, onde a CVM proíbe o infrator de realizar a irregularidade, sob pena de multa³⁶.

A título exemplificativo do instituto da *Stop Order*, pode-se trazer o caso da empresa denominada *IQ Option Ltd.*, em que a CVM identificou a captação irregular de investidores brasileiros pela empresa, para a realização de operações no mercado de moeda estrangeira, e principalmente em operações binárias³⁷.

Sendo assim, o Superintendente de relações com o mercado da CVM, divulgou o ato declaratório n.º. 17.990/2020, apontando a irregularidade da captação realizada pela *IQ Option Ltd.*, já que esta não integra o sistema de distribuição previsto na Lei 6.385/76, determinando a suspensão de ofertas públicas que visem a captação de clientes na *internet*, sob pena de multa diária de R\$ 1.000,00 (mil reais)³⁸.

³⁴ CVM. Processo Administrativo Sancionador PAS RJ 07/2012. Julgado em: 06/03/2018. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/menu/processos/consulta_andamento.html >. Acesso em: 25 de Maio de 2020.

³⁵ CVM. **Deliberação n.º 542** da Comissão de Valores Mobiliários, de 09 de Julho de 2008. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0500/deli542.pdf> >. Acesso em: 28 de Maio de 2020.

³⁶ CVM. **Atividade Sancionadora**. Relatório da Atividade Sancionadora da CVM no período de Janeiro, até Março de 2018. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_atividade_sancionadora/anexos/2018/20180606_relatorio_atividade_sancionadora_1_trimestre_2018.pdf >. Acesso em: 28 de Maio de 2020.

³⁷ As denominadas operações binárias, ou opções binárias, são negociações baseadas na variação de um determinado índice ou ativo, em que o operador determina o comportamento que o preço terá, em um tempo indicado por este. De modo ilustrativo, acaso uma ação qualquer esteja cotada em R\$ 10,00 (dez reais), o operador pode indicar o seu comportamento em dez minutos, se o preço do ativo superará os R\$ 10,00 (dez reais), ou se irá diminuir. Se o negociador acertar o comportamento do ativo, irá lucrar com a operação. Caso contrário, irá sofrer prejuízo.

³⁸ CVM. **Ato Declaratório n.º. 17.990** de 20 de Abril de 2020. Publicado em 23 de Abril de 2020. Disponível em: < <http://www.in.gov.br/web/dou/-/ato-declaratorio-n-17.990-de-20-de-abril-de-2020-253537958> >. Acesso em: 26 de Jun. de 2020.

Quanto aos PAS, estes decorrem do reconhecimento de ilícitos mais graves que podem, caso verificada a existência de autoria e materialidade na realização do ilícito, dar origem à inquéritos, acusações ou proposta de investigação, visando a punição do agente infrator³⁹.

No entanto, cabe ressaltar que, na hipótese de existir pela CVM a constatação de um ato criminoso, ou acaso haja suspeitas fundadas de prática de crimes que se enquadram em ação penal pública, este órgão deverá informar o Ministério Público, em conjunto com os documentos necessários à comprovação ou apuração dos fatos delituosos, conforme Art. 9 da Lei Complementar 105/01⁴⁰. Dentre os crimes que devem ser comunicados ao Ministério Público caso verificado pela CVM, está o crime tipificado no Art. 27, alínea C, que é a manipulação de condições artificiais de preço de um ativo.

2.4 A IMPOSSIBILIDADE DA CVM DETERMINAR O RESSARCIMENTO DOS INVESTIDORES PREJUDICADOS PELOS INFRATORES DO MERCADO DE CAPITAIS

Imperioso gizar, que conforme já destacado, à CVM fora derogada por Lei a competência para julgar e punir condutas que tenham por objetivo fraudar o mercado de capitais, podendo, através de processo administrativo sancionador, impor multas às Sociedades, ou, até mesmo, aos prepostos da sociedade, em especial aos seus administradores⁴¹.

Assim, cabe ainda ressaltar que, para exercer sua função fiscalizadora e proteger o interesse coletivo, evitando danos ao mercado, fora atribuído à CVM poder de polícia

³⁹ CVM. **Atividade Sancionadora**. Relatório da Atividade Sancionadora da CVM no período de Janeiro até Março de 2018. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_atividade_sancionadora/anexos/2018/20180606_relatorio_atividade_sancionadora_1_trimestre_2018.pdf>. Acesso em: 28 de Maio de 2020.

⁴⁰ BRASIL. **Lei Complementar 105**, de 10 de Janeiro de 2001. Dispõe sobre o sigilo das operações das instituições financeiras e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LCP/Lcp105.htm>. Acesso em: 28 de Maio de 2020.

⁴¹ BRASIL. **Instrução normativa 358** da Comissão de Valores Mobiliários, de 3 de Janeiro de 2002. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst358consolid.pdf>>. Acesso em: 22 de Set. de 2019.

administrativa, para que esta possa dar execução às normas relativas ao mercado de capitais⁴². Portanto, no exercício de sua função julgadora, compete a referida comissão a instauração de inquérito administrativo, para que, oferecendo acusação, o acusado possa se defender, respeitando-se o contraditório e a ampla defesa⁴³.

Isto porque, segundo a própria CVM, esta possui a prerrogativa de atuar de modo repressor, caso existente conduta contrária aos princípios basilares do mercado de capitais, seja por meio de condutas fraudulentas ou, ainda, na escusa ao cumprimento do dever de divulgação de fato relevante⁴⁴.

Portanto, através dos processos administrativos sancionadores, pode a CVM imputar a pena pecuniária de multa, não obstante a possibilidade de outros meios repressivos que não estejam reservados ao poder jurisdicional, seja à sociedade, ou até mesmo, aos prepostos desta sociedade. Este foi o entendimento da referida comissão ao julgar o diretor de relações com investidores da JBS S.A⁴⁵, em julho de 2018⁴⁶.

No entanto, é necessário ressaltar que, na aplicação forçada das regras do mercado de capitais, a CVM não tem competência para condenar o infrator ao pagamento de indenização aos acionistas pelos danos decorrentes de sua violação. Assim, cabe somente à CVM a penalização pecuniária administrativa, que possui o objetivo de desestimular a prática de condutas contrárias ao mercado⁴⁷.

⁴² ROSA, Maria Eduarda Flock da. **O Poder Normativo da Comissão de Valores Mobiliários**. 2012. Dissertação (Dissertação de Mestrado) – Faculdade de Direito – Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 93.

⁴³ *Ibidem*, p. 94

⁴⁴ CVM. Processo Administrativo Sancionador PAS RJ 2008/18. Julgado em: 02/01/2008. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/menu/processos/consulta_andamento.html >. Acesso em: 23 de Set. de 2019.

⁴⁵ Neste caso, o Acusado foi julgado em PAS pelo fato de ter supostamente atrasado com relação à divulgação de fato relevante que envolvia os controladores e executivos da JBS S.A. À época, o jornal O Globo, realizou publicação indicando que controladores e executivos da JBS S.A teriam firmado acordo de colaboração premiada com as autoridades do País. Sendo assim, a CVM expediu ofício ao diretor de relações com investidores acusado, solicitando sua manifestação acerca da notícia, bem como, alertando-o acerca do seu dever de divulgar fato relevante, nos termos da instrução normativa n°. 358 da CVM. No entanto, o Acusado somente realizou a divulgação do referido fato relevante um dia após a divulgação da matéria no jornal O Globo, após a homologação do referido acordo pelo STF. Sendo assim, o mesmo foi julgado pela sua culpa na demora de divulgação do referido fato relevante.

⁴⁶ CVM. Processo Administrativo Sancionador 19957.007010/2017-51. Julgado em: 04/07/2018. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/menu/processos/consulta_andamento.html >. Acesso em: 21 de Set. de 2019.

⁴⁷ PEREIRA FILHO, Celso Roberto. **Contribuição do Direito Norte-Americano ao Sistema de Proteção do Investidor no Mercado de Capitais Brasileiro**. 2015. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito – Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 57.

Apesar de não ser competência da CVM determinar que uma sociedade ou um administrador indenize os seus acionistas, é necessário ressaltar que isto não impede que o pleito indenizatório seja realizado perante o Poder Judiciário. Portanto, caso um acionista se sinta lesado pela violação de uma sociedade às disposições do mercado de capitais, este pode pleitear, perante o Poder Judiciário, a referida indenização⁴⁸.

No entanto, cabe ressaltar que o sistema de proteção ao investidor adotado pelo Brasil não facilita a busca pelo Poder Judiciário pelos investidores que se sentem lesados. Isto porque a premissa básica do modelo adotado nacionalmente pressupõe a atuação efetiva do órgão regulador contra os atos ilícitos cometidos no âmbito do Mercado de Capitais⁴⁹.

Nesse entendimento, o doutrinador Paulo César Aragão, que já foi gerente jurídico da CVM por dois anos, considera que o sistema adotado pelo Brasil, em que a CVM não pode ordenar indenizações aos investidores prejudicados pelos atos que infringem as normas do mercado de capitais, torna mais difícil a tutela pelos pleitos indenizatórios.

Em adição a isto, este pondera que a falta de familiaridade do Poder Judiciário com as questões societárias, em especial as que envolvem o mercado de capitais, dão um enorme peso ao entendimento da CVM acerca da matéria discutida⁵⁰.

No que remete aos danos causados pelos manipuladores de mercado, a tutela indenizatória torna-se ainda mais difícil de ser efetivada, haja vista que uma manipulação artificial de preço pode causar danos em diversos indivíduos, cuja identificação torna-se inviável pelos órgãos do mercado acionário.

Sendo assim, os investidores afetados pela manipulação de mercado usualmente não tem seus prejuízos ressarcidos, tanto pela dificuldade de individualização dos indivíduos prejudicados, quanto pela impossibilidade do órgão regulador ordenar o ressarcimento de prejuízo dos investidores.

Nesse interim, fora demonstrada que a CVM, embora tenha competência para impor penalidades administrativas aos infratores, não possibilita a indenização dos danos causados aos acionistas, dependendo estes de medida jurisdicional para reaver os

⁴⁸ PEREIRA FILHO, Celso Roberto. **Contribuição do Direito Norte-Americano ao Sistema de Proteção do Investidor no Mercado de Capitais Brasileiro**. 2015. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito – Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 57.

⁴⁹ *Ibidem*, p. 58

⁵⁰ ARAGÃO, Paulo César. **A CVM em juízo: Limites e possibilidades**. Revista de Direito Bancário, Revista dos Tribunais, Vol. 34, 2006, p. 136.

danos causados, o que nem sempre é possível nos casos de manipulação de mercado, pela dificuldade de individualização dos indivíduos prejudicados.

2.5 A BSM E A SUA RESPONSABILIDADE ENQUANTO FISCAL DO MERCADO

Primordialmente, imperioso gizar que, atualmente, a CVM atribui à B3 (antiga BM&FBovespa) funções de interesse público, na condição de órgão auxiliar da comissão anteriormente mencionada, por intermédio da instrução normativa n°. 461 da Comissão.

Deste modo, apesar de ser uma entidade de natureza privada, a B3 possui poderes de autorregulação, para exercer certas atividades cuja competência lhe foi atribuída pela CVM⁵¹.

Outrossim, a B3, nos mercados acionários sob a sua administração, optou por criar um órgão específico, denominado BSM, que tem, dentre seus objetivos, o exercício das atividades de autorregulação que foram conferidas à B3⁵²; a fiscalização, análise e supervisão das ofertas e operações com ativos mobiliários; bem como o cumprimento de normas legais emitidas pela CVM ou por outros órgãos reguladores na esfera do mercado de capitais⁵³.

Para fiscalizar o mercado, a BSM atua monitorando as operações com valores mobiliários, analisando comportamentos fora do padrão normal, em três grandes aspectos.

O primeiro diz respeito ao comportamento que é comum ao investidor que está realizando a operação. O segundo é relacionado às movimentações atípicas dos ativos mobiliários, que ocorrem quando estes fogem ao padrão de mercado. O último aspecto é a ponderação da volatilidade de um ativo mobiliário, antes e depois da

⁵¹ ROCHA. Glauco da. **Autorregulação e poder disciplinar das bolsas de valores, mercadorias e futuros**. Revista Direito & Justiça. Vol. 41, 2015, p. 183.

⁵² BONINI. Andirá Cristina Cassoli Zabin. **A Transformação da Bolsa de Valores: Uma Análise sobre os Desafios da Regulação do Mercado de Capitais**. 2009. Dissertação (Mestrado em Direito Político e Econômico) – Programa de Pós Graduação *Strictu Sensu* – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, p. 114.

⁵³ BM&FBOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADOS – BSM. **Estatuto social da BSM**. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/leis-normas-regras/BSM-Estatuto-Social.pdf>. Acesso em: 17 de Nov. de 2019.

divulgação de um ato ou fato relevante, nos termos das instruções normativas da CVM⁵⁴.

Através das análises de todos os pontos trazidos anteriormente, deve a BSM garantir a integridade das negociações, verificando a ocorrência de possíveis ilícitos no mercado de capitais, e comunicar estes aos órgãos competentes para julgá-los⁵⁵.

⁵⁴ SUPERVISÃO DE MERCADO, BSM. **BSM Supervisão de Mercados**. Disponível em: < <https://www.bsmsupervisao.com.br/supervisao-de-mercado/como-funciona> >. Acesso em: 17 de Nov. de 2019.

⁵⁵ FADANELLI, Vinicius. **BSM: um tribunal na bolsa de valores**. Disponível em: < <https://www.soutocorrea.com.br/noticias-e-imprensa/bsm-um-tribunal-na-bolsa-de-valores/> >. Acesso em: 16 de Nov. de 2019.

3 O PODER REGULADOR INSTITUÍDO À CVM, O PODER AUTORREGULAMENTAR DA B3 E O PAPEL PUNITIVO DA CVM

O Mercado de Capitais, como um mercado que possui uma liquidez muito alta e uma facilidade extrema para a realização de negociações dos ativos listados em bolsa, em especial após a instituição do pregão eletrônico, a regulamentação ágil e específica é uma necessidade que não pode ser afastada. Deste modo, a CVM, em sua atuação, deve incentivar condutas que viabilizem a transparência e a minimização de danos causados a investidores, e reprimir condutas que lesem os participantes do Mercado de Capitais.

Dentre as competências derogadas à CVM em sua tarefa de promover o bom andamento do mercado de capitais, está o poder regulador, que possibilita a CVM editar normas que constituirão deveres a serem seguidos pelas sociedades de capital aberto e pelos investidores do mercado acionário.

Em adição ao exposto, no que cabe à B3, o seu poder é considerado um poder de autorregulamentação, que constitui-se também enquanto dever, estando esta responsável por autorregulamentar somente os mercados por ela administrados, que, neste caso, é a principal e única Bolsa de Valores do Brasil.

Incumbe ressaltar ainda que a regulação exercida por ambas entidades anteriormente mencionadas não está adstrita à normativos gerais e abstratos, a exemplo das instruções normativas editadas pela CVM, mas, também, engloba a interpretação que estes órgãos dão aos seus próprios normativos, que podem ser manifestadas através da consulta pelos investidores, administradores ou companhias acerca de hipóteses específicas e concretas que permeiam a interpretação das normativas reguladoras destes entes.

3.1 A NECESSIDADE DE REGULAR O MERCADO DE CAPITALIS

A regulação de condutas, seja em contexto que está correlacionado ao Mercado de Capitais ou não, sempre visa a consecução de uma finalidade que busca coibir ou estimular determinadas atitudes, que possam atingir valores que o regulador entenda

que devem ser preservados, ou para incentivar condutas que estão de acordo com os valores definidos pelo regulador. Em última análise, a regulação do Mercado de Capitais busca orientar as condutas dos agentes do mercado, alinhando-a com os objetivos traçados pelo regulador⁵⁶.

Em primeiro plano, cumpre destacar que a necessidade de regulação do Mercado de Capitais está ligada principalmente à ausência da relação proporcional entre o retorno obtido pela empresa na realização de determinada atividade, e o custo para produzir esta atividade.

Pode-se dizer assim que, a ausência de incentivos adequados ao cumprimento de determinada obrigação por uma sociedade anônima de capital aberto, seja pela imposição de norma jurídica, ou por incentivo dado pelo próprio mercado de capitais, derroga na possibilidade desta agir de forma indesejável, visando maximizar seus lucros através da diminuição de seus custos⁵⁷.

Para fins de concretização do quanto exposto acima, é cabível trazer o exemplo da assimetria de informações. A manutenção de um grau informacional equitativo para todos os acionistas de uma determinada companhia através da divulgação de um fato relevante, não gera qualquer benefício diretamente auferível à esta, trazendo somente externalidades positivas, já que a empresa que produziu uma determinada informação e a divulgou para todos os seus investidores, não consegue retirar para si os benefícios que decorrem de tal divulgação, arcando somente com o custo de sua produção⁵⁸.

Assim, verifica-se que este padrão comportamental exige a criação de regras que obriguem a companhia de capital aberto negociada em Bolsa, à manter a simetria informacional, tanto pelo órgão regulador, com expoente principal na CVM, como pelo próprio mercado, em especial através da B3, que vêm criando e incentivando sanções positivas à empresas que seguem determinado nível de transparência e governança corporativa, à exemplo do que ocorre com as empresas listadas no Novo Mercado⁵⁹.

⁵⁶ ROSA, Maria Eduarda Flock da. **O Poder Normativo da Comissão de Valores Mobiliários**. 2012. Dissertação (Dissertação de Mestrado) – Faculdade de Direito – Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 16.

⁵⁷ MANKIW, N. Gregory. **Princípios de microeconomia**. 3. Ed. Trad Allan Vidigal Hasting. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2005, p. 499

⁵⁸ ROSA, Maria Eduarda Flock da. *Op. Cit*, 2012, p. 28.

⁵⁹ *Ibidem, loc. cit.*

Em decorrência das situações ilustradas acima, em adição à outras falhas de mercado que venham a ser vislumbradas, é que se faz necessária a regulação de determinadas matérias pelos órgãos reguladores do Mercado de Capitais.

3.2 A COMPETÊNCIA REGULADORA DERROGADA A CVM

Primordialmente, é necessário consignar que a função reguladora da CVM tem por objetivo principal a manutenção da eficiência e confiabilidade do mercado, condições precípuas para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Por essa razão, ressalta-se que, a regulação pela CVM, desde que tenha seu exercício pautado na preservação de valores e *standards* legais, é legal, legítima, e necessária, uma vez que esta gera benefícios que não se restringem aos operadores do mercado, mas também, para toda a economia nacional⁶⁰.

Para tal, a Lei 6.385/1976⁶¹, estipula expressamente que “Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I- Regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações.”

