

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 24

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Janeiro / Junho de 2019

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. Eduardo Takemi Dutra dos Santos Kataoka, Prof. Enzo Baiocchi, Prof. Ivan Garcia, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares, Prof. Mauricio Moreira Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski e Prof. Sérgio Campinho).

EDITORES: Sérgio Campinho e Mauricio Moreira Menezes.

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), António José Avelãs Nunes (Universidade de Coimbra), Carmem Tibúrcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Universidade de Coimbra), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), Luiz Edson Fachin (UFPR), Marie-Hélène Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (USP), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

CONSELHO EXECUTIVO: Carlos Martins Neto, Guilherme Vinseiro Martins, Leonardo da Silva Sant'Anna, Livia Ximenes Damasceno, Mariana Campinho, Mariana Pereira, Mariana Pinto, Mauro Teixeira de Faria, Nicholas Furlan Di Biase e Rodrigo Cavalcante Moreira.

PARECERISTAS DESTA NÚMERO: Bruno Valladão Guimarães Ferreira (PUC-Rio), Caroline da Rosa Pinheiro (UFJF), Gerson Branco (UFRGS), Fabrício de Souza Oliveira (UFJF), Fernanda Valle Versiani (UFMG), Maíra Fajardo Linhares Pereira (UFJF), Marcelo Féres (UFMG), Sergio Negri (UFJF), Vinicius Figueiredo Chaves (UFRJ) e Unie Caminha (UNIFOR).

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — n° 24 (janeiro/junho 2019)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

ATIVIDADE SANCIONADORA NO MERCADO DE CAPITAIS: OBJETIVOS PRINCIPAIS, JUSTIFICAÇÃO E IMPERATIVOS DE SEGURANÇA JURÍDICA¹

**SANCTIONING ACTIVITY IN THE CAPITAL MARKET: MAIN
GOALS, JUSTIFICATION AND LEGAL CERTAINTY IMPERATIVES**

*Ivo Waisberg
Gustavo Rabelo Tavares Borba
Luiza Azevedo Coelho da Rocha*

Resumo: O artigo analisa as principais características do processo administrativo sancionador na CVM como parte integrante da regulação *lato sensu*. Aborda, em especial, como, diante de perplexidades criadas pela evolução interpretativa de algumas normas legais e regulatórias, a segurança jurídica pode ser afetada pela atividade sancionadora, situação em que a instauração de processo sancionador pode ser até desaconselhada antes que o posicionamento claro do regulador sobre o tema se torne efetivamente público e as normas se tornem corretamente assimiladas pelo mercado de maneira geral.

Palavras-chave: Processo administrativo sancionador. Segurança jurídica. Nova interpretação de normas. Período de assimilação.

Abstract: The paper analyzes the main aspects of the punitive administrative procedure at the CVM as part of the broad regulation activity. In particular, it addresses how, in view of perplexities created by the interpretative evolution of some legal and regulatory standards, legal certainty may be affected by the sanctioning activity itself, a situation in which the bringing of a punitive procedure may even be discouraged before the regulator's clear position on the topic be-

1 Artigo recebido em 02.03.2021 e aceito em 16.06.2021.

comes public and rules become correctly assimilated by the market in general.

Keywords: Punitive administrative procedure. Legal certainty. New interpretation of regulatory rules. Period of assimilation.

Sumário: Introdução. 1. Papel do Processo Administrativo Sancionador. 2. Grupo de Precedentes 1 – Enquadramento dos investimentos coletivos em Condohoteis no conceito de Valor Mobiliário (CIC – Contrato de Investimento Coletivo). 2.1. Evolução do Conceito de Valor Mobiliário. 2.2. Enquadramento de Condohotel no Conceito de CIC. 3. Grupo de Precedentes 2 – *Spoofing* e *Layering* como Técnicas de Manipulação de Preços. 3.1. *Spoofing* e *Layering*. 3.2. Enquadramento na ICVM 08/79. 4. Segurança Jurídica no Processo Administrativo Sancionador. 4.1. Segurança Jurídica no Direito Brasileiro. 4.2. Segurança Jurídica nos Precedentes de Condohotel e *Spoofing/Layering*. 4.3 Influenciadores Digitais como Analistas de Investimentos: Posição Atual da CVM. Conclusão.