Ademais, cumpre trazer à baila ainda, que a mesma lei referenciada logo acima, que instituiu a Comissão de Valores Mobiliários, previu a referida competência reguladora considerando que o mercado de capitais tem um dinamismo próprio e uma necessidade de soluções técnicas complexas e especializadas, já que este setor da economia é extremamente afetado pelas mudanças econômicas e tecnológicas⁶².

Faz-se necessário ainda, rememorar às finalidades legalmente previstas na Lei 6.385/1976⁶³, para às atribuições da Comissão de Valores, em seu artigo 4º:

⁶⁰ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; WELLISCH, Julya Sotto Mayor; BARROS, José Eduardo Guimarães. **Notas sobre o poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários: CVM na atualidade**. Doutrinas essenciais de direito empresarial, Revista dos Tribunais, 2010, São Paulo, p. 25-42.

⁶¹ BRASIL. **Lei 6.385**, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm >. Acesso em: 24 de Set. de 2019.

⁶² SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; WELLISCH, Julya Sotto Mayor; BARROS, José Eduardo Guimarães. *Op. Cit., loc. cit.*, 2010.

⁶³ BRASIL. **Lei 6.385**, de 07 de dezembro de 1976. *Op. cit.* Disponível em : < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm >. Acesso em: 24 de Set. de 2019.

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

I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;

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

III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;

IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

a) emissões irregulares de valores mobiliários;

b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.

c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.

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;

VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;

VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional

Interpretando o artigo transcrito acima, vê-se que a legislação confere à CVM competência para regular as matérias expressamente previstas em Lei, devendo alcançar os valores previstos no artigo 4º, com destaque especial para o inciso V que se correlaciona diretamente com o objeto deste trabalho monográfico, na medida em que transações de alta frequência não raro podem ser utilizadas em fraudes de liquidez e manipulações de mercado através da criação artificial de demanda, oferta e preço das ações negociadas.

Em adição, defende-se a tese de que, considerando a necessidade de regulamentação ágil que tem a atividade econômica regulada pela CVM, os procedimentos ordinários de produção de legislação, através do poder legislativo, não proporcionaram de modo satisfatório às soluções que as mudanças constantes que ocorrem no mercado de capitais exigem⁶⁴, principalmente face à extrema celeridade que a economia globalizada do século presente detém.

Sob a égide deste entendimento, é necessário compreender que adotar a postura que determina que a competência regulamentadora da CVM esgota-se nas hipóteses

⁶⁴ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; WELLISCH, Julya Sotto Mayor; BARROS, José Eduardo Guimarães. **Notas sobre o poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários: CVM na atualidade**. Doutrinas essenciais de direito empresarial, Revista dos Tribunais, 2010, São Paulo, p. 26.

legalmente previstas seria uma postura excessivamente positivista, prejudicial ao próprio funcionamento do mercado de capitais⁶⁵.

Considerando-se que a função da CVM é justamente suprir lacunas normativas que o legislador ordinário deixou, caso a CVM limite sua competência reguladora somente às hipóteses legalmente previstas, estará falhando em sua missão enquanto órgão regulamentador⁶⁶.

Portanto, corroborando o entendimento acima, faz-se necessário ainda ressaltar que no modelo de agências reguladoras adotado pelo Brasil, que fora baseado no modelo norte americano, conforme exposto anteriormente, as agências reguladoras possuem poder normativo, considerando que suas disposições reguladoras tem força coercitiva, e que estas julgam diversos conflitos relacionados entre os membros que integram o seu sistema regulatório⁶⁷.

Outrossim, vê-se que além de legítimo, já que tal competência fora derogada por lei, o poder regulatório que possui a CVM é necessário ao funcionamento do mercado de capitais brasileiro, consoante a rapidez e dinamismo que possui o mercado e a economia globalizada.

3.3 A AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO EXERCIDO PELA B3 E A IMPORTÂNCIA DESTA REGULAÇÃO: O CASO NAHAS

Primordialmente, torna-se imperioso definir que a atividade reguladora exercida pela B3 impõe-se enquanto atividade de autorregulação. Em essência, a autorregulação é definida por Vital Moreira⁶⁸ como a regulação que é originada de entidades ou órgãos do próprio mercado, com caráter extra estatal.

⁶⁵ ROSA, Maria Eduarda Flock da. **O Poder Normativo da Comissão de Valores Mobiliários**. 2012. Dissertação (Dissertação de Mestrado) – Faculdade de Direito – Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 116.

⁶⁶ *Ibidem*, p. 117.

⁶⁷ MENDES, Emerson Soares. **O Poder Normativo da Comissão de Valores Mobiliários: Fundamentos e Limites enquanto Agência Reguladora**. Revista de Direito Empresarial, Revista dos Tribunais, 2015, São Paulo, p. 225-254.

⁶⁸ MOREIRA, Vital. **Auto-Regulação Profissional e Administração Pública**. Almedina, Coimbra, 1997, p. 52.

Apesar da legislação brasileira já ter previsto a obrigatoriedade de que as bolsas de valores e demais entidades de balcão organizado atuem auxiliando a CVM na fiscalização das operações financeiras que nelas ocorram, por meio do Art. 17, parágrafo primeiro da Lei 6.385/76⁶⁹, a atividade de autorregulação exercidas por estes entes fora melhor disciplinada na instrução normativa da CVM n°. 461/2007.

Na instrução normativa supramencionada em seu Art. 14, a atividade de autorregulação dos mercados organizados é considerado um dever da entidade que administra o referido mercado, para balancear os seus interesses privados à finalidade pública que os mercados organizados exercem⁷⁰.

Neste espeque, destaca-se que a autorregulação desenvolvida pela B3 é reconhecida pela própria CVM, que no voto do diretor Pablo Renteria, reconheceu que a adoção de medidas pelo órgão autorregulador, ainda que sejam diferentes das medidas que a CVM considera adequadas, sequer é passível de responsabilização do ente privado⁷¹.

Em sentido semelhante, para ressaltar a essencialidade da autorregulação exercida pela bolsa de valores, torna-se imperioso o relato do caso Nahas, protagonizado pelo empresário Naji Robert Nahas, que causou o esvaziamento por completo da função institucional da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, sendo um dos fatores que levou ao encerramento desta no Brasil⁷².

Naji Nahas realizava negócios nas bolsas de valores de maneira extremamente arrojada, visando principalmente o ganho a curto prazo com ativos.

⁶⁹ BRASIL. **Lei 6.385**, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 24 de Set. de 2019.

⁷⁰ BRASIL. **Instrução normativa 461** da Comissão de Valores Mobiliários, de 23 de Outubro de 2007. Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizados. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst461consolid.pdf>>. Acesso em: 26 de Maio de 2020.

⁷¹ CVM. Processo Administrativo Sancionador PAS RJ 32/98. Julgado em: 06/05/2004. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/processos/consulta_andamento.html>. Acesso em: 25 de Maio de 2020.

⁷² ARRUDA, José Jobson do Nascimento. **A Florescência Tardia: Bolsa de Valores de São Paulo e Mercado Global de Capitais (1989-2000)**. 2008. Dissertação (Doutorado em História Econômica) – Departamento de História da Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas – Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 170.

Sua metodologia consistia na utilização de mecanismos de elevação artificial de preço de ações, dentre eles a arbitragem de valor, que objetiva o aumento de preço de uma determinada ação de alta confiabilidade do mercado.

Uma de suas estratégias utilizava ações negociada em duas bolsas de valores distintas, comprando-a em altos volumes e preços elevados em uma bolsa, visando que o ativo aumentasse seu preço, enquanto na outra bolsa, o reflexo de sua atitude provocava um aumento artificial do preço desse ativo, sendo que ao atingir o seu propósito de valorização pleiteado, lançava ao mercado a venda dos mesmos, ensejando os lucros pretendidos.

Em outra, o mesmo se utilizava do mercado de opções para adquirir lucros substanciais. No mercado de opções, por exemplo, Nahas comprava diversas opções de compra⁷³ de um determinado ativo, que usualmente tem um preço muito inferior ao preço do ativo em si, e posteriormente, inflava o preço do ativo até atingir valores superiores ao preço de exercício da opção, rendendo lucros extremamente vultuosos⁷⁴.

Para movimentar tais quantias e volumes vultuosos, Nahas utilizava empréstimos bancários, uma rede intrincada contendo diversas corretoras e contas abertas em corretoras em nome de outras pessoas, operadas por Nahas, visando a inflação artificial no preço dos ativos explanada acima⁷⁵.

⁷³ As opções de compra, ou opções de *call*, funcionam de maneira extremamente semelhante a uma previsão. Neste tipo de contrato, dois fatores são extremamente importantes para a negociação, sendo estes o preço de exercício, usualmente chamado de *strike*, e data de vencimento da opção. O preço de exercício da opção, diz respeito ao preço que o investidor pode comprar (no caso das opções de compra) ou vender (no caso das opções de venda) determinado ativo, até o prazo definido na data do vencimento. Sendo assim, se o investidor acredita que determinado ativo irá valorizar 30% (trinta por cento), até a data de vencimento da opção, e o preço de *strike* da opção está cotado com uma valorização de somente 20% (vinte por cento) até a data de vencimento, é vantajoso para o investidor comprar o direito de compra, por intermédio de uma *call*, para usufruir da valorização maior. O racional referente às opções de venda deve ser justamente o contrário. Se o investidor crê que determinado ativo estará em um preço menor do que o preço definido no *strike*, será benéfico a este a compra da opção.

⁷⁴ As opções de compra e venda usualmente tem um preço muito inferior e uma volatilidade muito superior de preço, se comparados ao preço e volatilidade da mesma ação, considerando que é estipulado um prazo para exercício da opção no preço de *strike*, ao passo que a ação não há prazo de vencimento. Deste modo, a cada pregão que se passa a opção tem uma variação de preço referente à variação do preço da ação negociada a vista, adicionando-se um desconto ou acréscimo de valor devido à maior proximidade à data de vencimento. Assim sendo, é possível a um investidor investindo a mesma quantia, ter rentabilidade muito maior, ou um prejuízo muito maior do que teria se investisse na ação, utilizando as opções daquela ação.

⁷⁵ ARRUDA, José Jobson do Nascimento. **A Florescência Tardia: Bolsa de Valores de São Paulo e Mercado Global de Capitais (1989-2000)**. 2008. Dissertação (Doutorado em História Econômica) –

Tais operações somente eram possibilitadas pela regra de liquidação das bolsas à época, que permitiam a transferência dos ativos ao comprador antes do pagamento efetivo, sendo livres para a renegociação logo após a sua aquisição.

Além disso, no mecanismo utilizado à época, quando um vendedor de determinado lote de ações realizava a venda de seus papéis, a liquidação física dos papéis, ou seja, a transferência de titularidade do bem, somente ocorria após decorridos cinco dias da efetivação da venda. Neste período, as ações permaneciam sob posse do vendedor, possibilitando que este negociasse novamente os mesmos papéis, que já estavam vendidos, facilitando a elevação artificial de preços de ações utilizando-se da arbitragem de valor e outros mecanismos de elevação artificial de preço, anteriormente detalhada⁷⁶. As operações fraudulentas de Naji Nahas não eram conhecidas até aquele momento.

À época, as Bolsas de Valores de São Paulo (atual B3) e do Rio de Janeiro disputavam a hegemonia em âmbito nacional, e buscavam atrair para seu rol de clientes, aqueles investidores de alto gabarito, considerando que as operações destes resultariam em um incremento nos rendimentos de comissão daquela bolsa, além de representar um aumento de liquidez para as ações negociadas naquele mercado.

Por movimentar altas quantias, e ser considerado um investidor de alta qualidade, Naji Nahas foi convencido à transferir suas operações, que eram anteriormente realizadas na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, para leva-las à Bolsa de Valores de São Paulo, cidade onde este residia⁷⁷.

Todavia, após a realização da transferência das operações de Nahas à Bolsa de Valores de São Paulo, a movimentação vultosa e a extravagância das negociações realizadas por Nahas, acabou alertando os responsáveis por regularem a bolsa para a possibilidade de um colapso sistêmico. À época, a Bolsa de Valores de São Paulo possuía um patrimônio inferior à 12 milhões de dólares, e as operações de Naji Nahas beiravam os 80 milhões de dólares, o que representava uma discrepância alarmante, afinal, caso o comprador e a corretora responsáveis pela realização de determinada

Departamento de História da Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas – Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 175.

⁷⁶ ARRUDA, José Jobson do Nascimento. **A Florescência Tardia: Bolsa de Valores de São Paulo e Mercado Global de Capitais (1989-2000)**. 2008. Dissertação (Doutorado em História Econômica) – Departamento de História da Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas – Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 176-177.

⁷⁷ *Ibidem*, p. 173-174.

operação não conseguissem honrar com o compromisso efetivado em uma negociação, o último garantidor daquela operação é a própria bolsa de valores⁷⁸, de modo que esta teria de arcar com o prejuízo.

Por tal motivo, no exercício de seu dever de autorregulação, a Bolsa de Valores de São Paulo estipulou restrições às operações arriscadas de Nají Nahas, impondo ao mesmo que reduzisse suas posições em determinadas ações e determinando que o mesmo mantivesse depósitos em dinheiro capazes de garantir suas operações⁷⁹, além de reduzir o prazo de liquidação financeira.

A diminuição do prazo de liquidação financeira das operações inviabilizava as operações arriscadas de Nají Nahas, razão pela qual o mesmo teve de regressar com seus investimentos à Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, que manteve a liquidação financeira explanada anteriormente, possibilitando a continuidade das operações de Nahas⁸⁰.

No entanto, os Bancos que ofereciam empréstimos para financiar as operações de Nají Nahas subitamente deixaram de lhe oferecer financiamento, impossibilitando que este quitasse os negócios realizados sem margem de garantia no prazo de cinco dias de liquidação financeira da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, gerando consequências extremamente danosas.

Neste período, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro como última garantidora dos negócios realizados no mercado sob sua tutela, demandava um crédito de 200 milhões de dólares do Governo Federal para ser capaz de honrar os prejuízos causados por Nají Nahas, o que levou o Ministério da Fazenda, o Banco Central e a CVM a anunciarem que recursos públicos não seriam utilizados para cobrir estes prejuízos⁸¹.

⁷⁸ ARRUDA, José Jobson do Nascimento. **A Florescência Tardia: Bolsa de Valores de São Paulo e Mercado Global de Capitais (1989-2000)**. 2008. Dissertação (Doutorado em História Econômica) – Departamento de História da Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas – Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 178.

⁷⁹ SOUSA, Lucy Aparecida. **O mercado de capitais brasileiro no período 1987-1998**. 1998. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia – Universidade de Campinas, Campinas, p. 138

⁸⁰ ARRUDA, José Jobson do Nascimento. *Op. cit.*, 2008, p. 179.

⁸¹ *Ibidem*, p. 180.

Na semana seguinte, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro não funcionou na segunda-feira, reabrindo no dia subsequente, onde esta despencou no montante de aproximadamente quarenta por cento⁸².

Em função dos fatos narrados, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro perdeu boa parte de sua credibilidade, já que não fora capaz de proporcionar a segurança institucional desejada pelos investidores.

Em função dos atos praticados por Naji Nahas, a CVM impôs administrativamente ao mesmo, em PAS, uma multa de dez milhões de reais, maior multa aplicada pela comissão à época⁸³.

De outra senda, os dirigentes da Bolsa de Valores de São Paulo, em razão destes terem enviado diversos ofícios à CVM relatando a temeridade dos negócios de Naji Nahas, sequer foram indiciados em inquérito posterior da CVM para apurar os fatos⁸⁴.

A conduta diligente da Bolsa de Valores de São Paulo, no exercício de seu dever autorregulamentar fortaleceu o seu ambiente institucional de negociação, além de ter isentado os dirigentes da mesma de qualquer punição pelas operações de Naji Nahas, apesar deste ter operado algum tempo na Bolsa de Valores de São Paulo.

Desde então, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro jamais recuperou sua credibilidade, e a Bolsa de Valores de São Paulo consolidou-se enquanto maior bolsa de valores do país, o que levou posteriormente a tornar-se a única.

Por outro lado, Nahas foi denunciado pelo Ministério Público, pela prática de dois supostos crimes, o primeiro, com base no Art. 7º, inciso III da Lei nº. 7.492/86⁸⁵, por ter supostamente negociado valores mobiliários sem lastro ou garantias suficientes, e o segundo, com base no Art. 3º, inciso VI da Lei nº. 1521/51, por ter supostamente provocado a alta ou baixa de mercadorias através de operações fictícias⁸⁶.

⁸² ARRUDA, José Jobson do Nascimento. **A Florescência Tardia: Bolsa de Valores de São Paulo e Mercado Global de Capitais (1989-2000)**. 2008. Dissertação (Doutorado em História Econômica) – Departamento de História da Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas – Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 180.

⁸³ VIDOR, George. **A história da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes**. Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016, p. 73.

⁸⁴ ARRUDA, José Jobson do Nascimento. *Op. cit.*, 2008, p. 181.

⁸⁵ BRASIL. **Lei 7.492**, de 16 de Junho de 1986. Define os crimes contra o sistema financeiro nacional, e dá outras providências. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7492.htm >. Acesso em: 20 de Maio de 2020.

⁸⁶ BRASIL. **Lei 1.521**, de 26 de Dezembro de 1951. Altera dispositivos da legislação vigente sobre crimes contra a economia popular. Disponível em: <

Com relação ao primeiro crime, Nahas foi absolvido pelo Tribunal Regional Federal da 2ª Região, que considerou que a norma sequer constituía ilícito penal, uma vez que dependia de norma complementar para ser aplicável⁸⁷.

No que toca ao segundo crime, em decisão final prolatada pelo Superior Tribunal de Justiça, sequer foi analisado o mérito da imputação criminosa, uma vez que foi reconhecida a prescrição e declarando extinta a punibilidade do ato delituoso, em favor de Naji Nahas⁸⁸.

Deste modo, vê-se que a derrocada da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro ocorreu em especial, pela sua negligência no exercício de seu dever de autorregular as operações realizadas sob sua custódia no caso Naji Nahas, causando prejuízos a diversos investidores, demonstrando a imprescindibilidade da autorregulação realizada pelas bolsas de valores.

3.4 A REGULAÇÃO E AUTORREGULAÇÃO ATRAVÉS DE MANIFESTAÇÕES DE ENTENDIMENTO

Conforme disposição expressa constante na Lei 6.385/76, em seu artigo 13, a Comissão de Valores Mobiliários deve manter serviço de atividades consultivas no intuito de orientar os investidores, bem como os agentes do mercado de valores mobiliários⁸⁹.