Introdução.

O presente artigo aborda de forma panorâmica os principais propósitos e características do processo sancionador para, dentro dessa perspectiva, concentrar sua análise na questão da segurança jurídica diante de conjunturas complexas derivadas de evoluções interpretativas ou regulatórias que podem, em determinados contextos, gerar grau elevado de perplexidades que desaconselharia a atividade sancionadora antes da efetiva divulgação de posicionamento claro do regulador sobre o tema.

Para o desenvolvimento do presente estudo, como exemplificação fática e pragmática da hipótese, adotou-se dois grupos de precedentes da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que trataram da segurança jurídica e chegaram, justificadamente, a conclusões diametralmente opostas sobre a possibilidade punitiva pelo regulador. O primeiro conjunto² de precedentes discutiu a questão do enquadramento das vendas de unidades ou frações ideais de empreendimentos condohoteleiros como ofertas públicas de valores mobiliários, enquanto o segundo grupo³ de precedentes analisou a possibilidade de punição de participantes que, por meio da utilização de expedientes tecnológicos, conseguiram manipular o preço dos valores mobiliários por “estratégias” convencionalmente chamadas de “*spoofing*” e “*layering*”.

Antes da abordagem do tema com base nos precedentes, contudo, será desenvolvido o raciocínio dos autores sobre a função e os propósitos do processo administrativo sancionador no ambiente regulatório do mercado de capitais. Nos capítulos 3 e 4 serão explicados cada um desses grupos de precedentes, para em seguida, no capítulo 5, serem exploradas as questões da segurança jurídica no âmbito do processo administrativo sancionador, com ênfase para a maneira pela qual o conceito foi aplicado em cada um dos grupos de precedentes citados e, mais recentemente, na questão envolvendo a atividade de influenciadores digitais.

2 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM SEI nº 19957.004122/2015-99. Relator: Diretor Gustavo Tavares Borba. Data de Julgamento: 12 abr. 2016 (“Caso Oliva”); BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº 19957.008081/2016-91. Relator: Diretor Gustavo Tavares Borba. Data de Julgamento: 07 ago. 2018; e BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº 19957.003266/2017-90. Relator: Diretor Gustavo Tavares Borba. Data de Julgamento: 07 ago. 2018 (“Caso Setin”).

3 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM SEI nº 19957.005977/2016-18. Relator: Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. Data de Julgamento: 13 mar. 2018; e BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM SEI nº 19957.006019/2018-26. Relator: Diretor Presidente Marcelo Barbosa. Data de Julgamento: 01 out. 2019.

1. Papel do Processo Administrativo Sancionador.

Conforme estabelecido pela Lei 6.385/76, em seu art. 8º, a CVM tem uma competência regulatória bastante ampla, por meio da qual o regulador de mercado poderá criar regras e interpretações que sejam aptas para tornar o mercado de valores mobiliários mais seguro e eficiente. A mera produção de regras regulatórias *stricto sensu*, contudo, não tem aptidão, por si só, de garantir que a conduta dos regulados esteja em conformidade com o que se modelou na regulação, daí surgindo a necessidade de que a CVM também promova a orientação, a fiscalização, o *enforcement* e a eventual punição das condutas desviantes,⁴ garantindo, assim, que a regulação *lato sensu* funcione adequadamente, com a efetiva e real conformação das condutas dos regulados ao que se entendeu como adequado pela legislação.

Nesse contexto, as superintendências da CVM deverão orientar e fiscalizar o mercado, bem como, diante de indícios de uma infração, instaurar processo administrativo sancionador ou adotar outras medidas de supervisão, tais como a emissão de ofícios de alerta.⁵ Aliás, a mais recente reforma da Lei 6.385/76 (pela Lei 13.506/17) deixou claro que a CVM deve (grifos adicionais) analisar a conveniência da instauração do processo sancionador diante da relevância da conduta desviante do regulado e da necessidade de priorização dos delitos mais graves:

Art. 9º (...) §4º Na apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a Comissão priorizará as infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado,

4 Conforme o art. 11 da Lei 6.385/76, à CVM cabe fiscalizar e punir os infratores não só em relação às suas normas regulamentares, mas também quanto às disposições da Lei 6.404/76 e da própria Lei 6.385/76 (no que dispensar regulação).

5 Ambos previstos na Instrução CVM 607/19, que dispõe sobre os procedimentos relativos à atuação sancionadora da CVM.

e poderá deixar de instaurar o processo administrativo sancionador, consideradas a pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado e a utilização de outros instrumentos e medidas de supervisão que julgar mais efetivos (grifos do autor).

Ressalta-se, desde logo, que, ao punir um participante desviante, o objetivo principal do regulador não é a punição em si, mas sim, por meio dela, conseguir conformar o comportamento dos regulados às regras que a CVM entende serem as mais adequadas ao mercado, dando, por conseguinte, um recado ao mercado em geral de que comportamentos desviantes não serão tolerados, bem como que, até mesmo sob a perspectiva econômica, seria mais conveniente aos participantes a observância das regras da regulação.

Diferentemente do processo penal, em que vigora a ideia de tipicidade estrita e de que a pena deve ser aplicada da maneira mais objetiva possível diante da comprovação da infração, no processo administrativo sancionador temos uma tipicidade de caráter mais aberto (dentro, obviamente, de certos parâmetros previstos na lei), que pode ser complementada por dispositivos regulatórios que não necessariamente têm natureza fechada. A pena não deve ser aplicada de forma automática, uma vez que, como já alertado, o principal objetivo seria conformar a conduta dos participantes do mercado (o caráter de retribuição de um mal, quando presente, tem caráter secundário), de forma que a pena deve ser justificada e customizada de acordo com esses objetivos e as características individuais de cada participante.

Para usar um exemplo simples, pode-se dizer que uma mesma conduta irregular pode justificar uma pena substancial para o participante que recorrentemente infringe as regras e tradicionalmente se recusa a seguir as orientações do regulador e uma pena branda, ou mesmo a adoção de medidas alternativas de supervisão, para o participante que tem histórico de respeitador das regras e que, ao ser aler-

tado da irregularidade, tomou imediatamente todas as medidas para reverter a situação e indenizar eventuais prejudicados.

Em linha com o art. 11, §1º, da Lei 6.385/76, a CVM deve considerar os princípios de proporcionalidade e razoabilidade no exame da gravidade da conduta e aplicar uma sanção adequada às peculiaridades da situação real. Nesse aspecto de avaliação individualizada, é possível, como visto acima, até mesmo a não instauração de processo sancionador. A dosimetria, portanto, constitui atividade bem mais complexa no processo sancionador administrativo do que no processo penal, uma vez que a pena deve ser justificada de acordo com esses objetivos que transbordam a infração específica em análise.

Por essas razões, diz-se que o processo administrativo sancionador seria um instrumento da regulação *lato sensu*, tanto que, primordialmente, visa a educar o mercado e prevenir condutas ilícitas. Com ele, a CVM busca garantir um ambiente econômico saudável em que os participantes possam competir em igualdade de condições, sem que uns observem as regras regulatórias e outros as desobedeçam, o que poderia gerar diversos problemas, dentre os quais a atribuição de vantagens competitivas dos infratores sobre os demais, uma vez que o *compliance* com as regras reguladoras, quase que inevitavelmente, gera algum custo para os regulados.

Nesse contexto, o processo administrativo sancionador ganhou relevância na segunda metade do século passado, diante da resposta insatisfatória dada pelo Poder Judiciário no que se refere ao julgamento das infrações cometidas em ambientes econômicos complexos (mercado de capitais, questões concorrenciais, mercado de energia, recursos hídricos, etc.), tanto pela necessidade de conhecimentos técnicos especializados para análise dessas questões (que não o estariam dentro do escopo de conhecimento generalista do Poder Judiciário), como em virtude da tipicidade estrita do direito penal, que seria incompatível com a dinâmica dos ilícitos na área econômica – o ritmo de evolução das práticas e, conseqüentemente, dos ilícitos, jamais seria captado adequadamente por condutas típicas previstas de forma fechada em lei formal.