Outrossim, a função normativa e reguladora da CVM perpassa pela solução de casos específicos, a requerimento dos investidores ou agentes de mercado, em que a CVM

[http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l1521.htm#:~:text=O%20PRESIDENTE%20DA%20REP%C3%9ABLICA%3A%20Fa%C3%A7o,eu%20sanciono%20a%20seguinte%20Lei%3A&text=Ser%C3%A3o%20punidos%2C%20na%20forma%20desta,Lei%20regular%C3%A1%20o%20seu%20julgamento.](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l1521.htm#:~:text=O%20PRESIDENTE%20DA%20REP%C3%9ABLICA%3A%20Fa%C3%A7o,eu%20sanciono%20a%20seguinte%20Lei%3A&text=Ser%C3%A3o%20punidos%2C%20na%20forma%20desta,Lei%20regular%C3%A1%20o%20seu%20julgamento.>)
>. Acesso em: 20 de Maio de 2020.

⁸⁷ BRASIL. Tribunal Regional Federal (2. Região). **Habeas Corpus** n°. 9802506680. Impetrante: Humberto Ribeiro Soares. Impetrado: Juízo Federal da 25ª Vara Federal do Rio de Janeiro. Pacientes: Mário Jerome de Castro, José Carlos Kanan e Naji Robert Nahas. Relator: Desembargador Federal Francisco Pizzolante. Julgado em: 11 de Jun. de 2002. Publicado em: 18 de Jul. de 2002.

⁸⁸ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial** n°. 719421/RJ. Recorrente: Ministério Público Federal. Recorrido: Naji Robert Nahas. Relator: Ministro Hélio Quaglia Barbosa. Julgado em: 28 de Jun. de 2005. Publicado em: 25 de Set. de 2006.

⁸⁹ BRASIL. **Lei 6.385**, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 24 de Set. de 2019.

acaba por emitir pareceres, resultando em regras concretas e individuais e portanto, normatizando o mercado⁹⁰.

Cabe ressaltar que a agência reguladora americana, a *Securities and Exchange Commission* adota expressamente a utilização de *no-action letter*, um sistema de divulgação da interpretação que a agência reguladora dá à Lei, e às suas disposições normativas⁹¹.

Portanto, a agência supramencionada, quando consultada sobre uma hipótese fática, em que as partes consultantes devem descrever de modo muito detalhado a situação, declara antecipadamente, qual seria seu posicionamento caso a hipótese narrada pelos consultantes ocorresse, e se esta adotaria ou não de ações sancionadoras, assegurando às partes o entendimento que a agência adota acerca do ato.

A divulgação de uma *no action letter* dá segurança jurídica para as partes consultantes, caso pretendam realizar a transação ou o negócio jurídico consultado, de que a *Securities and Exchange Commission* não irá promover qualquer tipo de sanção⁹².

No entanto, a doutrina americana sugere ainda que a *no-action letter* poderia ser aprimorada, criando-se novos requisitos para que as consultas sejam respondidas e divulgadas ao público.

Como requisitos para que a *no-action letter* tivesse de ser respondida, e posteriormente, divulgada, são trazidos que: (i) A questão de Lei ainda não era respondida pelas autoridades existentes; (ii) A questão é importante para reforçar as Leis de segurança e proteção aos investidores; (iii) A questão é aplicável a um grande número de pessoas⁹³.

Portanto, divulgando o resultado da *no-action letter*, a *Securities and Exchange Commission* acaba por encorajar condutas que considera aprováveis, e desencorajar as práticas condenadas pela agência. Desse modo, serve a *no-action letter* como uma

⁹⁰ ROSA, Maria Eduarda Flock da. **O Poder Normativo da Comissão de Valores Mobiliários**. 2012. Dissertação (Dissertação de Mestrado) – Faculdade de Direito – Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 101.

⁹¹ EIZIRIK, Nelson. **O colegiado da CVM e o CRSFN como juízes administrativos: Reflexões e Revisão**. Doutrinas essenciais de direito empresarial, Revista dos Tribunais, 2010, São Paulo, p. 115.

⁹² ARAGÃO, Paulo César. **A CVM em juízo: Limites e possibilidades**. Revista de Direito Bancário, Revista dos Tribunais, Vol. 34, 2006, p. 136.

⁹³ LOWENFELS, Lewis D. **SEC “No- action” Letters: Some problems and suggested approaches**. *Columbia Law Review Association*, Vol. 71, 1971, p. 1259-1262.

modalidade de regulamentação e uma efetiva ferramenta de política para o funcionamento do mercado de capitais⁹⁴.

Diante dessa exposição, o professor Nelson Eizirik defende a adoção de instituto semelhante à *no-action letter* pela CVM, no intuito de possibilitar uma melhor interpretação normativa acerca das disposições da referida agência reguladora, de modo célere, e no intuito de auxiliar consultivamente a atuação dos investidores e das companhias de capital aberta participantes do mercado de capitais⁹⁵.

Consoante o exposto, sugerem a utilização do parágrafo único do Artigo 13 da Lei 6385/1976⁹⁶, para que a CVM também manifeste-se por meio de opiniões divulgadas ao mercado, que deverão vincular à Administração Pública, alinhando-se com o princípio da segurança jurídica, que é o bem jurídico a ser protegido com as manifestações de entendimento da CVM⁹⁷.

Art. 13. A Comissão de Valores Mobiliários manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor.

Parágrafo único. Fica a critério na Comissão de Valores Mobiliários divulgar ou não as respostas às consultas ou aos critérios de orientação.

Há ainda quem entenda que os pareceres da CVM são semelhantes às *no-action letters*⁹⁸. No entanto, cabe apontar que tal entendimento não é pacífico, principalmente considerando a desnecessidade de divulgação pública da manifestação de entendimento emanada pela CVM⁹⁹.

Quanto à autorregulação exercida pela B3, vê-se que o entendimento desenvolvido anteriormente também pode ser aplicável à referida instituição, apesar de não existir legislação que preveja especificamente a utilização de tal instituto.

⁹⁴ NAGY, Donna M. **Judicial Reliance on Regulatory Interpretations in SEC No-Action Letters: Current Problems and a Proposed Framework.** *Columbia Law Association*, 83 ed. Columbia Law Review, 1998, p. 949-951.

⁹⁵ EIZIRIK, Nelson. **O colegiado da CVM e o CRSFN como juízes administrativos: Reflexões e Revisão.** Doutrinas essenciais de direito empresarial, Revista dos Tribunais, 2010, São Paulo, p. 115.

⁹⁶ BRASIL. **Lei 6.385**, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 24 de Set. de 2019.

⁹⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico.** 2 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 258.

⁹⁸ MAGNOLER, Caroline Benvenuti. **Atividade de Administração de Carteira de Valores Mobiliários de Terceiros: Estudo comparado da Regulação do Brasil e nos Estados Unidos.** 2013. Monografia (Pós graduação *latu sensu* em Direito) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, p. 54.

⁹⁹ EIZIRIK, Nelson. **O colegiado da CVM e o CRSFN como juízes administrativos: Reflexões e Revisão.** Doutrinas essenciais de direito empresarial, Revista dos Tribunais, 2010, São Paulo, p. 115.

Nos regulamentos de Nível 1¹⁰⁰ e de Nível 2¹⁰¹ de Governança Corporativa das empresas que possuem ações em negociação na B3, os itens do regulamento 10.4 e 14.4, respectivamente, preveem a possibilidade de que casos omissos na interpretação destes regulamentos sejam solucionados pelo diretor presidente da BM&FBovespa (atual B3), o que pode ocorrer pela emissão de manifestações de entendimento.

Em interpretação que encontra-se em consonância com o que fora trazido, e para ilustrar a aplicabilidade das manifestações de entendimento à B3, faz-se menção ao caso da recusa da proposta de incorporação da sociedade AES Tietê Energia S.A, realizada pela empresa Eneva S.A.

Neste caso, a B3 emitiu um ofício análogo à manifestação de entendimento, direcionando a sua interpretação acerca do direito de voto dos acionistas preferenciais em propostas de incorporação, regra estipulada no regulamento de Nível 2 de governança corporativa elaborado pela B3, se posicionando acerca do referido tema¹⁰², diante de um caso concreto que surgiu, sem analisar diretamente o mérito da proposta e/ou as tratativas realizadas entre as companhias, somente orientando o mercado acerca da interpretação de suas próprias regras, criadas no exercício de seu dever de autorregulação.

Cumpra em especial, ressaltar a importância que as manifestações de entendimento prévias têm, uma vez que seu caráter preventivo pode obstar o intento de ações judiciais questionando o ato que fora objeto da manifestação de entendimento da CVM, bem como, pode antecipar futuros conflitos no momento de realização de atos societários¹⁰³.

¹⁰⁰ BM&FBovespa. **Regulamento do Nível 1 de Governança Corporativa**. Disponível em: < [http://www.b3.com.br/data/files/B8/C5/5D/71/C6E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%201%20\(San%C3%A7%C3%B5es%202019\).pdf](http://www.b3.com.br/data/files/B8/C5/5D/71/C6E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%201%20(San%C3%A7%C3%B5es%202019).pdf) >. Acesso em: 27 de Maio de 2020.

¹⁰¹ BM&FBovespa. **Regulamento do Nível 2 de Governança Corporativa**. Disponível em: < [http://www.b3.com.br/data/files/1B/B5/A5/87/46E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%202%20\(San%C3%A7%C3%B5es%202019\).pdf](http://www.b3.com.br/data/files/1B/B5/A5/87/46E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%202%20(San%C3%A7%C3%B5es%202019).pdf) >. Acesso em: 27 de Maio de 2020.

¹⁰² B3. Diretoria de Emissões. **Ofício 137/2020-DIE**. São Paulo, SP: Diretoria de Emissões da B3 S.A. Divulgado em: 27 de Abr. de 2020.

¹⁰³ ROSA, Maria Eduarda Flock da. **O Poder Normativo da Comissão de Valores Mobiliários**. 2012. Dissertação (Dissertação de Mestrado) – Faculdade de Direito – Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 95-96.

Deste modo, é clarividente a possibilidade da CVM e da B3, realizarem sua atividade regulatória mediante a emissão de manifestações de entendimento, que auxiliam o mercado e os investidores na tomada de decisões em caráter preventivo, evitando-se a necessidade de atuação repressiva do órgão regulador ou do órgão autorregulador.

3.5 A REGULAÇÃO ATRAVÉS DE INSTRUÇÕES NORMATIVAS

Primordialmente, deve-se ressaltar que a edição de instruções normativas, é o principal modo pela qual a CVM regula o mercado de capitais, em especial diante a sua publicidade, e a segurança jurídica que a edição de normas gerais e abstratas gera.

Neste esteio, a competência da CVM para editar as suas instruções normativas, está expressamente prevista na Lei 6.385/76 em seu artigo 21A, conforme segue¹⁰⁴:

Art. 21-A. A Comissão de Valores Mobiliários poderá expedir normas aplicáveis à natureza das informações mínimas e à periodicidade de sua apresentação por qualquer pessoa que tenha acesso a informação relevante.

Deste modo, interpretando o artigo 8º da Lei supramencionada¹⁰⁵, a própria CVM promulgou deliberação, em que decidiu que as matérias de competência regulamentar desta agência, previstas expressamente na legislação federal, seriam regulamentadas por meio de instruções normativas¹⁰⁶.

Para tal, cumpre analisar a natureza jurídica das instruções normativas, que para o Supremo Tribunal Federal, “as instruções normativas são provimentos executivos cuja normatividade está diretamente subordinada aos atos de natureza primária, como as leis e as medidas provisórias”. Assim, pode-se concluir que as instruções normativas possuem caráter secundário, devendo agir enquanto normas complementares dos

¹⁰⁴ BRASIL. **Lei 6.385**, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 21 de Set. de 2019.

¹⁰⁵ *Ibidem*.

¹⁰⁶ BRASIL. **Deliberação nº 1** da Comissão de Valores Mobiliários, de 23 de Fevereiro de 1978. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0001/deli001.html> >. Acesso em: 16 de Nov. de 2019.

atos de natureza primária, à exemplo das leis, possuindo um vínculo de acessoriedade e de dependência com estes¹⁰⁷.

Assim, demonstra-se clarividente que as instruções normativas editadas pela CVM constituem um meio pela qual a agência reguladora mencionada pode regulamentar o mercado de capitais.

¹⁰⁷ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Ação Direta de Inconstitucionalidade** nº 531/DF. Recorrente: Partido dos Trabalhadores. Recorrido: Diretor do Departamento da Receita Federal. Relator: Ministro Celso de Mello. Julgado em: 11 de Dezembro de 1991. Disponível em: < <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=363404> >. Acesso em: 05 de Nov. de 2019.

4 AS TRANSAÇÕES DE ALTA FREQUÊNCIA, O *SPOOFING* E O *LAYERING*, E A NECESSIDADE DE REGULAÇÃO

Ultrapassadas as questões atinentes à competência e função regulamentadora dos órgãos do mercado de capitais, cinge-se a análise das transações de alta frequência e o seu funcionamento, além de como as mesmas são utilizadas para auferir lucro pelos investidores, seus eventuais benefícios ou malefícios à manutenção de um mercado de capitais saudável.

Nesse sentido, será analisado também as práticas de manipulação de mercado, em especial o *spoofing* e o *layering*, o seu conceito, surgimento e as regulamentações criadas acerca do tema, bem como as soluções que foram adotadas pela CVM e pela BSM para reprimir a ocorrência destes ilícitos.

Ademais, há de se promover a reflexão do modo como estes órgãos encaram e enquadram normativamente as referidas práticas, analisando alguns dos casos brasileiros surgidos de *spoofing* e *layering* até o momento, ressaltando, especialmente, a constante matéria de defesa dos acusados, referente à alegação de erro de proibição, principal tese de defesa trazida pelos acusados de manipular o mercado para excluir sua culpabilidade sobre o possível ilícito praticado.

Ao final, cumpre analisar, mediante balizas regulatórias, se há necessidade ou utilidade de regulação específica acerca da vedação à prática de *spoofing* ou *layering* no Mercado de Capitais brasileiro.

4.1 A UTILIZAÇÃO DO HFT PARA AUFERIR GANHOS E O SEU SURGIMENTO

Desde que em meados de 2009, o Brasil abandonou a modalidade de pregão por meio de viva-voz para o mercado de capitais, e as bolsas passaram a adotar o meio exclusivamente eletrônico¹⁰⁸, as estratégias de negociação puderam ser realizadas por meio de programas de computador, utilizando a lógica e algoritmos desenvolvidos,

¹⁰⁸ ARAGÃO, Marianna. **BM&F se despede do pregão viva-voz**. O Estado de S. Paulo, 20 jun. 2009. Disponível em: < <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bmf-se-despede-do-pregao-viva-voz,390521>>. Acesso em: 17 de Nov. de 2019.

para que fossem realizadas ofertas, atualizações e cancelamentos de operações com ações automaticamente¹⁰⁹.

A primazia das negociações eletrônicas no Mercado de Capitais trouxe à tona diversos outros fatores que são importantes à efetivação de negócios, que não representavam variáveis capazes de influenciar as negociações presenciais e que tornaram-se extremamente importante para a realização de operações de curto prazo.

Sendo assim, fatores como a velocidade da conexão de internet com o servidor da bolsa de valores, estabilidade de conexão com a corretora que executará as ordens e até mesmo computadores que funcionam rapidamente tornam-se fatores que podem decidir se um investidor terá lucro ou prejuízo em determinada operação.

Por tal razão, diversos operadores passaram a se utilizar de operações eletrônicas realizadas de modo extremamente rápido e operar no Mercado de Capitais por meio de algoritmos desenvolvidos e programas de computador, no intuito de auferir lucros com as variações de curto prazo do mercado.

Tais operadores, no conceito da SEC, são denominados HFTs. Para a referida agência, os HFTS são agências de investimento com sistemas altamente desenvolvidos e de alta velocidade, que monitoram dados de mercado e que realizam grandes quantidades de ordens ao mercado, com base em estratégias de negociação que utilizam métodos quantitativos e algorítmicos¹¹⁰.

Neste sentido, são utilizados diversos mecanismos para que os operadores que se utilizam do HFT diminuam ainda mais o tempo que é necessário para a realização de uma operação. Para tal, são utilizados computadores de altíssima geração, além de programas sofisticados para realização das ordens, serviços que diminuam a latência de rede, ou seja, a demora entre o envio e o recebimento da ordem, entre o computador que está executando a ordem, e o sistema da bolsa de valores que recebe a ordem, dentre outros.

A própria B3 vêm buscando a maximização das conexões e da velocidade com que as operações são realizadas. Por tal modo, desde 2008 a B3 vêm aprimorando seus

¹⁰⁹ COSTA, Isac Silveira da. **High Frequency Trading (HFT) em Câmara Lenta: Compreender para regular**. 2018. Dissertação (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – Escola de Direito de São Paulo – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, p. 18.

¹¹⁰ SEC, *COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION. Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010 (Sep 30th 2010)*. Washington, 2010. Disponível em: < <https://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf> >. Acesso em: 10 de Nov. de 2019.

sistemas de conexão, sendo desenvolvida a sistemática do *Direct Market Access* (DMA) para a diminuição do tempo necessário para realização de uma operação¹¹¹.

No DMA inicialmente desenvolvido, chamado atualmente de DMA1, as ofertas realizadas pelo investidor são enviadas à estrutura física de uma corretora, que as encaminha para o servidor da bolsa de valores, sendo necessário que a ordem passe por dois sistemas.

Desde então, a B3 desenvolveu ainda mais seu sistema de negociações, criando novas soluções para os investidores, como o DMA2¹¹², onde os investidores, apesar de utilizarem de um sistema tecnológico da corretora, têm suas ordens diretamente enviadas ao servidor da B3, sem a necessidade de passar pelo sistema da corretora, o DMA3¹¹³, onde os investidores sequer utilizam o sistema tecnológico da corretora, possuindo conexão direta com o sistema da B3.

Por fim, o sistema de negociações mais avançado que existe até o momento na B3, chamado de *co-location* ou DMA4¹¹⁴, onde o investidor gera sua ordem em um espaço físico previamente instalado na própria B3, aumentando ao máximo a velocidade de sua conexão, posto que as ordens serão geradas diretamente no sistema físico e tecnológico da B3.

Para auferir lucro, as transações de alta frequência buscam capturar oportunidades de valorização e desvalorização de um determinado ativo em curtíssimo prazo, enviando aos sistemas de negociação das bolsas de valores operações com ações em velocidades que seriam impossíveis para um ser humano comum, já que as ordens dos HFTS são operadas em milissegundos¹¹⁵.

O tema dos HFTS fora trazido à voga principalmente após a desvalorização histórica de cerca de 300 ações negociadas na bolsa americana, que em um intervalo de 20 minutos, caíram abruptamente, cerca de 60% a menos que o valor em que as ações

¹¹¹ B3. **Ofício Circular n.º. 021/2008-DP**, de 08 de Julho de 2008. Disponível em: < http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/boletim1/bd_manual/DMA.asp >. Acesso em: 13 de Jun. de 2020.