A velocidade em que esses mercados se modificam e evoluem demanda regras menos perenes e mais flexíveis, produzidas por profissionais especializados em cada segmento, de modo que a regulação, além de se renovar de forma mais célere, admite regras mais abertas que podem ser aplicadas de forma mais eficiente diante da evolução dessas realidades e, em consequência, combater mais adequadamente os ilícitos cometidos nesses ambientes muito sofisticados e especializados.

Cabe ressaltar, ainda, que as sanções aplicáveis no âmbito do processo administrativo sancionador são iminentemente mais brandas⁶ do que as presentes no processo penal comum (em que há a possibilidade de restrição de liberdade), de modo que o grau probatório exigido para a condenação administrativa é naturalmente menor. Nesse sentido, não é incomum que os processos administrativos se baseiem em indícios,⁷ desde que convergentes e unívocos,⁸ e presunções relativas que, caso não sejam afastadas pela defesa, podem ser suficientes para aplicar determinada sanção administrativa.

Utiliza-se, portanto, no processo administrativo sancionador, e desde que observado os princípios da ampla defesa e da presunção

6 Segundo o art. 60 da Instrução CVM 607/19, as seguintes penalidades podem ser aplicadas pela CVM: advertência, multa, suspensão da autorização ou registro, inabilitação temporária e proibição temporária.

7 Vale ressaltar, porém, conforme aduz Nelson Eizirik: “Os indícios, que constituem modalidade de prova indireta, devem ser apreciados com muita cautela pela autoridade julgadora, posto que as decisões que não resultam de provas diretas são normalmente fontes de inúmeros equívocos. A prova indiciária somente é suficiente para permitir a condenação do acusado quando existente uma cadeia de indícios que relacione a atuação do acusado à infração supostamente praticada e quando não existam contra indícios que lancem dúvidas sobre a efetiva responsabilidade do indiciado” (EIZIRIK, Nelson. *Mercado de Capitais*: Regime Jurídico. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 321).

8 Nesse sentido, ver decisão do PAS CVM nº 06/95 (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº 06/95. Relatora: Diretora Norma Parente. Data de Julgamento: 05 mai. 2005): “Os indícios possuem valor probatório suficiente a ensejar condenação. Exige-se, todavia, que tais indícios sejam convergentes e unívocos. A existência de contra indícios suficientes para inspirar dúvida nos julgadores deve conduzir à absolvição, em homenagem ao princípio da presunção de inocência”.

de inocência, o padrão da “preponderância das evidências”, diferentemente do que ocorre no processo penal, no qual a condenação do réu exige a convicção do julgador acima de qualquer dúvida razoável. Essa é uma das razões pelas quais o processo administrativo mostra-se por vezes mais ajustado para punir as infrações no mercado de capitais, onde não são raros os casos em que a prova não é inequívoca (não há “corpo” nem “arma do crime”), de modo que a soma de indícios pode levar à condenação do acusado, permitindo, destarte, uma resposta mais adequada do Estado a essas situações complexas, mesmo quando o grau probatório não é suficiente para uma condenação penal.

O estudo da natureza e dos objetivos do processo administrativo sancionador é, com certeza, um tema fascinante e complexo que demandaria uma extensa abordagem doutrinária e pragmática do assunto, o que seria incompatível com o espaço aqui disponível. Para uma análise mais profunda do cenário sancionador de forma geral, recomendamos a leitura da excelente monografia sobre o tema de Alice Voronoff: *Direito Administrativo Sancionador no Brasil – Justificação Interpretação e Aplicação*.⁹

Após essa breve introdução genérica sobre o tema sancionador, restringiremos nosso escopo ao ambiente regulatório próprio do mercado de capitais, onde o dinamismo característico desse ambiente exige que as tipificações das condutas sejam “abertas” e as condutas precisem ser rigorosamente analisadas à luz do caso concreto. Um exemplo emblemático dessa realidade é a Instrução CVM 08/79 (a mais antiga instrução da CVM), que regula, de forma bastante aberta e sumária (em um único artigo, subdividido em 4 itens), os ilícitos de condições artificiais de oferta e demanda, manipulação de preço, operação fraudulenta e prática não equitativa. Em virtude dessas características, a instrução conseguiu se amoldar às novas realidades do

9 VORONOFF, Alice. *Direito Administrativo Sancionador no Brasil: Justificação Interpretação e Aplicação*. Belo Horizonte: Editora Fórum, 2018.

mercado, sendo, justamente por isso, intensamente utilizada até os dias atuais.