¹¹² B3. **Ofício Circular n.º. 030/2010-DP**, de 09 de Agosto de 2010. Disponível em: < http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/boletim1/bd_manual/DMA.asp >. Acesso em: 13 de Jun. de 2020.

¹¹³ *Ibidem*.

¹¹⁴ *Ibidem*.

¹¹⁵ COSTA, Isac Silveira da. **High Frequency Trading (HFT) em Câmara Lenta: Compreender para regular**. 2018. Dissertação (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – Escola de Direito de São Paulo – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, p. 18.

eram cotadas. Tal ocorrido ficou mundialmente conhecido como *Flash Crash*, e seus reflexos geraram quedas em boa parte das bolsas mundiais, incluindo-se a Bolsa de Valores brasileira¹¹⁶.

Buscando compreender as razões que deram ensejo ao *Flash Crash*, os órgãos reguladores da bolsa de valores americana conduziram investigações, concluindo que a atuação dos HFTs não deu causa, mas potencializou os efeitos devastadores do *Flash Crash*¹¹⁷.

O relatório divulgado pela SEC fora inconclusivo acerca do que levou a volatilidade extrema no *Flash Crash*. Não houve punição a qualquer investidor, ou responsabilização, pelos fatos ocorridos no *Flash Crash*.

Entretanto, deve-se notar que a negociação algorítmica não foi tão somente protagonista do desastre que o *Flash Crash* causou a economia mundial. Isto porque, consoante estudo conduzido nos Estados Unidos, a negociação algorítmica contribuiu para a redução nos custos de negociação, que são os custos incorridos pelo investidor para comprar ou vender um ativo, considerando que estes diminuíram o *spread*, que é a diferença entre o preço de compra e o preço de venda de uma ação, e o tempo gasto para a execução de ofertas, bem como, que estes facilitaram a eficiência informacional dos preços de valores mobiliários.¹¹⁸

Não obstante, cabe salientar que em 2010, a própria B3 instituiu regime diferenciado de tarifação dos emolumentos e taxa de registro cobradas para os operadores de alta frequência, buscando com que estes investidores investissem nos mercados administrados pela bolsa brasileira¹¹⁹, considerando os efeitos positivos que os investidores que operam através das transações de alta frequência trazem à liquidez da bolsa.

¹¹⁶ BARBOSA, Rodolfo. **Após susto, Ibovespa contém baixa mas ainda perde 2,3%**. G1 Economia e Negócios. Disponível em: < <http://g1.globo.com/economia-e-negocios/noticia/2010/05/apos-susto-ibovespa-contem-baixa-mas-ainda-perde-23-3.html> >. Acesso em: 15 Nov. de 2019.

¹¹⁷ SEC, COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION. **Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010 (Sep 30th 2010)**. Washington, 2010. Disponível em: < <https://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf> >. Acesso em: 10 de Nov. de 2019.

¹¹⁸ HENDERSHOTT, Terrence; JONES, Charles M.; MENKVELD, Albert J. **Does Algorithmic Trading Improve Liquidity?** *The Journal of Finance*, v. 66, n. 1, Feb. 2011. Disponível em: < <http://faculty.haas.berkeley.edu/hender/algo.pdf> >. Acesso em: 08 de Nov. de 2019.

¹¹⁹ BM&FBOVESPA. **Glossário de Serviços e Tarifas**. Disponível em: < http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/tarifas/listados-a-vista-e-derivativos/tarifas-de-programa-hft/ >. Acesso em: 18 de Nov. 2019.

Ressalta-se que o crescimento dos HFTs no Brasil deu-se em uma velocidade extremamente elevada. Nesse sentido, a CVM, em 2015, publicou relatório anual em que fora demonstrado que os HFTs, no mês de dezembro de 2010, representavam tão somente 0,57% (zero virgula cinquenta e sete por cento) do volume financeiro negociado e 2,51% (dois virgula cinquenta e um por cento) do número de negócios realizados por meio da *co-location* na B3¹²⁰.

Quatro anos depois, no mês de dezembro de 2014, o percentual de representação de HFTs no volume financeiro negociado foi multiplicado em vinte e quatro vezes, passando a representar 13,79% (treze virgula setenta e nove por cento) do volume financeiro, e, em número de negócios, o percentual foi multiplicado dezoito vezes, passando os HFTs a representarem 45,75% (quarenta e cinco virgula setenta e cinco por cento) do número de negócios realizados por meio do *co-location*¹²¹.

Em contraponto ao exposto, insta consignar que, embora os HFTs tenham impactos positivos em um mercado acionário, deixar a prática sem a regulamentação necessária, poderá fazer com que, em hipóteses de mau funcionamento destes algoritmos usados pelos HFTs, seja possível a ocorrência de prejuízos milionários em questão de minutos, como no *Flash Crash* americano¹²², de modo que faz-se necessário uma regulamentação específica da CVM acerca destas transações.

Assim, faz-se necessário compreender que as transações de alta frequência são utilizadas para que o investidor se aproveite das variações de curto prazo do mercado no intuito de auferir lucro e estão em período de maturação e crescimento, em especial no mercado brasileiro, e que estas não possuem somente malefícios ao mercado de capitais, apesar de sua influência em eventos desastrosos ocorridos nas mais diversas bolsas de valores.

Importa ressaltar que, tal tipo de investimento encontra-se em uma crescente no Brasil, razão pela qual sua regulamentação torna-se ainda mais relevante.

¹²⁰ CVM. **Relatório Anual 2014.** Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/publicacao/relatorio_anual.html >. Acesso em: 10 Nov. de 2019.

¹²¹ *Ibidem.*

¹²² COSTA, Isac Silveira da. **HIGH FREQUENCY TRADING (HFT) EM CÂMERA LENTA: COMPREENDER PARA REGULAR.** Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, p. 132.

4.2 O CONCEITO DE SPOOFING

Inicialmente, imperioso ressaltar que o vocábulo *spoofing* advém da língua inglesa, e pode significar, dentre outras semânticas possíveis, imitar ou enganar¹²³.

Nos Estados Unidos, a primeira regulamentação sobre o tema adveio através do *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, legislação federal que emendou o *Commodity Exchange Act* e surgiu após a crise financeira norte-americana ocorrida em 2008, visando a estabilidade do mercado financeiro e das bolsas de valores¹²⁴, além da proteção de consumidores e investidores do mercado financeiro, objetivo semelhante àquele que levou ao surgimento da CVM.

Neste sentido, o entendimento da legislação americana, através do *Commodity Exchange Act*, que fora emendado pelo *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, é que a prática de *spoofing* no mercado de capitais está intimamente ligada ao conceito de blefe.

Para os americanos, conforme definido no *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, o *spoofing* consiste na prática de ofertar preços para comprar ou vender ações, com o intuito de cancelar a oferta¹²⁵, antes que esta possa ser executada, gerando uma falsa impressão de demanda para os demais agentes do mercado¹²⁶.

A regulamentação trazida no texto normativo americano, entendeu que o *spoofing* é uma prática disruptiva, que consiste na realização de ofertas de compra ou no oferecimento de ativos por intermédio de ordens de venda com a intenção de cancelar a ordem antes de sua execução¹²⁷.

¹²³ MICHAELIS. Moderno Dicionário Inglês. Disponível em: < <https://michaelis.uol.com.br/moderno-ingles/busca/ingles-portugues-moderno/Spoof/> >. Acesso em: 10 de Nov. de 2019.

¹²⁴ ALMEIDA, Leonardo Soares Francisco de; NETO, Julio Vieira; ABUNAHMAN, José Geraldo; NASCIMENTO, Francisco Marcelo Garritano Barone do. **Um estudo documental sobre a Lei Dodd Frank: Fraudes e Aspectos Contábeis**. Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade, v. 5, n°. 19. São Paulo, 2017, p. 62

¹²⁵ ESTADOS UNIDOS. **DODD-FRANK WALL STREET REFORM AND CONSUMER PROTECTION ACT**. Disponível em: < <https://www.govinfo.gov/content/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf> >. Acesso em: 20 de Jun. de 2020.

¹²⁶ ESTADOS UNIDOS. **COMMODITY EXCHANGE ACT**. Disponível em: < <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/7/chapter-1> >. Acesso em: 18 de Nov. de 2019.

¹²⁷ ESTADOS UNIDOS. **DODD-FRANK WALL STREET REFORM AND CONSUMER PROTECTION ACT**. Disponível em: < <https://www.govinfo.gov/content/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf> >. Acesso em: 20 de Jun. de 2020.

Cabe destacar, no entanto, que a regulação trazida na legislação americana, além de possuir uma redação extremamente vaga, não especifica a finalidade pretendida pelos infratores e nem detalha o que o *spoofing* causa no comportamento do livro de negócios do ativo.

Em caminhos semelhantes, porém, de modo muito mais abrangente e específico, a BSM define a prática de *spoofing* como¹²⁸:

Prática abusiva que cria liquidez artificial com ofertas de tamanho fora do padrão do livro de ofertas com o objetivo de influenciar investidores a superar a oferta artificial e gerar negócios do lado oposto do livro. Em ambos os casos, após a realização de negócios bem sucedidos pelo manipulador, a liquidez artificial na forma de oferta fora do padrão é cancelada.

Urge realçar, neste ponto, que a própria BSM considera a problemática do *spoofing* e *layering* uma questão que encontra-se sob a sua alçada, na medida em que conforme já ressaltado esta deve atuar enquanto fiscal do Mercado de Capitais, de modo que disponibilizou, em seu sítio eletrônico na rede mundial de computadores, sua rotina de compartilhamento em que detalha como são realizados alertas de eventual prática *spoofing* e *layering* para as companhias que desejarem serem alertadas¹²⁹.

Noutro giro, verifica-se que a prática do *spoofing*, é realizada através da realização de ofertas com quantidades desproporcionais ao cotidiano da sociedade de compra ou venda de ações, gerando a expectativa nos demais investidores de que há um grande investidor disposto a negociar uma grande quantidade de valores, promovendo uma falsa liquidez nos ativos daquela sociedade¹³⁰.

Os lotes de compra ou venda expressivos realizados pelo infrator causam a impressão para os demais investidores, que estes devem reajustar seu preço para que suas ordens sejam executadas.

¹²⁸ SUPERVISÃO DE MERCADO, BSM. **Monitoração de ofertas – Spoofing e Layering Workshop sobre Monitoração de Práticas Abusivas de Ofertas, de Prevenção à Lavagem de Dinheiro e de Controles Internos de Suitability.** Disponível em: < http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/noticias/Monitoraca_Ofertas.pdf >. Acesso em: 07 de Nov. de 2019.

¹²⁹ SUPERVISÃO DE MERCADO, BSM. **BSM Supervisão de Mercados.** Disponível em: < <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/Rotina-Layering-Spoofing.pdf> >. Acesso em: 18 de Nov. de 2019.

¹³⁰ COSTA, Isac Silveira da. **HIGH FREQUENCY TRADING (HFT) EM CÂMERA LENTA: COMPREENDER PARA REGULAR.** Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, p. 215-216.

Caso a ordem do *spoofing* seja uma ordem artificial de compra, isso induz os demais investidores a elevar o preço que estes estão dispostos à pagar por uma ação daquela companhia.

Caso a ordem do *spoofing* seja uma ordem artificial de venda, isso induz os demais investidores a reduzirem o preço que estes estão dispostos à vender a ação daquela companhia, na medida que gera a expectativa que, caso estes não reduzam o preço, sua ordem não será executada por força do número artificial de agentes vendendo aquele ativo.

Portanto, após induzir a elevação ou diminuição artificial do preço de um determinado ativo, o praticante do *spoofing* pode assim comprar ou vender o ativo desejado, com um preço menor ou maior que o anterior à prática da manipulação artificial de preço, gerando lucros para o mesmo.

Assim, pode-se consignar que o *spoofing* é uma estratégia que visa criar induções de comportamento nos demais investidores, que promovam a alteração do valor que o ativo estava sendo negociado, de modo que o praticante do *spoofing*, após a obtenção do efeito que este desejava, obtenha lucros com a variação do preço de modo artificial¹³¹.

Para que as operações de compra ou venda de ativos com o preço artificiais não sejam efetivadas, gerando prejuízos àquele que pratica o *spoofing*, faz-se necessário que o infrator se utilize das transações de alta frequência, em um contexto de negociações eletrônicas, cancelando e alterando as ordens por meio de supercomputadores em questão de poucos segundos, de modo que não sejam realizados negócios, para que o praticante não sofra com prejuízos induzindo a alteração artificial do preço do ativo.

O primeiro caso de *spoofing* julgado pelos Estados Unidos foi o caso de Michael Coscia, ocorrido em 2016, em que o acusado fora condenado a três anos de prisão, baseando-se em diversas imputações, dentre elas, a prática de *spoofing* no mercado de capitais¹³².

¹³¹ BARBOSA, Tomás Centurione Leme. ***Spoofing e Layering: manipulação de mercado por meio de negociação de alta frequência***. 2019. Monografia (Pós graduação *latu sensu* em Direito) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, p. 21-22.

¹³² TROTTER, Greg. ***Trader Michael Coscia 1st in nation to be sentenced under 'anti spoofing' law***. Disponível em: < <https://www.chicagotribune.com/business/ct-spoofing-trial-sentencing-0714-biz-20160713-story.html> >. Acesso em: 20 de Jun. de 2020.

A título ilustrativo, em uma oportunidade narrada no julgamento do caso de Michael Coscia, o mesmo pretendia vender cinco contratos de futuros de cobre pelo preço de 32755 pontos¹³³, o que naquele momento era um valor mais alto do que o contrato estava sendo negociado. Por tal razão, Coscia lançou grandes ordens de compra com preços crescentes indo de 32740 pontos até 32750 pontos, o que induziu a movimentação do mercado e permitiu ao mesmo que vendesse seus contratos no preço desejado, e cancelasse suas ordens de compra¹³⁴.

Logo após vender seus contratos, Coscia passou a atuar no outro polo da negociação, agora em busca da compra de cinco contratos de futuro de cobre, pelo preço desejado de 32750 pontos, preço inferior ao preço em que ele vendeu seus cinco contratos, e inferior à cotação do contrato no momento, que estava em 32770 pontos.

Utilizando a mesma lógica descrita acima, o manipulador inseriu grandes ordens de venda em 32770 pontos, e em 32765 pontos, o que desequilibrou a regra da oferta e demanda, e criou a ilusão no mercado de uma tendência de queda nos preços do contrato.

Toda a manipulação no preço de compra e de venda acima relatadas foram realizadas por programas de computador que utilizavam algoritmos e negociações de alta frequência, e tiveram sua duração total inferior a dois terços de um segundo, sendo utilizada repetidas vezes, levando Coscia a auferir um lucro de aproximadamente um milhão e quatrocentos mil dólares¹³⁵.

Considerando a velocidade de transações que é necessária para realizar manipulações de mercado, é possível questionar se o *spoofing* estaria adstrito somente àqueles que são HFTs, sendo impossível ao investidor que realiza transações manuais. Entretanto, o caso do investidor Igor Oystacher prova que a divagação anteriormente realizada não é verdade.

Oystacher, ao invés de criar um algoritmo por intermédio de HFTs para decidir quando negociar, ou no intuito de automatizar o envio de transações, passou a utilizar-se de

¹³³ Determinados contratos de futuros de mercadorias nos Estados Unidos, são negociados através do sistema de pontos. Cada contrato tem sua taxa de conversão de pontos em dólares, que usualmente não é um para um. No caso do contrato futuro de cobre, um ponto equivale a 25.000 (vinte e cinco mil) dólares.

¹³⁴ ALEXANDER, Carol; CUMMING, Douglas. ***Corruption and Fraud in Financial Markets: Malpractice, Misconduct and Manipulation***, Editora Wiley, 2020, Cornwall, Reino Unido, p. 299-300.

¹³⁵ ALEXANDER, Carol; CUMMING, Douglas. ***Corruption and Fraud in Financial Markets: Malpractice, Misconduct and Manipulation***. Editora Wiley, 2020, Cornwall, Reino Unido, p. 299-300.

outros mecanismos que possibilitavam transações em velocidade rápida. Sendo assim, programou o mouse de seu computador para o envio de lotes grandes ou pequenos de ofertas, e programou um *software* para modificar as quantidades dos lotes inseridos à mercado, de modo que seu padrão de negociação não pudesse ser identificado pelos demais investidores do mercado¹³⁶.

Em que pese não tenha sido identificado o montante de lucro apurado por Oystacher com suas negociações fraudulentas, ao ser acusado da prática de *spoofing*, este acabou celebrando um acordo com a *Commodity Futures Trading Commission*¹³⁷, no valor de dois milhões e meio de dólares¹³⁸.

Portanto, vê-se que o *spoofing* constitui-se enquanto uma modalidade de manipulação de mercado que causa o aumento ou diminuição artificial do preço de uma ação, através da indução de comportamento nos demais investidores, por intermédio de uma ordem de compra ou venda com lote expressivo, e obtendo lucro através das condições artificiais geradas nas ações negociadas, em transações que ocorrem de modo extremamente rápido, seja por intermédio de HFTs, ou de outras ferramentas que auxiliam na velocidade da negociação.

4.3 O CONCEITO DE LAYERING

Com relação ao *layering*, este corresponde à inserção de diversas ofertas pelo manipulador, seja de compra ou de venda de ações, com preços melhores do que os preços praticados no mercado naquele momento, criando uma falsa aparência de que os níveis de oferta e demanda do ativo estão alterando.

Faz-se necessário mencionar primordialmente, que não há legislação americana acerca do tema, já que para estes, o *layering* corresponde a uma modalidade de

¹³⁶ COSTA, Isac Silveira da. **High Frequency Trading (HFT) em Câmara Lenta: Compreender para regular**. 2018. Dissertação (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – Escola de Direito de São Paulo – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, p. 233.

¹³⁷ Agência reguladora americana que regula os mercados de futuros, *commodities* e opções nas bolsas de valores dos Estados Unidos.

¹³⁸ *COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION – CFTC. Federal Court Orders Chicago Trader Igor B. Oystacher and 3Red Trading LLC to Pay \$2.5 Million Penalty for Spoofing and Employment of a Manipulative and Deceptive Device, while Trading Futures Contracts on Multiple Futures Exchanges*. Press Release: 7504-16. Washington, 20 Dec. 2016b. Disponível em: < <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/7504-16> >. Acesso em: 24 de Jun. de 2020.

spoofing. Assim sendo, utiliza-se nos Estados Unidos, para o *layering*, o mesmo enquadramento normativo dado ao *spoofing*¹³⁹.

Com a alteração nos preços de modo artificial, o manipulador pretende fazer com que os demais investidores, pressionados por este preço ilusório, modifiquem o valor da cotação dos ativos, podendo o manipulador comprar ou vender ações em condições mais favoráveis após a alteração dos preços em que demais investidores estavam cotados, favorecendo-se o praticante do *layering* do preço manipulado artificialmente¹⁴⁰.

Neste escopo, a BSM no exercício de seu dever autorregulamentar define o *layering* como “prática abusiva que cria liquidez artificial no livro do ativo via camadas de ofertas em níveis sucessivos de preços com o objetivo de influenciar investidores a superar a barreira criada pela camada e gerar negócios do lado oposto do livro”¹⁴¹.

A CVM adota um conceito parecido, inserindo que o *layering* atrai os demais investidores à modificar seus preços, com base em uma pressão compradora ou vendedora¹⁴².

Ultrapassadas estas questões, cumpre remeter ao significado da palavra *layer*, que, dentre as possíveis definições semânticas, tem como mais adequada ao caso, a tradução da palavra *layer* para o sentido de camada ou estrato¹⁴³.

Assim, utilizando a tradução supramencionada, pode-se dizer que prática de *layering* se difere da prática do *spoofing*, porque a falsa liquidez criada pelo *layering*, está

¹³⁹ SEC. *Administrative Proceeding* No. 3-15046. Julgado em 25 de Setembro de 2012. Disponível em: < <https://www.sec.gov/litigation/admin/2012/34-67924.pdf> >. Acesso em: 21 de Jun. de 2020.

¹⁴⁰ BARBOSA, Tomás Centurione Leme. ***Spoofing e Layering: manipulação de mercado por meio de negociação de alta frequência***. 2019. Monografia (Pós graduação *latu sensu* em Direito) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, p. 25.

¹⁴¹ SUPERVISÃO DE MERCADO, BSM. **Monitoração de ofertas – Spoofing e Layering Workshop sobre Monitoração de Práticas Abusivas de Ofertas, de Prevenção à Lavagem de Dinheiro e de Controles Internos de Suitability**. Disponível em: < http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/noticias/Monitoraca_Ofertas.pdf >. Acesso em: 07 de Nov. de 2019.

¹⁴² CVM. Processo Administrativo Sancionador nº SEI 19957.007543/2019-03. Julgado em: 02 de Junho de 2020. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20200602_PAS_CVM_SEI_19957_007543_2019_03_voto_diretor_relator_Gustavo_Gonzalez.pdf >. Acesso em: 23 de Jun. de 2020.

¹⁴³ MICHAELIS. *Moderno Dicionário Inglês*. Disponível em: < <https://michaelis.uol.com.br/moderno-ingles/busca/ingles-portugues-moderno/Layer/> >. Acesso em: 10 de Nov. de 2019.

lastreada na criação de camadas de múltiplas ofertas em níveis sucessivos de preço, para gerar a manipulação artificial nos preços¹⁴⁴.

Como caso relevante de *layering* nos Estados Unidos, há de se ressaltar o caso da sociedade limitada *Hold Brothers On-Line Investment Services*, julgado pela SEC. A *Hold Brothers On-Line Investment Services* atuava na qualidade de corretora e possibilitava que diversos operadores de mercado, que não estavam localizados nos Estados Unidos, pudessem realizar suas operações nas bolsas de valores americanas.

Neste caso em si, a *Hold Brothers On-Line Investment Services* não realizava as operações de manipulação de mercado, porém, a SEC considerou que a mesma fora negligente e falhou na supervisão das operações que eram negociadas em sua corretora, razão pela qual fora condenada pelas manipulações de mercado¹⁴⁵.

Por diversos elementos constantes no caso, fora demonstrado que a *Hold Brothers On-Line Investment Services* tinha conhecimento das estratégias utilizadas pelos operadores que manipulavam o mercado em sua corretora, no entanto, nada fez para evitar tais operações.

Como exemplo, no caso julgado é narrado uma negociação ilustrativa, de um dos operadores que negociava por meio da *Hold Brothers On-Line Investment Services*, onde o mesmo teria manipulado as ações da sociedade W. W. Grainger, Inc., cujo negócio é no ramo de suprimentos industriais, e é negociada na bolsa de valores americana *New York Stock Exchange*, sob o *ticker*¹⁴⁶ GWW¹⁴⁷.

Às 11:08:55.152 (onze horas, oito minutos, cinquenta e cinco segundos e cento e cinquenta e dois milésimos de segundo) da manhã do dia narrado, o operador colocou em negociação uma ordem de venda de mil ações da W. W. Grainger, Inc. no preço de USD 101.34 (cento e um dólares e trinta e quatro centavos). Naquele momento, as

¹⁴⁴ COSTA, Isac Silveira da. **HIGH FREQUENCY TRADING (HFT) EM CÂMERA LENTA: COMPREENDER PARA REGULAR**. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, p. 222.

¹⁴⁵ SEC. *Administrative Proceeding* No. 3-15046. Julgado em 25 de Setembro de 2012. Disponível em: < <https://www.sec.gov/litigation/admin/2012/34-67924.pdf> >. Acesso em: 21 de Jun. de 2020.

¹⁴⁶ No mercado, o código utilizado na bolsa de valores para identificar um ativo negociado é denominado *Ticker*. Por exemplo, acaso se pretenda realizar operações com as ações preferenciais da Petróleo Brasileiro S.A na B3, o *ticker* a ser utilizado é “PETR4”.

¹⁴⁷ SEC. *Administrative Proceeding* No. 3-15046. Julgado em 25 de Setembro de 2012. Disponível em: < <https://www.sec.gov/litigation/admin/2012/34-67924.pdf> >. Acesso em: 21 de Jun. de 2020.

ações da empresa anteriormente mencionada, estavam sendo cotadas à USD 101.27 (cento e um dólares e vinte e sete centavos)¹⁴⁸.

Sendo assim, o operador colocou sete ordens de compra de duas mil e seiscentas ações da W. W. Grainger, Inc, em preços que cresciam um centavo por ordem de USD 101.27 (cento e um dólares e vinte e sete centavos), até USD 101.33 (cento e um dólares e trinta e três centavos), o que movimentou o mercado, através da falsa liquidez promovida, a executar a ordem de venda do manipulador de mil ações a USD 101.34 (cento e um dólares e trinta e quatro centavos), às 11:08:55.932 (onze horas, oito minutos, cinquenta e cinco segundos e novecentos e trinta e dois milésimos de segundo), somente 780 (setecentos e oitenta) milésimos de segundo após o início da operação¹⁴⁹.

Depois de cinquenta e nove milésimos de segundo após a venda das mil ações realizada pelo infrator, todas as ordens de compra que o mesmo havia lançado para o mercado foram canceladas.

Apesar da falsa impressão de que o lucro obtido na operação narrada acima seja irrisório, a realização de sucessivas operações com o mesmo padrão operacional, levou aos dois principais grupos de operadores investigados no caso *Hold Brothers On-Line Investment Services*, a obterem aproximadamente USD 1.8 (um ponto oito) milhões no período investigado pela SEC¹⁵⁰.

O valor obtido a título de lucro no caso acima narrado, sequer chega perto de ser comparado a casos mais expressivos de *spoofing*. No caso do investidor Navinder Singh Sarao, que praticou tanto o *spoofing*, quanto o *layering*, e foi apontado como um dos principais potencializadores dos efeitos nocivos do *flash crash*¹⁵¹, o montante teria sido da ordem de doze milhões e oitocentos mil dólares¹⁵².

¹⁴⁸ *Ibidem*.

¹⁴⁹ *Ibidem*.

¹⁵⁰ *Ibidem*.

¹⁵¹ COSTA, Isac Silveira da. **High Frequency Trading (HFT) em Câmara Lenta: Compreender para regular**. 2018. Dissertação (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – Escola de Direito de São Paulo – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, p. 228.

¹⁵² UNITED STATES DEPARTMENT OF JUSTICE. U.S. Attorney's Office. **Northern District of Illinois. Futures Futures Trader Pleads Guilty to Illegally Manipulating the Futures Market in Connection With 2010 "Flash Crash"**. Press Release 16-1314, 09 Nov. 2016. Disponível em: < <https://www.justice.gov/opa/pr/futures-trader-pleads-guilty-illegally-manipulating-futures-market-connection-2010-flash> >. Acesso em: 24 de Jun. de 2020.

Neste sentido, vê-se que o *layering* é uma modalidade de manipulação de mercado que visa alterar as condições de liquidez presentes sobre determinado ativo, e, assim, influenciar os preços praticados pelos demais investidores, obtendo lucro com a referida manipulação, e que também se utiliza das transações de alta frequência para obter um sucesso maior na estratégia.

4.4 A PRÁTICA INTENCIONAL DO SPOOFING E DO LAYERING

Em que pese tenham sido trazidos os conceitos de *spoofing* e *layering*, demonstrando que nestas o manipulador sempre, ao final, busca o cancelamento das ações listadas, faz-se necessário ressaltar que para a configuração do *spoofing* ou *layering*, deve estar constituída a intenção de manipular o mercado, com o objetivo de causar danos a terceiros, ou auferir lucro¹⁵³.

Neste sentido, o próprio crime de manipulação de mercado, definido no Art. 27-C da Lei 6.385/76, exige que a finalidade dolosa de obter vantagem indevida ou lucro, ou de causar dano a terceiros para a sua configuração¹⁵⁴.

Assim, o cancelamento de ofertas colocadas em negociação no mercado de capitais não é vedado, sendo cediço que para a configuração, seja do *spoofing* ou do *layering*, devem estar presentes outras características especiais da oferta¹⁵⁵, que demonstrem que na situação fática, a pretensão do acusado era de manipular os preços de cotação das ações, e assim, auferir lucro ou causar dano a terceiros.

Deste modo, a existência de elementos isolados não são suficientes, seja para a caracterização do *spoofing*, ou do *layering*, sendo critério necessário para a configuração de um dos dois atos ilícitos no entendimento da BSM, responsável por

¹⁵³ BARBOSA, Tomás Centurione Leme. **Spoofing e Layering: manipulação de mercado por meio de negociação de alta frequência**. 2019. Monografia (Pós graduação *latu sensu* em Direito) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, p. 41.

¹⁵⁴ BRASIL. **Lei 6.385**, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 21 de Set. de 2019.

¹⁵⁵ CVM. Processo Administrativo Sancionador PAS RJ 2016/7192. Julgado em: 13 de março de 2018. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/menu/processos/consulta_andamento.html >. Acesso em: 15 de Nov. de 2019.

fiscalizar as operações de mercado, que o ciclo de condições especiais da oferta seja completo, e não que somente um dos elementos esteja presente¹⁵⁶.

Para analisar a existência de *spoofing*, a BSM institui como elementos indicadores da existência de irregularidades: Oferta muito superior ao tamanho médio de ações negociadas no mercado nos últimos três pregões que foram anteriores ao negócio investigado; Oferta que é, pelo menos, 1.8 (um ponto oito) vezes maior que a soma de todas as outras ofertas que estejam no mesmo lado da negociação do ativo; Oferta que permaneceu por menos de 10 (dez) segundos no livro de ativos da Sociedade¹⁵⁷.

No que tange ao *layering*, a BSM considera que são elementos indicadores da existência da manipulação de mercado: A existência de uma camada contendo no mínimo 4 (quatro) em uma mesma modalidade de operação, seja de compra ou de venda, com preços diferentes; A realização de negócios com o lado oposto às ofertas realizadas sob a forma de camada; O cancelamento de todas as ofertas manipuladoras após a conclusão dos negócios do manipulador¹⁵⁸.

Deste modo, para existir a prática do *spoofing* ou do *layering*, deve ser demonstrado, no caso concreto, o intuito de fraudar o mercado através das negociações, e os demais requisitos elencados pela BSM, que visem a criação de preços artificiais, não sendo condutas puníveis o cancelamento de ofertas de modo rápido, ou ainda, a negociação simultânea em lados opostos do livro de ativos de uma sociedade por um investidor.

¹⁵⁶ BSM – SUPERVISÃO DE MERCADOS. **Painel: Monitoração de ofertas – Spoofing e Layering Workshop sobre Monitoração de Práticas Abusivas de Ofertas, de Prevenção à Lavagem de Dinheiro e de Controles Internos de Suitability**. Disponível em: < http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/noticias/Monitoraca_Ofertas.pdf > . Acesso em: 21 de Out. de 2019.

¹⁵⁷ *Ibidem*.

¹⁵⁸ *Ibidem*.

4.5 A APARENTE DIVERGÊNCIA NA CARACTERIZAÇÃO DO *SPOOFING* PELA CVM E PELA BSM. OS CASOS BRASILEIROS DE *SPOOFING* E O ERRO DE PROIBIÇÃO

Para fins do cumprimento das finalidades contidas no Art. 4º, inciso V da Lei 6.385/76¹⁵⁹, a CVM por intermédio da competência reguladora que lhe fora derogada, exercendo a regulação por meio de Instruções Normativas gerais e abstratas, editou a Instrução Normativa nº. 8/1979¹⁶⁰, em que institui aos participantes do mercado de valores mobiliários seus conceitos a respeito de certos temas, a exemplo da criação de condições artificiais de demanda e/ou da manipulação de preços no mercado, possibilitando a aplicação de multas pela CVM, visando viabilizar a competência punitiva da Comissão, no que cerca esses temas.

Um dos primeiros casos acerca de *spoofing* no Brasil, fora tratado pela BSM através do processo administrativo sumário nº. 26/2016, em que o investidor Billy Cardoso, no entendimento da BSM na qualidade de órgão autorregulamentador da Bolsa de Valores brasileira, incorreu na prática de *spoofing*¹⁶¹.

No caso julgado pela BSM, o acusado negociou diversos contratos de índice bovespa¹⁶², negociados sob o *ticker* INDJ16.

Em uma das negociações detalhadas no processo administrativo, às 9:15:56.276 (nove horas quinze minutos cinquenta e seis segundos e duzentos e setenta e seis

¹⁵⁹ BRASIL. **Lei 6.385**, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 21 de Set. de 2019.

¹⁶⁰ BRASIL. **Instrução normativa nº. 8** da Comissão de Valores Mobiliários, de 08 de Outubro de 1979. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst008.html> >. Acesso em: 22 de Setembro de 2019.

¹⁶¹ BSM – Supervisão de Mercados. Processo Administrativo Sumário nº. 26/2016. São Paulo, 2016. Disponível em: < <https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2016-026-pad> >. Acesso em: 21 de Jun. de 2020.

¹⁶² Os contratos de índice são acordos negociados em bolsa de valores que preveem uma estimativa de valor para o índice Ibovespa em uma certa data de vencimento. O índice Bovespa é uma carteira teórica que contém diversos ativos negociados em bolsa, e sua composição é definida anualmente pela B3.

milésimos de segundo) o infrator colocou cinco contratos de índice à venda com o preço de 49.345 (quarenta e nove mil trezentos e quarenta e cinco) pontos. Logo após às 9:16:24.971 (nove horas dezesseis minutos e vinte e quatro segundos e novecentos e setenta e um), inseriu ordem de compra de 120 (cento e vinte) contratos de índice, pelo preço de 49.320 pontos¹⁶³.

O lote inserido pelo acusado, superava em cinco vezes o número de contratos da oferta mais expressiva que constava em negociação à aquele momento, e causou pressão nas negociações dos demais investidores, que aumentaram o preço de compra e possibilitaram a venda pretendida pelo acusado. Menos de dois segundos após a ordem de venda ser executada, o acusado cancelou integralmente a ordem de compra expressiva que tinha inserido no mercado¹⁶⁴.

Nos autos do processo, fora imputado ao acusado a geração de 781 (setecentos e oitenta e um) negócios fraudulentos como o narrado acima, tendo gerado à este um lucro total de R\$ 54.228,00 (cinquenta e quatro mil duzentos e vinte e oito reais). Por unanimidade dos votos, a BSM condenou o infrator ao pagamento de R\$ 108.456,00 (cento e oito mil quatrocentos e cinquenta e seis reais), equivalente ao dobro dos lucros obtidos por este com as operações¹⁶⁵.

Em sua defesa apresentada à BSM, o investidor alegou, dentre outros argumentos, o desconhecimento da expressão *spoofing* e de sua ilicitude, afirmando ainda que cessou a conduta, após ter sido informado por sua corretora à época de que as operações realizadas por este manipulavam o mercado¹⁶⁶.

Deve-se notar na análise deste processo administrativo, é que a BSM entendeu que a prática do *spoofing* enquadra-se enquanto hipótese em que o infrator cria condições artificiais de oferta e demanda, nos termos da alínea a do inciso II da instrução normativa número 8 da CVM¹⁶⁷.

¹⁶³ BSM – Supervisão de Mercados. Processo Administrativo Sumário n°. 26/2016. São Paulo, 2016. Disponível em: < <https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2016-026-pad> >. Acesso em: 21 de Jun. de 2020.

¹⁶⁴ *Ibidem*.

¹⁶⁵ *Ibidem*.

¹⁶⁶ *Ibidem*.

¹⁶⁷ BRASIL. **Instrução normativa n°. 8** da Comissão de Valores Mobiliários, de 08 de Outubro de 1979. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst008.html> >. Acesso em: 22 de Set. de 2019.

Entretanto, na análise pela CVM do caso do investidor Paiffer Management Ltda., em que o mesmo fora acusado e condenado pela CVM pela prática de *spoofing*, a mesma considerou que o *spoofing* deveria ser enquadrado enquanto hipótese de manipulação de preços, detalhado na alínea b do inciso II da instrução normativa número 8 da CVM¹⁶⁸, de modo diferente ao parâmetro utilizado pela BSM¹⁶⁹.

Em qualquer das hipóteses, a punição a ser aplicada será a mesma, não havendo diferenças significativas no enquadramento normativo utilizado. No entanto, torna-se importante mencionar que o entendimento mais adequado à hipótese da prática de *spoofing*, é que esta seria uma prática de manipulação de preços.

A principal motivação por trás desta maior adequação é que a finalidade que é pretendida pelos infratores é a alteração artificial dos preços, mesmo que para isso, estes precisem criar condições artificiais de oferta e demanda. Assim sendo, o enquadramento normativo mais adequado deve levar em consideração a intenção por trás do comportamento e não o mecanismo utilizado pelo infrator para atingir os fins pretendidos.

Novamente, torna-se importante salientar que uma das teses de defesa apresentadas pelo investidor dizia respeito à suposta ausência de orientação do mercado, através da BSM e da CVM acerca da ilicitude da conduta do *spoofing*, defendendo portanto a existência de um erro de proibição que afastava sua culpabilidade¹⁷⁰.

Diante da aparente divergência na caracterização do *spoofing*, torna-se oportuno destacar que a própria CVM, no julgamento do caso concreto acima relatado, indicou que a divergência interpretativa existente entre a BSM e a mesma não interfere no entendimento de que tais práticas violam a integridade do mercado de capitais e portanto, devem ser punidas¹⁷¹.