Nesse contexto, a regulação equilibrada e o correspondente *enforcement* adequado são fundamentais para que o mercado funcione de forma eficiente, uma vez que se afigura essencial que os potenciais investidores enxerguem o ambiente de negociação dos valores mobiliários como suficientemente seguro para a prática de operações, com o que tenderiam a se sentir confiantes em aplicar seus recursos com objetivo de obter retornos razoáveis. Já em um mercado em que o regulador não fiscalize nem puna os malfeitos cometidos, os investidores deixarão de investir (receosos das irregularidades que ali proliferam) ou exigirão retorno excepcional para seus investimentos (para compensar os riscos de expropriação). Com isso, gera-se um mercado ineficiente, com menos robustez e onde o custo do capital é muito elevado para as companhias abertas que pretendam captar recursos.

Ressalve-se, contudo, que a solução para obter um mercado eficiente não seria simplesmente criar um ambiente fortemente regulado e fiscalizado, pois o excesso de regulação também tornaria o mercado ineficiente em virtude dos custos que necessariamente são impostos por essa regulação exagerada. A virtude da regulação, como normalmente acontece em quase tudo, está no equilíbrio, de forma que há uma relação entre o grau de regulação e os custos dela decorrentes. Nessa equação, há um ponto de otimização da eficiência, quando se atinge uma regulação equilibrada, que evita a maior parte dos ilícitos, mas não onera de forma desproporcional os participantes do mercado no que se refere ao *compliance* regulatório.

Deve-se ter em mente que um mercado sem ilícitos é um ideal inatingível, uma vez que sempre haverá agentes com comportamento desviantes. Combate-se isso não com uma regulação exagerada e que gere um custo desproporcional para todos os participantes, mas sim através de uma fiscalização eficiente do mercado e com processos sancionadores bem conduzidos, com o que será pouco atrativo agir em desconformidade com as regras estabelecidas.

Constata-se, portanto, que a regulação, a fiscalização (*enforcement*) e o processo sancionador constituem as três bases com as quais se busca obter o mesmo objetivo maior, que é garantir um mercado eficiente em que participantes observem as regras postas pela regulação. Essas considerações mais genéricas sobre o papel do processo sancionador como parte da atividade de regulação *lato senso* afigura-se importante para o adequado desenvolvimento do raciocínio a seguir conduzido sobre segurança jurídica e a cautela que se deve ter em relação à aplicação de novas interpretações a situações pretéritas.

2. Grupo de Precedentes 1 – Enquadramento dos investimentos coletivos em Condohotéis no conceito de Valor Mobiliário (CIC – Contrato de Investimento Coletivo).

O primeiro grupo de precedentes tratou do enquadramento das ofertas de contrato de investimento coletivo em condohotéis¹⁰ como ofertas de valores mobiliários sujeitas a registro na CVM, conforme determina o art. 2º, IX da Lei 6.835/76.

Inicialmente, cabe destacar que a qualificação de um ativo como valor mobiliário afigura-se especialmente relevante porque o investimento assim classificado fica sujeito às regras da CVM relativas ao registro de ofertas e suas condições, caso a oferta seja feita publicamente. Com isso, garante-se simetria informacional entre os potenciais investidores, já que todos poderão avaliar o risco do negócio de acordo com as informações obrigatoriamente divulgadas segundo a regulação, além de contar com a supervisão da CVM.

10 O condohotel é um instrumento de financiamento imobiliário voltado ao desenvolvimento de empreendimento hoteleiro na forma de condomínio, para o qual os investidores contribuem financeiramente em troca de rendimentos que dependerão do desempenho do empreendimento.

2.1. Evolução do Conceito de Valor Mobiliário.

Conforme a definição legal originalmente prevista na Lei 6.385/76, somente eram considerados valores mobiliários os títulos emitidos pelas sociedades anônimas expressamente referidos na Lei 6.404/76 (ações, debêntures, bônus de subscrição, partes beneficiárias e certificados de depósitos) ou aqueles aos quais fosse atribuído esse caráter pelo Conselho Monetário Nacional.