Para tanto, o professor Nelson Eizirik expôs seu entendimento, indicando que a norma da instrução normativa número 8 da CVM contém expressões imprecisas, podendo ser confundido o conceito de criação artificial de preços e de manipulação de mercado,

¹⁶⁸ BRASIL. **Instrução normativa n.º 8** da Comissão de Valores Mobiliários, de 08 de Outubro de 1979. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst008.html> >. Acesso em: 22 de Set. de 2019.

¹⁶⁹ CVM. Processo Administrativo Sancionador PAS RJ 2016/7192. Julgado em: 13 de Março de 2018. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/menu/processos/consulta_andamento.html >. Acesso em: 15 de Nov. de 2019.

¹⁷⁰ *Ibidem*.

¹⁷¹ *Ibidem*.

já que o intuito protetivo de ambas seria o mesmo, qual seja, o da proteção à transparência do mercado de capitais, e o respeito ao processo de formação de preços baseado na oferta e demanda do mercado¹⁷².

Sendo assim, a aparente divergência interpretativa existente entre a BSM e a CVM não causa qualquer prejuízo à configuração do *spoofing*, sendo decreto que a atuação tanto do órgão regulador, quanto do órgão autorregulamentador, deve buscar coibir e punir os infratores, que causarem danos ao mercado de capitais utilizando a prática do *spoofing*.

Todavia, deve-se notar que a temática do erro de proibição e do desconhecimento da ilicitude da conduta fora utilizada enquanto tese de defesa para os acusados dos dois casos acima relatados, demonstrando-se enquanto uma constante argumentação de defesa pelos acusados das práticas de *spoofing* no Brasil.

4.6 DA APARENTE DIVERGÊNCIA NA CARACTERIZAÇÃO DO *LAYERING* PELA CVM E PELA BSM. OS CASOS DE *LAYERING* NO BRASIL E O ERRO DE PROIBIÇÃO

Quanto ao *layering*, um dos principais casos julgados pela BSM tratou-se do processo administrativo ordinário número 32/2016, em que fora celebrado termo de compromisso pelos acusados, uma corretora e seu diretor, pelo fato de que os mesmos não coibiram a atuação de dois investidores que atuavam sob sua gestão. Sendo assim, a corretora e o seu diretor arcaram com multas pecuniárias de R\$ 100.000,00 (cem mil reais) e R\$ 50.000,00 (cinquenta mil reais), respectivamente¹⁷³.

Na análise do caso, a BSM, exercendo tanto sua competência de fiscal do mercado, quanto seu poder de autorregulamentação, definiu que o *layering* enquadrava-se enquanto modalidade de criação de condições artificiais de demanda, no mesmo

¹⁷² EIZIRIK, Nelson. GAAL, Adriana B. PARENTE, Flavia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais. Regime Jurídico**. 3ª Ed., Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2011, p. 547-548.

¹⁷³ BSM – Supervisão de Mercados. Processo Administrativo Sumário nº. 32/2016. São Paulo, 2016. Disponível em: < <https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhamentos-processos/parecer/2016-032-pad> >. Acesso em: 22 de Jun. de 2020.

enquadramento dado à prática de *spoofing*, com relação à instrução normativa número 8 da CVM¹⁷⁴.

No que toca ao primeiro caso de *layering* julgado pela CVM, este foi o caso do investidor acusado Heitor Viotti Dezan, que teria supostamente realizado operações de *layering* no período compreendido entre os anos de 2013 e 2017.

Neste caso, as corretoras em que o acusado realizava suas operações teriam o alertado acerca da falsa pressão compradora ou vendedora que este estava exercendo, e a possível configuração de manipulação de mercado que isto poderia ocasionar¹⁷⁵. Assim, em sua defesa apresentada, não houve qualquer alegação de erro de proibição, o que foi comum nos outros casos analisados neste trabalho monográfico.

Segundo negociação exemplificativa que demonstra as manipulações realizadas pelo investidor, no dia 28/02/2013 às 14:30:36.000 (quatorze horas trinta minutos e trinta e seis segundos), este inseriu seis ordens de compra de ações ordinárias da Triunfo Participações e Investimentos S.A, negociadas sob o *ticker* TPIS3, cujos preços de compra eram crescentes de R\$ 12,44 (doze reais e quarenta e quatro centavos) até R\$ 12,55 (doze reais e cinquenta e cinco centavos). Ao momento, a maior ordem de compra que constava no livro de ofertas do ativo era de R\$ 12,54 (doze reais e cinquenta e quatro centavos).

Menos de quatro segundos após a inserção das ordens compradoras, às 14:30:39.0000 (quatorze horas trinta minutos e trinta e nove segundos), o investidor realizou a venda de duzentas ações pelo preço de R\$ 12,56 (doze reais e cinquenta e seis centavos), com o preço inflado em dois centavos, decorrente da manipulação de preços praticada por este¹⁷⁶.

Quanto ao enquadramento normativo, a CVM entendeu novamente em sentido distinto ao atribuído pela BSM, indicando que em seu entendimento, a prática de

¹⁷⁴ BRASIL. **Instrução normativa n.º 8** da Comissão de Valores Mobiliários, de 08 de Outubro de 1979. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst008.html> >. Acesso em: 22 de Set. de 2019.

¹⁷⁵ CVM. Processo Administrativo Sancionador n.º SEI 19957.006019/2018-26. Julgado em: 01 de Outubro de 2019. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/menu/processos/consulta_andamento.html >. Acesso em: 23 de Jun. de 2020.

¹⁷⁶ *Ibidem*.

layering enquadra-se como hipótese de manipulação de preços e não de criação de condições artificiais de demanda¹⁷⁷.

No entanto, novamente a CVM ressaltou que a suposta divergência ocorrida no enquadramento normativo entre o órgão regulador e o órgão autorregulamentador não possui tanta relevância, na medida em que afirmou que no *spoofing* e no *layering*, o objetivo final seria a manipulação de preços, porém, este resultado final seria atingido através da criação de condições artificiais de demanda¹⁷⁸.

Em outros casos de *layering* julgados pela CVM no ano corrente, em que diferentemente do caso inaugural trazido acima, as corretoras não alertaram previamente o investidor acusado, a alegação de defesa referente ao erro de proibição, e a não ciência da ilicitude da conduta praticada pelos investidores foi uma constante. Nesse sentido, nos casos dos investidores Luis Eduardo Martins¹⁷⁹, Rafael Nassutti Papazian¹⁸⁰, Rodrigo Almeida Parreira¹⁸¹ e Upright Technologies Inc.¹⁸², uma das principais teses de defesa era o erro de proibição, conforme aduzido acima.

Em todos os casos anteriormente mencionados a alegação foi rechaçada pela CVM, e a todos os acusados fora aplicada multa pecuniária. Quanto aos acusados pessoa física, a CVM ainda determinou a comunicação do julgamento ao Ministério Público, com o intuito de apurar práticas criminosas.

¹⁷⁷ CVM. Processo Administrativo Sancionador n° SEI 19957.006019/2018-26. Julgado em: 01 de Outubro de 2019. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/menu/processos/consulta_andamento.html >. Acesso em: 23 de Jun. de 2020.

¹⁷⁸ CVM. Processo Administrativo Sancionador PAS RJ 2016/7192. Julgado em: 13 de Março de 2018. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/menu/processos/consulta_andamento.html >. Acesso em: 15 de Nov. de 2019.

¹⁷⁹ CVM. Processo Administrativo Sancionador n° SEI 19957.007543/2019-03. Julgado em: 02 de Junho de 2020. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20200602_PAS_CVM_SEI_19957_007543_2019_03_voto_diretor_relator_Gustavo_Gonzalez.pdf >. Acesso em: 23 de Jun. de 2020.

¹⁸⁰ CVM. Processo Administrativo Sancionador n° SEI 19957.000592/2019-15. Julgado em: 02 de Junho de 2020. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20200602_PAS_CVM_19957_000592_2019_15_voto_diretor_relator_Gustavo_Gonzalez.pdf >. Acesso em: 23 de Junho de 2020.

¹⁸¹ CVM. Processo Administrativo Sancionador n° SEI 19957.007809/2018-29. Julgado em: 02 de Junho de 2020. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20200602_PAS_CVM_19957_007809_2018_29_voto_diretor_relator_Gustavo_Gonzalez.pdf >. Acesso em: 23 de Jun. de 2020.

¹⁸² CVM. Processo Administrativo Sancionador n° SEI 19957.005452/2016-82. Julgado em: 02 de Junho de 2020. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20200602_PAS_CVM_SEI_19957_005452_2016_82_voto_diretor_relator_Gustavo_Gonzalez.pdf >. Acesso em: 23 de Jun. de 2020.

4.7 A NECESSIDADE DE REGULAÇÃO DOS HFTS EM VISTA A EVITAR O SPOOFING E LAYERING

Com relação ao Mercado de Capitais, pode-se dizer que o direito deve se imiscuir diretamente com o funcionamento adequado deste mercado, provendo informações, e visando reduzir as falhas de mercado que, dentre outros fatores, promovem máculas à precificação regular de ativos, já que o pressuposto deve ser que os investidores, com base em informações adequadas, podem precificar adequadamente os ativos¹⁸³.

Nesse sentido, a opção do sistema jurídico brasileiro foi pela regulamentação do Mercado de Capitais em duas principais fontes. Conforme já demonstrado, cabe à CVM, no exercício de sua regulação, criar normas que versem pela proteção do mercado acionário em si, para atingir as finalidades contidas no Art. 4º da Lei 6.385¹⁸⁴, e ao autorregulamentador, as competências residuais atribuídas pela Instrução Normativa nº. 461 da CVM¹⁸⁵.

Sendo assim, a existência das falhas de mercado justificam diretamente que o direito intervenha, promovendo normas que regulem e dando estrutura para que o investidor e os demais integrantes do mercado possam manter a eficiência de precificação dos ativos negociados no Mercado de Capitais¹⁸⁶.

Deve-se notar, neste ponto, que a prática de *spoofing* e *layering*, ao induzir uma manipulação artificial de preços, acaba por prejudicar o investidor que comprou ou vendeu ações frente à alteração artificial de volume ou de preço, de modo que a lucratividade deste tipo de estratégia está intimamente ligado a um dano causado a outro investidor.

¹⁸³ COSTA, Isac Silveira da. **High Frequency Trading (HFT) em Câmara Lenta: Compreender para regular**. 2018. Dissertação (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – Escola de Direito de São Paulo – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, p. 129.

¹⁸⁴ BRASIL. **Lei 6.385**, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 24 de Set. de 2019.

¹⁸⁵ BRASIL. **Instrução normativa 461** da Comissão de Valores Mobiliários, de 23 de Outubro de 2007. Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizados. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm>>. Acesso em: 13 de Abr. de 2020.

¹⁸⁶ YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 33.

Conforme já demonstrado, considerando que a manipulação de mercado causa danos a diversos investidores, tornando inviável a identificação individual dos prejudicados, e a conseqüente reparação dos danos, as pessoas lesadas usualmente acabam sem ter seus prejuízos ressarcidos.

Entretanto, deve-se notar que a regulação de uma determinada prática no Mercado de Capitais sempre gerará um impacto, devendo ser sopesado os efeitos colaterais gerados pela edição da norma, com os benefícios auferidos através desta¹⁸⁷.

Com base no exposto, a SEC sintetizou e divulgou ao mercado, seu entendimento acerca das diretrizes que devem parametrizar a edição de uma norma que vise a regulação do Mercado de Capitais, levando em consideração as conseqüências econômicas e o impacto regulatório, com o benefício causado pela normatização da atividade¹⁸⁸.

Não há, divulgado pela CVM, documento com conteúdo semelhante, de modo que não são públicos os parâmetros utilizados pela Comissão para a edição de suas normas.

A análise econômica dos impactos regulatórios é extremamente importante, não tão somente aos participantes do Mercado de Capitais, mas também a toda população que está inserida na economia real¹⁸⁹, na medida em que as crises no Mercado de Capitais, podem causar um grave desequilíbrio econômico¹⁹⁰.

A título exemplificativo, uma grave crise no Mercado de Capitais, pode causar o desestímulo a empresas de lançarem sua oferta pública inicial, diminuindo a possibilidade destas captarem recursos. Ademais, uma perda para um investidor no Mercado de Capitais, reflete negativamente em seu poder de consumo, afetando por conseqüência a economia real.

¹⁸⁷ COSTA, Isac Silveira da. **High Frequency Trading (HFT) em Câmara Lenta: Compreender para regular**. 2018. Dissertação (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – Escola de Direito de São Paulo – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, p. 130.

¹⁸⁸ SEC. **Current Guidance on Economic Analysis in SEC Rulemakings**. Washington, 16 Mar. 2012. Disponível em: < https://www.sec.gov/divisions/riskfin/rsfi_guidance_econ_analy_seculemaking.pdf >. Acesso em: 25 de Jun. de 2020.

¹⁸⁹ No contexto utilizado, o termo economia real visa a separação entre as variações do valor das empresas ocorridas no Mercado de Capitais, e da economia tangível. Sendo assim, fariam parte da economia real, todos os retornos tangíveis e cotidianos, a exemplo da criação de empregos, aumento do PIB, construção de imóveis, aumento da inflação, dentre outros.

¹⁹⁰ COSTA, Isac Silveira da. **High Frequency Trading (HFT) em Câmara Lenta: Compreender para regular**. 2018. Dissertação (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – Escola de Direito de São Paulo – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, p. 130-131.

Neste ponto, cabe ressaltar que a temática da regulação do *spoofing* e do *layering*, converge diretamente ao interesse de proteger as condições naturais de oferta e demanda do mercado, o que segundo o Art. 4º, inciso V da Lei 6.385, faz parte da competência reguladora da CVM¹⁹¹, e que, portanto, a necessidade de regulação será tratada sob a ótica da referida comissão.

Sendo assim, haja vista a inexistência de divulgação dos parâmetros utilizados pela CVM para a edição suas normas, a necessidade de regulação será analisada através dos requisitos indicados pela SEC, adaptando-os à realidade do Mercado de Capitais brasileiro.

Em primeiro lugar, a SEC pontua que um dos critérios importantes é identificar a necessidade, e justificar o modo pelo qual a norma atenderá a referida necessidade, e a sua utilidade¹⁹².

Neste ponto, a necessidade de regular o *spoofing* e o *layering*, é demonstrada principalmente através da ótica do erro de proibição, utilizada como defesa universal dos acusados de *spoofing* e *layering* no Brasil, conforme aventado e demonstrado no capítulo anterior. Ademais, a manipulação artificial de preços que o *spoofing* e o *layering* causam, acabam por prejudicar os investidores que são enganados pelo aumento artificial de demanda ou volume.

Deste modo, através da criação de uma norma específica pela CVM para regular as práticas modernas de manipulação de mercado, principalmente através do HFT, a incidência de *spoofing* e *layering* poderia diminuir, haja vista a impossibilidade de alegar erro de proibição.

Nesta esteira, considerando ainda o fato de que a eficiência informacional dos demais investidores poderia aumentar, estes estariam mais atentos e aptos a se defender das práticas de manipulação, viabilizando um mercado acionário mais justo.

Tendo em vista a maximização da eficiência informacional, deve-se analisar qual o mecanismo mais adequado para regular a referida matéria. A regulação por meio de

¹⁹¹ BRASIL. **Lei 6.385**, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 25 de Dez. de 2019.

¹⁹² SEC. **Current Guidance on Economic Analysis in SEC Rulemakings**. *Washington*, 16 Mar. 2012. Disponível em: <https://www.sec.gov/divisions/riskfin/rsfi_guidance_econ_analy_secrulemaking.pdf>. Acesso em: 25 de Jun. de 2020.

manifestações de entendimento, certamente seria útil para atingir as finalidades acima descritas, porém, traria um caráter menos geral e abstrato à norma do que a regulação por meio de uma Instrução Normativa, considerando o caráter mais abrangente deste tipo de regulação.

Passa-se portanto, a analisar o segundo quesito estabelecido pela SEC, que indica a necessidade de traçar uma base de impacto econômico que a medida normativa causaria, delineando o cenário que se desenharia no Mercado de Capitais com a medida, e o que ocorreria sem a medida¹⁹³.

Em que pese seja possível afirmar que a medida causaria impactos econômicos aos utilizadores das transações de alta frequência, na medida que estes teriam que adequar seus sistemas de execução de ordens aos parâmetros definidos na regulação, certamente o Mercado de Capitais que seria traçado com a existência da medida, resultaria na utilização mais prudente das transações de alta frequência pelos investidores, diminuindo a incidência de táticas predatórias que visem a alteração do mecanismo natural de definição de preço, através da oferta e demanda.

Novamente, considerando que o poder regulamentar atribuído a CVM tem o intuito de proteger as condições naturais de criação de preço, coibindo a criação de condições artificiais de demanda¹⁹⁴, deve-se notar que a ponderação entre os interesses financeiros dos negociadores de alta frequência, e a proteção dos demais investidores, tende a favorecer a argumentação pró-regulação.

Em terceiro ponto, a SEC indica que devem ser identificadas e discutidas alternativas não regulatórias à regra proposta, para verificar a sua necessidade e utilidade¹⁹⁵.

Neste sentido, as medidas não reguladoras que poderiam mitigar a possibilidade de alegação do erro de proibição pelos manipuladores do mercado, bem como, que forneceriam melhores informações ao investidor médio, para que este esteja ciente da possibilidade de existir uma manipulação de mercado quando verificar alterações abruptas de preço, oferta e/ou demanda, antes da sua tomada de decisão sobre

¹⁹³ SEC. *Current Guidance on Economic Analysis in SEC Rulemakings*. Washington, 16 Mar. 2012. Disponível em: < https://www.sec.gov/divisions/riskfin/rsfi_guidance_econ_analy_secrulemaking.pdf >. Acesso em: 25 de Jun. de 2020.

¹⁹⁴ BRASIL. **Lei 6.385**, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 24 de Jan. de 2020.

¹⁹⁵ SEC. *Op cit.*, 2012.

comprar ou vender um ativo, seriam as medidas preventivas de informação e de marketing.

Apesar das medidas preventivas poderem apresentar um efeito positivo quando implementadas, considerando a taxa de crescimento de 164% experimentada pelo Mercado de Capitais entre 2018 e março de 2020¹⁹⁶, as medidas e campanhas publicitárias teriam de ser constantes para informar os novos investidores, e ainda assim, poderiam não atingir a todos.

Sendo assim, resta evidente a utilidade e a necessidade de regulação específica vedando a prática de *spoofing* e de *layering*, na medida em que o peso informacional que uma regulação, seja por meio de uma manifestação de entendimento, ou por uma instrução normativa, consignando de logo que o método mais adequado seria a edição de uma Instrução Normativa, é amplamente superior em efeitos positivos às demais medidas informacionais que possam ser adotadas pela CVM.