Antes da reforma legislativa que originou a Lei 10.303/01, portanto, a CVM não tinha competência para fiscalizar as ofertas públicas de ativos que não se enquadrassem nas opções acima (o que se tornou notório diante de escândalos, como aquele que ficou conhecido como “Boi Gordo”¹¹). A alteração promovida pela Lei 10.303/01 (que inicialmente constou da Medida Provisória 1637/98) ampliou o conceito de valor mobiliário de modo a permitir que investimentos coletivos ofertados ao público fossem assim considerados independentemente da natureza do emissor ou de sua vinculação a títulos tradicionais. Tal mudança obrigou o mercado a assimilar conceitos mais abertos para a classificação de investimento como valor mobiliário, o que nem sempre aconteceu de maneira tranquila. Sobre esse fenômeno, afigura-se interessante trazer a esclarecedora análise realizada por Ary Osvaldo Mattos Filho:

A nossa legislação passou a adotar, símile à legislação norte-americana, os conceitos abertos, tais como ‘quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo’[...] Foi a partir dessa mudança de nossa legislação que os nossos doutrinadores foram buscar em *Howey* os elementos

11 Antes da edição da MP 1637/98, empresas como a Fazendas Reunidas Boi Gordo popularizaram um tipo de oferta de investimento coletivo ao público lastreado na criação de gado e cuja geração de lucro dependia do peso e do valor de mercado dos animais. Sem qualquer tipo de fiscalização à época por parte da CVM, milhares de investidores incorreram em prejuízos graves.

caracterizadores desse contrato matricial em relação às demais hipóteses previstas em lei. Sob esse aspecto é que busquei enfatizar que as caracterizações constantes em *Howey* foram resultantes de uma análise da evolução jurisprudencial norte-americana, desde o início do século XX até sua cristalização em 1946. Porém, creio que também seja importante ressaltar que esse não é um processo acabado e, portanto, imutável.¹²

A discussão, nos EUA, acerca da natureza do contrato de investimento coletivo (CIC) levou algumas décadas até que fossem definidos os requisitos necessários para sua caracterização como valor mobiliário no célebre precedente “*Securities and Exchange Commission v. W.J. Howey Co*”. O caso *Howey* envolveu ofertas, formalizadas por contratos independentes, de pequenos terrenos para plantação de frutas cítricas, que seriam operados por prestadores de serviços profissionais a fim de gerar retornos financeiros aos adquirentes. As ofertas destacavam que os retornos do investimento não seriam possíveis caso o proprietário explorasse diretamente o terreno.

Tendo em vista que os CIC são instrumentos de financiamento que podem assumir diversos formatos em diferentes setores, desde o “caso *Howey*”, as decisões da Suprema Corte dos EUA¹³ optaram por fazer uma análise da substância econômica do investimento a fim de enquadrá-lo como valor mobiliário sujeito a registro. Tal investigação, conforme consolidado pela jurisprudência norte-americana, materializa-se na submissão aos requisitos do denominado “*Howey Test*”, isto é, a existência de “*contract, transaction, or scheme whereby a person*

12 MATTOS FILHO, Ary Osvaldo. Valores Mobiliários. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). *Tratado de Direito Comercial: Sociedade Anônima*. São Paulo: Saraiva, 2015. v. 3, p. 36-37.

13 Como outros exemplos de decisões da *Supreme Court* acerca do enquadramento de ofertas de investimentos no conceito de CIC sujeito a registro, temos: *Continental Marketing Corporation v. Securities and Exchange Commission*; *Securities and Exchange Commission v. Cultivated Oyster Farms Corp*; *Securities and Exchange Commission v. Bourbon Sales Corp*.

invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party".¹⁴

No Brasil, esses mesmos requisitos foram consolidados no inciso IX do art. 2º da Lei 6.835/76, que dispõe que são valores mobiliários:

Art. 2º (...) IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

Com a introdução desse conceito aberto na legislação, a CVM, em exercício similar ao que acontece na *common law*, passou a avaliar casuisticamente a obrigatoriedade de registro do investimento, o que, em essência, implica avaliar a legitimidade da fiscalização da própria Autarquia sobre essa então nova “espécie” de agentes emissores.¹⁵

A evolução dos vários usos e formas de CIC está relacionada ao dinamismo e criatividade característicos do mercado de capitais. Entretanto, ao mesmo tempo em que a inserção de conceitos abertos na regulação permite que a fiscalização da CVM acompanhe a rapi-

14 ESTADOS UNIDOS. Supreme Court. SEC v. Howey Co., 328 U.S. 293. Data de Julgamento: 27 mai. 1946. Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/>>. Acesso em: 22 dez. 2020.

15 Conforme Gabriela Cordoniz, Laura Patela e Marina Copola: “Na prática, é a amplitude da previsão do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76 que atribui à CVM o dever de analisar os casos específicos, manifestando-se a respeito do cabimento e da conveniência de sua supervisão e, conseqüentemente, regulamentando a matéria”. (COPOLA, Marina; CORDONIZ, Gabriela; PATELA, Laura. Comentários ao Artigo 2º. In: CORDONIZ, Gabriela (Coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 72).

dez de desenvolvimento desse mercado, ela também dificulta a assimilação dos agentes, principalmente os que não são operadores típicos, acerca da natureza dos investimentos. É o que será explorado a seguir.

2.2. Enquadramento de Condohotel no Conceito de CIC.

A análise do inciso IX da redação atual do art. 2º da Lei 6.385/76 não deixa dúvida de que o investimento em condohoteis envolve, cumpridos os requisitos de publicidade, oferta pública a partir da qual o investidor aplica certo valor em empreendimento e espera um retorno financeiro cujo sucesso depende da atuação de terceiros: da incorporadora e do empreendedor hoteleiro. Apesar da clareza, no presente estágio da evolução do tema, quanto ao enquadramento do CIC em condohotel como valor mobiliário, durante algum tempo essa matéria ficou sujeita a diversas perplexidades e elevado grau de imprecisão.

Uma das razões por trás da hesitação inicial sobre o tema decorreu do fato de que, antes de sua inserção como valor mobiliário, o contrato de investimento coletivo já era muito utilizado como modalidade de investimento imobiliário no Brasil, fazendo com que o mercado de condohoteis se desenvolvesse ao largo da regulação da CVM e sob a observância exclusiva das normas sobre incorporação imobiliária (Lei 4.591/64) e do Código Civil. Logo, a percepção dos participantes deste mercado era de que os condohoteis tinham natureza exclusivamente imobiliária,¹⁶ razão pela qual não estariam submetidos às regras próprias do mercado de capitais. A perspectiva de

16 À vista disso, mesmo após a vigência da Lei 10.303/01, nenhum empreendimento condohoteleiro requereu o registro ou dispensa de oferta na CVM até 2012. Isso demonstra que tanto os empreendedores da área, como o mercado de maneira geral, continuaram entendendo que os condohoteis não estariam enquadrados como contratos de investimento coletivo sujeitos a registro.

ficarem submetidos à fiscalização da CVM parecia absurda e inusitada para o seguimento que, inclusive, obteve alguns pareceres jurídicos dizendo o contrário.¹⁷

Quanto à postura da CVM, destaca-se que, após a inserção legislativa, a Autarquia não atuou por mais de uma década para orientar, alertar ou punir os participantes em relação às suas ofertas de condohoteis, ou seja, não houve esforço da CVM para que o mercado ficasse consciente do enquadramento desses empreendimentos como valores mobiliários e sua consequente submissão às regras de registro. Tal “omissão” só foi encerrada em dezembro de 2013, com a publicação de um “Alerta ao Mercado”, no qual a CVM comunicou de forma oficial seu entendimento sobre o enquadramento dos CIC em condohoteis na definição da Lei 6.385/76.