Por fim, a SEC entende que o último passo a ser tomado antes da implementação de uma norma, deve ser a mensuração das consequências econômicas que seriam causadas em decorrência da medida, em escopo quantitativo e qualitativo, analisando os benefícios e custos econômicos que seriam causados com a adoção da medida regulatória¹⁹⁷.

Os efeitos econômicos benéficos da regulação por meio de uma Instrução Normativa, residiriam na possibilidade de coibir investidores que desconhecem a ilicitude da medida, resvalando em uma diminuição dos custos administrativos para apurar eventuais ilícitos, ou ainda, aplicar penalidades administrativas.

Ademais, os investidores que se informariam a partir da adoção da medida regulatória, poderiam se precaver e não sofrer prejuízos quando identificassem uma anormalidade no livro de ofertas de um determinado ativo, tornando sua decisão de investimento mais eficiente.

¹⁹⁶ B3. **Uma análise da evolução dos investidores pessoas físicas na B3.** Estudo de Abril/2020. Disponível em: http://www.bmf.com.br/portal/pages/newsletter/BMFBOVESPA/Downloads/Estudo_PF-final.pdf. Acesso em: 17 de Jun. de 2020.

¹⁹⁷ SEC. **Current Guidance on Economic Analysis in SEC Rulemakings.** Washington, 16 Mar. 2012. Disponível em: < https://www.sec.gov/divisions/riskfin/rsfi_guidance_econ_analy_secrulemaking.pdf >. Acesso em: 25 de Jun. de 2020.

Com relação aos custos econômicos causados pela edição da medida regulatória, além do custo envolvido para a adoção e divulgação da referida medida pela CVM, não há nenhum outro custo imediatamente auferível, sem estudo técnico aprofundado acerca do tema, o que não é objeto deste trabalho monográfico.

Não obstante, considerando que o marco regulatório que condenou as práticas de *spoofing* e *layering* no mercado americano adveio de legislação federal, por intermédio do *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, e não de regulação promovida pela SEC, não é possível afirmar a decisão regulatória que seria tomada pela SEC, acaso não houvesse a regulação pela lei federal.

Todavia, considerando o interesse público que deu azo à edição da norma, e justificou a regulação específica do *spoofing* e do *layering* por intermédio da legislação federal americana, é possível afirmar que a regulação do assunto é extremamente importante para o Mercado de Capitais americano, um dos mais desenvolvidos do mundo.

Apesar de até o momento, não ter sido realizada qualquer tipo de regulação específica da CVM a respeito das práticas de *spoofing* e *layering*, a própria comissão ao julgar os casos de *layering* dos investidores Luis Eduardo Martins¹⁹⁸, Rafael Nassutti Papazian¹⁹⁹ e Rodrigo Almeida Parreira²⁰⁰, indicou que com a criação de inovações tecnológicas, o regulador deve se valer das normas já existentes para parametrizar a sua atuação punitiva.

No entanto, apontou também que certas evoluções tecnológicas podem ensejar em revisões normativas, devendo a avaliação acerca da possível revisão normativa ser ponderada, a fim de preservar a segurança jurídica²⁰¹.

¹⁹⁸ CVM. Processo Administrativo Sancionador nº SEI 19957.007543/2019-03. Julgado em: 02 de Junho de 2020. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20200602_PAS_CVM_SEI_19957_007543_2019_03_voto_diretor_relator_Gustavo_Gonzalez.pdf>. Acesso em: 23 de Jun. de 2020.

¹⁹⁹ CVM. Processo Administrativo Sancionador nº SEI 19957.000592/2019-15. Julgado em: 02 de Junho de 2020. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20200602_PAS_CVM_19957_000592_2019_15_voto_diretor_relator_Gustavo_Gonzalez.pdf>. Acesso em: 23 de Jun. de 2020.

²⁰⁰ CVM. Processo Administrativo Sancionador nº SEI 19957.007809/2018-29. Julgado em: 02 de Junho de 2020. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20200602_PAS_CVM_19957_007809_2018_29_voto_diretor_relator_Gustavo_Gonzalez.pdf>. Acesso em: 23 de Jun. de 2020.

²⁰¹ CVM. Processo Administrativo Sancionador nº SEI 19957.007543/2019-03. Julgado em: 02 de Junho de 2020. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20200602_PAS_CVM_SEI_19957_007543_2019_03_voto_diretor_relator_Gustavo_Gonzalez.pdf>. Acesso em: 23 de Jun. de 2020.

Sendo assim, verifica-se que a CVM reconhece a possibilidade de que a evolução tecnológica enseje na necessidade de modificar regulações, desde que mantida a segurança jurídica da regulação anterior.

Pode-se dizer que a segurança jurídica, se analisada sob a perspectiva da díade certeza e estabilidade da norma reguladora anterior²⁰², seria integralmente mantida acaso houvesse uma revisão normativa da Instrução Normativa n.º. 8 da CVM²⁰³, ou até mesmo acaso fosse necessária a edição de uma nova Instrução Normativa para tratar acerca do tema.

Isto pode ser afirmado, na medida em que a regulação específica do *spoofing* ou do *layering* não afronta ou altera diretamente as hipóteses de infrações ao mercado descritas na Instrução Normativa n.º. 8, porém, trará a regulação específica de duas práticas ilícitas.

Concluindo-se pela necessidade de regulação, com competência para edição sendo do órgão regulador, e que a edição mais adequada seria através de Instrução Normativa, cinge-se a análise do teor que a referida regulação deveria ter.

De acordo com o entendimento da própria CVM, os denominados conceitos-chave das regulações do Mercado de Capitais, devem ser concebidos de modo propositalmente aberto, para evitar que o avanço tecnológico e a criação de novas estratégias pelos infratores, tenham o condão de prejudicar o regular funcionamento do mercado acionário²⁰⁴.

Deste modo, para concluir acerca do teor normativo que deveria ser dado ao enquadramento do *spoofing*, com conceitos-chave abertos conforme entendimento da CVM, a pretensão mais adequada é combinar o enquadramento dado pela legislação

²⁰² VALIM, Rafael Ramires Araújo. **O princípio da Segurança Jurídica no Direito Administrativo brasileiro**. 2009. Dissertação (Mestrado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, p. 43.

²⁰³ BRASIL. **Instrução normativa n.º. 8** da Comissão de Valores Mobiliários, de 08 de Outubro de 1979. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst008.html> >. Acesso em: 22 de Set. de 2019.

²⁰⁴ CVM. Processo Administrativo Sancionador n.º SEI 19957.007543/2019-03. Julgado em: 02 de Junho de 2020. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20200602_PAS_CVM_SEI_19957_007543_2019_03_voto_diretor_relator_Gustavo_Gonzalez.pdf >. Acesso em: 23 de Jun. de 2020.

americana por meio do *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*²⁰⁵, e a definição atribuída ao *spoofing* pela BSM²⁰⁶.

Para tal, sugere-se que o *spoofing* seja enquadrado enquanto prática disruptiva, que visa trazer liquidez artificial a um ativo com ofertas com padrão superior às demais constantes no mercado, visando a realização de negócios no lado oposto ao que a oferta foi inserida com uma alteração nos preços induzida, sem o intuito de executar a oferta inicial.

Com relação ao *layering*, considerando que conforme já destacado, não há regulação específica na legislação acerca do tema, já que o *layering* é tratado como modalidade de *spoofing*, o conceito que deve servir de base à sugestão de teor normativo é a união entre a definição atribuída pela BSM²⁰⁷, com a definição dada pela CVM²⁰⁸.

Assim, indica-se que o *layering* seja normatizado enquanto uma estratégia de manipulação de preços via camada de ofertas em níveis sucessórios de preço, com o objetivo de influenciar investidores, por meio de uma simulação de pressão compradora ou vendedora, a superar a barreira criada na camada, para que o infrator efetive negócios no lado oposto do livro, sem a intenção de que os negócios que exerceram a pressão sejam executados.

Em conclusão, acredita-se que o *spoofing* e o *layering* deva ser regulado pela CVM, mediante a análise dos parâmetros para a edição de uma norma definidos pela SEC, através de uma Instrução Normativa nova que pode ser criada, ou pela modificação da Instrução Normativa n.º. 8 da Comissão, incluindo-se as definições e o teor redacional anteriormente sugerido.

Nesta esteira, destaca-se que a regulação do *spoofing* e do *layering* é um tema latente e necessário, na medida em que no ano de 2018, a BSM já possuía dez casos de

²⁰⁵ ESTADOS UNIDOS. **DODD-FRANK WALL STREET REFORM AND CONSUMER PROTECTION ACT**. Disponível em: < <https://www.govinfo.gov/content/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf> >. Acesso em: 20 de Jun. de 2020.

²⁰⁶ SUPERVISÃO DE MERCADO, BSM. **Monitoração de ofertas – Spoofing e Layering. Workshop sobre Monitoração de Práticas Abusivas de Ofertas, de Prevenção à Lavagem de Dinheiro e de Controles Internos de Suitability**. Disponível em: < http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/noticias/Monitoraca_Ofertas.pdf >. Acesso em: 07 de Nov. de 2019.

²⁰⁷ *Ibidem*.

²⁰⁸ CVM. Processo Administrativo Sancionador n.º SEI 19957.007543/2019-03. Julgado em: 02 de Junho de 2020. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20200602_PAS_CVM_SEI_19957_007543_2019_03_voto_diretor_relator_Gustavo_Gonzalez.pdf >. Acesso em: 23 de Jun. de 2020.

manipulação de mercado por meio do *spoofing* e do *layering*²⁰⁹, demonstrando que a ocorrência destes não é esporádica, e tende ao crescimento acaso não seja amplamente regulado, mediante o exercício do poder de regulação pela CVM, e devidamente punido, por intermédio da competência punitiva da comissão.

Sendo assim, é possível concluir que a regulação específica da prática de *spoofing* e do *layering*, traria diversos benefícios ao Mercado de Capitais brasileiro, sendo extremamente útil e necessário para tal finalidade.

²⁰⁹ Schincariol, Juliana. **BSM tem dez casos sobre manipulação de mercado**. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2018/03/23/bsm-tem-dez-casos-sobre-manipulacao-de-mercado.ghtml> >. Acesso em: 25 de Jun. de 2020.

5 CONCLUSÃO

De acordo com as discussões travadas neste trabalho, as especificidades regulatórias do Mercado de Capitais, diante da necessidade de proteger os investidores, e de diminuir os impactos econômicos, tornam árdua a tarefa da CVM de decidir por regular ou não, as modalidades de manipulação de mercado por meio das transações de alta frequência, em especial do *spoofing* e do *layering*.

Partindo do pressuposto de que há necessidade de regulação da matéria, indicou-se a necessidade de que esta seja realizada pela CVM, em virtude da matéria encontrar-se sob a sua competência reguladora, e apontou-se a edição de uma instrução normativa, seja alterando a Instrução Normativa n°. 8 da CVM, ou criando uma nova instrução normativa sobre o tema, como o método mais indicado de regulação do tema.

No caminho percorrido para atingir a conclusão, fora abordado inicialmente, como as negociações de ativos são realizadas no Mercado de Capitais brasileiro, em especial sob a modalidade de negociações eletrônicas. Ademais, o primeiro capítulo também tratou acerca do contexto histórico que levou ao surgimento da CVM, e da responsabilidade da BSM enquanto fiscal do mercado acionário nacional.

Sob esta ótica, o estudo buscou investigar a competência julgadora e punitiva da CVM, e quais as consequências das infrações às normas do mercado de capitais, destacando a impossibilidade da CVM determinar o ressarcimento dos investidores prejudicados por uma infração às normas do Mercado de Capitais.

Com base nessas premissas, conclui-se pela necessidade de aprimoramento constante das regulações do mercado de valores mobiliários, indicando que o contexto histórico que levou ao surgimento da CVM, era marcado pela incerteza e pela ausência de regulação, de modo que a referida comissão deve primar pela sua atuação preventiva, no intuito de proteger os investidores.

Neste ponto, a conclusão acima exposta é reforçada na medida que apesar de ser atribuição da CVM julgar e punir os infratores do Mercado de Capitais, esta não pode determinar o ressarcimento de investidores, somente aplicar multas pecuniárias em sua atuação repressiva.

Doravante, no segundo capítulo, definiu-se as balizas que ensejam a regulação do Mercado de Capitais, indicando que o órgão regulador e as normas devem criar incentivos positivos ou negativos, para que os investidores e as sociedades de capital aberto com valores mobiliários negociados em bolsa, cumpram as normas em sua integralidade.

De tal modo, restou-se devidamente indicado que cabe à CVM, a regulação das matérias indicadas na Lei que a concebeu (Lei 6.385/76), e que ao órgão autorregulador, cabe as matérias residuais definidas na Instrução Normativa nº. 461 da CVM, demonstrando a importância de ambas as regulações.

Ao final do capítulo, o trabalho buscou trazer os principais modos pelos quais a CVM e a B3 regulam o Mercado de Capitais brasileiro, sendo estes a edição de manifestações de entendimento, de caráter individual e concreto, e de modo privativo à CVM, a edição de instruções normativas, com caráter geral e abstrato.

No último capítulo, a utilização das transações de alta frequência para auferir ganhos, o conceito de *spoofing*, o conceito de *layering*, e a prática intencional do *spoofing* e do *layering*, foram analisados como conceitos necessários ao entendimento integral da problemática objeto deste trabalho monográfico.

Neste sentido, demonstrou-se que o *spoofing* é uma prática disruptiva que visa trazer liquidez artificial a um ativo, com ofertas com padrão superior às demais constantes no mercado, visando a realização de negócios no lado oposto ao que a oferta foi inserida, com uma alteração nos preços induzida, sem o intuito de executar a oferta inicial.

Quanto ao *layering*, indica-se que este é uma estratégia de manipulação de preços via camada de ofertas em níveis sucessórios de preço, com o objetivo de influenciar investidores, por meio de uma simulação de pressão compradora ou vendedora, a superar a barreira criada na camada, para que o infrator efetive negócios no lado oposto do livro, sem a intenção de que os negócios que exerceram a pressão sejam executados.

Quanto à prática intencional do *spoofing* e do *layering*, fora demonstrado que a BSM e a CVM instituem requisitos cumulativos para que seja configurado o *spoofing* e o *layering*, de modo que o mero cancelamento de ofertas, sem o intuito de manipular o mercado, não configura hipótese de manipulação de mercado.

Após a inserção destes conceitos, o trabalho passou a analisar os casos brasileiros de *spoofing* e de *layering*, visando estabelecer os parâmetros que são utilizados pela BSM e pela CVM, para a caracterização destes tipos de manipulação de mercado.

Neste sentido, demonstrou-se que a aparente divergência na caracterização dos tipos de *spoofing* e de *layering* pela BSM e pela CVM, não representa relevância, e ainda, que os acusados da prática destes ilícitos, sempre utilizam-se do erro de proibição como argumento para mitigar a sua culpa, ou afastar a culpabilidade de sua conduta, o que fora rechaçado pela CVM.

Por fim, diante da primazia da atuação preventiva da CVM, da necessidade de privilegiar a eficiência informacional dos investidores, considerando a dificuldade de ressarcimento dos investidores prejudicados pela manipulação de mercado, tanto pela dificuldade de individualização, quanto pela impossibilidade da CVM ordenar que o infrator indenize os prejuízos, e para inviabilizar o uso do erro de proibição, como uma escusa dos manipuladores de mercado para diminuir a sua culpabilidade, conclui-se pela necessidade de regulação específica da manipulação de mercado por meio do *spoofing* e do *layering*.

Sugere-se o enquadramento normativo de ambos, através da edição de uma instrução normativa que altere a redação da Instrução Normativa nº. 8 da CVM, ou de uma instrução normativa específica que regule expressamente a matéria.

REFERENCIAS

ALEXANDER, Carol; CUMMING, Douglas. ***Corruption and Fraud in Financial Markets: Malpractice, Misconduct and Manipulation***, Editora Wiley, 2020, Cornwall, Reino Unido.

ALMEIDA, Leonardo Soares Francisco de; NETO, Julio Vieira; ABUNAHMAN, José Gerald; NASCIMENTO, Francisco Marcelo Garritano Barone do. **Um estudo documental sobre a Lei Dodd Frank: Fraudes e Aspectos Contábeis**. Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade, v. 5, n°. 19. São Paulo, 2017.

ALVARENGA, Maria Isabel de Almeida. **Adequação das funções legais da comissão de valores mobiliários à realidade brasileira**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, V. 36, 1997.

ARAGÃO, Marianna. **BM&F se despede do pregão viva-voz**. O Estado de S. Paulo, 20 jun. 2009. Disponível em: < <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bmf-se-despede-do-pregao-viva-voz,390521>>. Acesso em: 17 de Nov. de 2019.

ARAGÃO, Paulo César. **A CVM em juízo: Limites e possibilidades**. Revista de Direito Bancário, Revista dos Tribunais, Vol. 34, 2006.

ARRUDA, José Jobson do Nascimento. **A Florescência Tardia: Bolsa de Valores de São Paulo e Mercado Global de Capitais (1989-2000)**. 2008. Dissertação (Doutorado em História Econômica) – Departamento de História da Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas – Universidade de São Paulo, São Paulo.

B3. Diretoria de Emissões. **Ofício 137/2020-DIE**. São Paulo, SP: Diretoria de Emissões da B3 S.A. Divulgado em: 27 de Abr. de 2020.

_____. **Uma análise da evolução dos investidores pessoas físicas na B3**.

Estudo de Abril/2020. Disponível em: <

http://www.bmf.com.br/portal/pages/newsletter/BMFBOVESPA/Downloads/Estudo_P_F-final.pdf >. Acesso em: 17 de Jun. de 2020.

_____. **Ofício Circular nº. 021/2008-DP**, de 08 de Julho de 2008. Disponível em: < http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/boletim1/bd_manual/DMA.asp >. Acesso em: 13 de Jun. de 2020.

_____. **Ofício Circular nº. 030/2010-DP**, de 09 de Agosto de 2010. Disponível em: < http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/boletim1/bd_manual/DMA.asp >. Acesso em: 13 de Jun. de 2020.

BARBOSA, Rodolfo. **Após susto, Ibovespa contém baixa mas ainda perde 2,3%**. G1 Economia e Negócios. Disponível em: < <http://g1.globo.com/economia-e-negocios/noticia/2010/05/apos-susto-ibovespa-contem-baixa-mas-ainda-perde-23-3.html> >. Acesso em: 15 Nov. de 2019.

BARBOSA, Tomás Centurione Leme. **Spoofting e Layering: manipulação de mercado por meio de negociação de alta frequência**. 2019. Monografia (Pós graduação *latu sensu* em Direito) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo.

BARCELLOS, Marta. **Histórias do Mercado de Capitais no Brasil: Depoimentos Inéditos de Personalidades que Marcaram a Trajetória das Bolsas de Valores no País**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2018.

BM&FBOVESPA. **Ações**. Disponível em: <
http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/acoes.htm>. Acesso em: 11 de Maio de 2020.

_____. **Glossário de Serviços e Tarifas**. Disponível em: <
http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/tarifas/listados-a-vista-e-derivativos/tarifas-de-programa-hft/>. Acesso em: 18 de Nov. 2019.

_____. **Regulamento do Nível 1 de Governança Corporativa**. Disponível em: <
[http://www.b3.com.br/data/files/B8/C5/5D/71/C6E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%201%20\(San%C3%A7%C3%B5es%202019\).pdf](http://www.b3.com.br/data/files/B8/C5/5D/71/C6E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%201%20(San%C3%A7%C3%B5es%202019).pdf)>. Acesso em: 27 de Maio de 2020.

_____. **Regulamento do Nível 2 de Governança Corporativa**. Disponível em: <
[http://www.b3.com.br/data/files/1B/B5/A5/87/46E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%202%20\(San%C3%A7%C3%B5es%202019\).pdf](http://www.b3.com.br/data/files/1B/B5/A5/87/46E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%202%20(San%C3%A7%C3%B5es%202019).pdf)>. Acesso em: 27 de Maio de 2020.

BM&FBOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADOS – BSM. **Estatuto social da BSM**. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/leis-normas-regras/BSM-Estatuto-Social.pdf>. Acesso em: 17 de Nov. de 2019.

BONINI, Andirá Cristina Cassoli Zabin. **A Transformação da Bolsa de Valores: Uma Análise sobre os Desafios da Regulação do Mercado de Capitais**. 2009. Dissertação (Mestrado em Direito Político e Econômico) – Programa de Pós Graduação *Strictu Sensu* – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo.

BRASIL. **Deliberação nº 1 da Comissão de Valores Mobiliários**, de 23 de Fevereiro de 1978. Disponível em: <
<http://www.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0001/deli001.html>>. Acesso em: 16 de Nov. de 2019.

_____. **Instrução normativa nº. 8 da Comissão de Valores Mobiliários**, de 08 de Outubro de 1979. Disponível em: <
<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst008.html>>. Acesso em: 22 de Setembro de 2019.

_____. **Instrução normativa 358 da Comissão de Valores Mobiliários**, de 3 de Janeiro de 2002. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst358consolid.pdf>>. Acesso em: 22 de Set. de 2019.

_____. **Instrução normativa 461** da Comissão de Valores Mobiliários, de 23 de Outubro de 2007. Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizados.

Disponível em: <

<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst461consolid.pdf>>. Acesso em: 26 de Maio de 2020.

_____. **Lei Complementar 105**, de 10 de Janeiro de 2001. Dispõe sobre o sigilo das operações das instituições financeiras e dá outras providências. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LCP/Lcp105.htm >. Acesso em: 28 de Maio de 2020.

_____. **Lei 1.521**, de 26 de Dezembro de 1951. Altera dispositivos da legislação vigente sobre crimes contra a economia popular. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l1521.htm#:~:text=O%20PRESIDENTE%20DA%20REP%C3%9ABLICA%3A%20Fa%C3%A7o,eu%20sanciono%20a%20seguinte%20Lei%3A&text=Ser%C3%A3o%20punidos%2C%20na%20forma%20desta,Lei%20regular%C3%A1%20o%20seu%20julgamento. >. Acesso em: 20 de Maio de 2020.

_____. **Lei 4.728**, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm >. Acesso em: 20 de Abr. de 2020.

_____. **Lei 6.385**, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 21 de Set. de 2019.

_____. **Lei 7.492**, de 16 de Junho de 1986. Define os crimes contra o sistema financeiro nacional, e dá outras providências. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7492.htm >. Acesso em: 20 de Maio de 2020.

_____. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial** n°. 719421/RJ. Recorrente: Ministério Público Federal. Recorrido: Naji Robert Nahas. Relator: Ministro Hélio Quaglia Barbosa. Julgado em: 28 de Jun. de 2005. Publicado em: 25 de Set. de 2006.

_____. Supremo Tribunal Federal. **Ação Direta de Inconstitucionalidade** n° 531/DF. Recorrente: Partido dos Trabalhadores. Recorrido: Diretor do Departamento da Receita Federal. Relator: Ministro Celso de Mello. Julgado em: 11 de Dez. de 1991. Disponível em: < <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=363404> >. Acesso em: 05 de Nov. de 2019.

_____. Tribunal Regional Federal (2. Região). **Habeas Corpus** n°. 9802506680. Impetrante: Humberto Ribeiro Soares. Impetrado: Juízo Federal da 25ª Vara Federal do Rio de Janeiro. Pacientes: Mário Jerome de Castro, José Carlos Kanan e Naji Robert Nahas. Relator: Desembargador Federal Francisco Pizzolante. Julgado em: 11 de Junho de 2002. Publicado em: 18 de Jul. de 2002.

BSM – Supervisão de Mercados. Processo Administrativo Sumário n°. 26/2016. São Paulo, 2016. Disponível em: < <https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2016-026-pad> >. Acesso em: 21 de Jun. de 2020.

_____. Processo Administrativo Sumário n°. 32/2016. São Paulo, 2016. Disponível em: < <https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2016-032-pad> >. Acesso em: 22 de Jun. de 2020.

COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION – CFTC. Federal Court Orders Chicago Trader Igor B. Oystacher and 3Red Trading LLC to Pay \$2.5 Million Penalty for Spoofing and Employment of a Manipulative and Deceptive Device, while Trading Futures Contracts on Multiple Futures Exchanges. Press Release: 7504-16. Washington, 20 Dec. 2016b. Disponível em: < <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/7504-16> >. Acesso em: 24 de Jun. de 2020.

COSTA, Isac Silveira da. **High Frequency Trading (HFT) em Câmara Lenta: Compreender para regular**. 2018. Dissertação (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – Escola de Direito de São Paulo – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.

CVM. **Atividade Sancionadora**. Relatório da Atividade Sancionadora da CVM no período de Janeiro até Março de 2018. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_atividade_sancionadora/anexos/2018/20180606_relatorio_atividade_sancionadora_1_trimestre_2018.pdf >. Acesso em: 28 de Maio de 2020.

_____. **Ato Declaratório n°. 17.990** de 20 de Abril de 2020. Publicado em 23 de Abril de 2020. Disponível em: < <http://www.in.gov.br/web/dou/-/ato-declaratorio-n-17.990-de-20-de-abril-de-2020-253537958> >. Acesso em: 26 de Jun. de 2020.

_____. **Comissão de Valores mobiliários. Regulação do mercado de valores mobiliários: Fundamentos e princípios**, 1979, p. 3. Disponível em: < <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/arquivos-historias-interativas/RegulacaoDoMercadoDeValoresMobiliarios.pdf> >. Acesso em: 20 de Set. de 2019.

_____. **Deliberação n° 542** da Comissão de Valores Mobiliários, de 09 de Julho de 2008. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0500/deli542.pdf> >. Acesso em: 28 de Maio de 2020.

_____. **Entendendo o Mercado de Valores Mobiliários.** Disponível em: <
https://www.investidor.gov.br/menu/primeiros_passos/Entendendo_mercado_valores.html>. Acesso em: 11 de Maio de 2020.

_____. **História do Mercado de Capitais.** Disponível em:
<https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html >. Acesso em: 11 de Maio de 2020.

_____. Processo Administrativo Sancionador PAS RJ 07/2012. Julgado em: 06/03/2018. Disponível em: <
http://www.cvm.gov.br/menu/processos/consulta_andamento.html >. Acesso em: 25 de Maio de 2020.

_____. Processo Administrativo Sancionador PAS RJ 32/98. Julgado em: 06/05/2004. Disponível em: <
http://www.cvm.gov.br/menu/processos/consulta_andamento.html >. Acesso em: 25 de Maio de 2020.

_____. Processo Administrativo Sancionador PAS RJ 2008/18. Julgado em: 02/01/2008. Disponível em: <
http://www.cvm.gov.br/menu/processos/consulta_andamento.html >. Acesso em: 23 de Set. de 2019.

_____. Processo Administrativo Sancionador PAS RJ 2016/7192. Julgado em: 13 de março de 2018. Disponível em: <
http://www.cvm.gov.br/menu/processos/consulta_andamento.html >. Acesso em: 15 de Nov. de 2019.

_____. Processo Administrativo Sancionador nº SEI 19957.000592/2019-15. Julgado em: 02 de Junho de 2020. Disponível em: <
http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20200602_PAS_CVM_19957_000592_2019_15_voto_diretor_relator_Gustavo_Gonzalez.pdf>. Acesso em: 23 de Jun. de 2020.

_____. Processo Administrativo Sancionador nº SEI 19957.005452/2016-82. Julgado em: 02 de Junho de 2020. Disponível em: <
http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20200602_PAS_CVM_SEI_19957_005452_2016_82_voto_diretor_relator_Gustavo_Gonzalez.pdf >. Acesso em: 23 de Jun. de 2020.

_____. Processo Administrativo Sancionador nº SEI 19957.006019/2018-26. Julgado em: 01 de Outubro de 2019. Disponível em: <
http://www.cvm.gov.br/menu/processos/consulta_andamento.html >. Acesso em: 23 de Jun. de 2020.

_____. Processo Administrativo Sancionador 19957.007010/2017-51. Julgado em: 04/07/2018. Disponível em: <
http://www.cvm.gov.br/menu/processos/consulta_andamento.html >. Acesso em: 21 de Set. de 2019.

_____. Processo Administrativo Sancionador nº SEI 19957.007543/2019-03. Julgado em: 02 de Junho de 2020. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20200602_PAS_CVM_SEI_19957_007543_2019_03_voto_diretor_relator_Gustavo_Gonzalez.pdf >. Acesso em: 23 de Jun. de 2020.

_____. Processo Administrativo Sancionador nº SEI 19957.007809/2018-29. Julgado em: 02 de Junho de 2020. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20200602_PAS_CVM_19957_007809_2018_29_voto_diretor_relator_Gustavo_Gonzalez.pdf >. Acesso em: 23 de Jun. de 2020.

_____. **Relatório Anual 2014**. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/publicacao/relatorio_anual.html >. Acesso em: 10 Nov. de 2019.

DEMARCO, André Eduardo. **A gritaria acabou: do pregão viva voz à negociação eletrônica**. Disponível em: < <http://vemprabolsa.com.br/2016/03/18/gritaria-acabou-do-pregao-viva-voz-negociacao-eletronica/> >. Acesso em: 11 de Maio de 2020.

EIZIRIK, Nelson. **O colegiado da CVM e o CRSFN como juízes administrativos: Reflexões e Revisão**. Doutrinas essenciais de direito empresarial, Revista dos Tribunais, 2010, São Paulo.

_____, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 2 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

ESTADOS UNIDOS. **COMMODITY EXCHANGE ACT**. Disponível em: < <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/7/chapter-1> >. Acesso em: 18 de Nov. de 2019.

_____. **DODD-FRANK WALL STREET REFORM AND CONSUMER PROTECTION ACT**. Disponível em: < <https://www.govinfo.gov/content/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf> >. Acesso em: 20 de Jun. de 2020.

FADANELLI, Vincius. **BSM: um tribunal na bolsa de valores**. Disponível em: < <https://www.soutocorrea.com.br/noticias-e-imprensa/bsm-um-tribunal-na-bolsa-de-valores/> >. Acesso em: 16 de Nov. de 2019.

HENDERSHOTT, Terrence; JONES, Charles M.; MENKVELD, Albert J. **Does Algorithmic Trading Improve Liquidity?** *The Journal of Finance*, v. 66, n. 1, Feb. 2011. Disponível em: < <http://faculty.haas.berkeley.edu/hender/algo.pdf> >. Acesso em: 08 de Nov. de 2019.

KUMPEL, Siegfried. **Direito do mercado de capitais-do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

O último dia do pregão viva-voz da história da Bolsa de Mercadorias e Futuros. Jornal da Globo, 01 de Março de 2009. Disponível em: <
<http://g1.globo.com/jornaldaglobo/0,,MUL1214138-16021,00-O+ULTIMO+DIA+DO+PREGAO+VIVAVOZ+DA+HISTORIA+DA+BOLSA+DE+MERCADORIAS+E+FUTURO.html>>. Acesso em: 11 de Maio de 2020.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.: Pressupostos, elaboração, aplicação.** Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

LOWENFELS, Lewis D. **SEC “No- action” Letters: Some problems and suggested approaches.** *Columbia Law Review Association*, Vol. 71, 1971.

MACARINI, José Pedro. **Um aspecto da Política Econômica do “Milagre Brasileiro”: A política de Mercado de Capitais e a Bolha Especulativa 1969-1971.** Estudos Econômicos, São Paulo, volume 38, nº 1, Janeiro/Março de 2008.

MAGNOLER, Caroline Benvenuti. **Atividade de Administração de Carteira de Valores Mobiliários de Terceiros: Estudo comparado da Regulação do Brasil e nos Estados Unidos.** 2013. Monografia (Pós graduação *latu sensu* em Direito) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo.

MANKIWI, N. Gregory. **Princípios de microeconomia.** 3. Ed. Trad Allan Vidigal Hasting. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2005.

MENDES, Emerson Soares. **O Poder Normativo da Comissão de Valores Mobiliários: Fundamentos e Limites enquanto Agência Reguladora.** Revista de Direito Empresarial, Revista dos Tribunais, 2015, São Paulo.

MICHAELIS. Moderno Dicionário Inglês. Disponível em: <
<https://michaelis.uol.com.br/moderno-ingles/busca/ingles-portugues-moderno/Spoof/>>. Acesso em: 10 de Nov. de 2019.

_____. Moderno Dicionário Inglês. Disponível em: <
<https://michaelis.uol.com.br/moderno-ingles/busca/ingles-portugues-moderno/Layer/>>. Acesso em: 10 de Nov. de 2019.

MOREIRA, Vital. **Auto-Regulação Profissional e Administração Pública.** Almedina, Coimbra, 1997.

NAGY, Donna M. **Judicial Reliance on Regulatory Interpretations in SEC No-Action Letters: Current Problems and a Proposed Framework.** *Columbia Law Association*, 83 ed. Columbia Law Review, 1998.

PEREIRA FILHO, Celso Roberto. **Contribuição do Direito Norte-Americano ao Sistema de Proteção do Investidor no Mercado de Capitais Brasileiro.** 2015. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito – Universidade de São Paulo, São Paulo.

PEROBELLI, Fernanda F. C.. **Mercado de capitais.** **GV EXECUTIVO**, Volume 6, nº. 1, p. 25, outubro de 2007. Disponível em:

<<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/gvexecutivo/article/view/34317>>. Acesso em: 11 Maio de 2020.

PLÖGER, Alfried. **Os 30 anos da CVM: Lutas e Conquistas**. São Paulo: Revista de Direito Bancário, 2006.

ROCHA, Glauco da. **Autorregulação e poder disciplinar das bolsas de valores, mercadorias e futuros**. Revista Direito & Justiça. Vol. 41, 2015.

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

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; WELLISCH, Julya Sotto Mayor; BARROS, José Eduardo Guimarães. **Notas sobre o poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários: CVM na atualidade**. Doutrinas essenciais de direito empresarial, Revista dos Tribunais, 2010, São Paulo.

SARNO, Paula Marina. **A Criação da CVM e a Regulamentação do Mercado de Capitais no Brasil – 1976/1968**. 2006. Dissertação (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

Schincariol, Juliana. **BSM tem dez casos sobre manipulação de mercado**. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2018/03/23/bsm-tem-dez-casos-sobre-manipulacao-de-mercado.ghtml> >. Acesso em: 25 de Jun. de 2020.

SEC. *Administrative Proceeding* No. 3-15046. Julgado em 25 de Setembro de 2012. Disponível em: < <https://www.sec.gov/litigation/admin/2012/34-67924.pdf> >. Acesso em: 21 de Jun. de 2020.

SEC. **Current Guidance on Economic Analysis in SEC Rulemakings**. *Washington*, 16 Mar. 2012. Disponível em: < https://www.sec.gov/divisions/riskfin/rsfi_guidance_econ_analy_secrulemaking.pdf >. Acesso em: 25 de Jun. de 2020.

SEC; COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION. **Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010 (Sep 30th 2010)**. *Washington*, 2010. Disponível em: < <https://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf> >. Acesso em: 10 de Nov. de 2019.

SILVA, Marcos de Sousa. **Mercado de Capitais: Sistema Protetivo dos Interesses Coletivos dos Investidores e Consumidores**. 2008. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de Ribeirão Preto, Ribeirão Preto, p. 58.

SOUSA, Lucy Aparecida. **O mercado de capitais brasileiro no período 1987-1998**. 1998. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia – Universidade de Campinas, Campinas, p. 138

SUPERVISÃO DE MERCADO, BSM. **Monitoração de ofertas – Spoofing e Layering Workshop sobre Monitoração de Práticas Abusivas de Ofertas, de Prevenção à**

Lavagem de Dinheiro e de Controles Internos de Suitability. Disponível em: < http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/noticias/Monitoraca_Ofertas.pdf >. Acesso em: 07 de Nov. de 2019.

SUPERVISÃO DE MERCADO, BSM. **BSM Supervisão de Mercados.** Disponível em: < <https://www.bsmsupervisao.com.br/supervisao-de-mercado/como-funciona> >. Acesso em: 17 de Nov. de 2019.

TIMM, Luciano Benetti. (Coord.). **Direito e Economia no Brasil.** São Paulo. Atlas, 2018.

TROTTER, Greg. **Trader Michael Coscia 1st in nation to be sentenced under 'anti spoofing' law.** Disponível em: < <https://www.chicagotribune.com/business/ct-spoofing-trial-sentencing-0714-biz-20160713-story.html> >. Acesso em: 20 de Jun. de 2020.

UNITED STATES DEPARTMENT OF JUSTICE. U.S. Attorney's Office. Northern District of Illinois. **Futures Futures Trader Pleads Guilty to Illegally Manipulating the Futures Market in Connection With 2010 "Flash Crash".** Press Release 16-1314, 09 Nov. 2016. Disponível em: < <https://www.justice.gov/opa/pr/futures-trader-pleads-guilty-illegally-manipulating-futures-market-connection-2010-flash> >. Acesso em: 24 de Jun. de 2020.

VALIM, Rafael Ramires Araújo. **O princípio da Segurança Jurídica no Direito Administrativo brasileiro.** 2009. Dissertação (Mestrado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo.

VIDOR, George. **A história da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes.** Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016.

YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais.** 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.