Ainda assim, mesmo com a publicação do alerta em dezembro de 2013, muitos empreendimentos continuaram a oferecer os contratos sem requerer o registro ou a dispensa na CVM, tanto porque remanesciam discussões sobre quais modelos de empreendimento condohoteleiro seriam considerados valores mobiliários (apenas venda de frações ideais ou também no caso de unidades?) e a forma de regularizar a situação, bem como em virtude de as características pró-

17 Nesse sentido, pode-se citar a conclusão do Ex-Presidente da CVM Marcelo Trindade em parecer jurídico solicitado por empreendedor hoteleiro: “(...) nosso entendimento é de que: (i) a oferta ao público de unidades autônomas do Empreendimento Hoteleiro objeto de Contrato de Locação é operação regulada pela Lei de Condomínios e Incorporações (e pela Lei do Inquilinato e pelo Código Civil), que estabelece regime jurídico próprio; (ii) a referida oferta não pode ser caracterizada como uma emissão ou oferta de valores mobiliários, não podendo a Lei nº 6.385/76 ser aplicada à oferta em análise, com a consequente ausência de competência da CVM para supervisionar a operação; e (iii) desde que cumpridos os requisitos legais da Lei de Condomínios e Incorporações, a Incorporadora estará autorizada a iniciar a oferta ao público das unidades autônomas do Empreendimento Hoteleiro” (TRINDADE, Marcelo Fernandez. Oferta ao público de unidades autônomas de empreendimento imobiliário. Não caracterização como emissão ou oferta pública de valores mobiliários. *Revista Brasileira de Direito Civil – RBDCivil*, Belo Horizonte, v. 11, p. 117-142, jan./mar. 2017). Disponível em: <https://rbdcivil.ibdcivil.org.br/rbdc/article/viewFile/21/17>. Acesso em: 11 jan. 2021.

prias dos investimentos condohoteleiros – pulverizados por todo o território nacional e vendidos sem a intermediação tradicional de uma instituição financeira – dificultarem a propagação da informação em nível nacional (os agentes não eram familiarizados com a CVM) e a própria atuação fiscalizadora da autarquia. Esse período que vai da publicação do Alerta de Mercado (dezembro de 2013) até a edição da Deliberação CVM 734/15 (maio de 2015), que estipulou diretrizes concretas para a concessão de dispensas de ofertas públicas de condohotéis, ficou conhecido como “período nebuloso”.¹⁸

Diante desse cenário, o Colegiado da CVM entendeu, por unanimidade, ser impossível a aplicação de medidas punitivas em relação às ofertas feitas antes da publicação do Alerta de Mercado, em dezembro de 2013, uma vez que, até sua publicação, não se encontrava consolidado, nem público o entendimento da própria Autarquia quanto à sua competência de fiscalizar tais investimentos. Em maio de 2015, com a publicação da Deliberação 734, não apenas o entendimento da CVM se tornou institucionalizado, como o mercado já havia tido tempo de assimilar corretamente a natureza desses investimentos, de modo que não restaria dúvida quanto à punição das ofer-

18 Nesse período (2014-2015), o Colegiado da CVM decidiu individualmente sobre pedidos de registro de condohotéis: BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº RJ 2014/1503. Relator: Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE. Data de Julgamento: 30 abr. 2014; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº RJ 2014/6342. Relator: Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE. Data de Julgamento: 12 ago. 2014; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº RJ2014/5323. Relator: Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE. Data de Julgamento: 2 set. 2014; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº RJ2014/9466. Relator: Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE. Data de Julgamento: 29 out. 2014; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº RJ2014/10135. Relator: Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE. Data de Julgamento: 25 nov. 2014. Na prática, o período de incerteza simbolizou que, apesar do sinal dado pela CVM acerca de sua posição, os agentes do mercado imobiliário – desacostumados com as comunicações advindas da Autarquia, com exceção dos que eram companhias abertas – ainda estavam em processo de assimilação da modificação do posicionamento do regulador, até porque regras mais claras acerca do registro/dispensa só foram definitivamente definidas com a Deliberação 734.

tas realizadas sem o devido registro/dispensa após essa data. Quanto à punibilidade sobre as ofertas realizadas durante o período nebuloso (aproximadamente 1 ano e 5 meses), que foi da publicação do alerta até a edição da Deliberação 734, entendeu-se que a aplicação de sanção administrativa dependeria da análise de cada caso concreto, uma vez que a assimilação dos participantes quanto ao enquadramento do investimento dependeria de vários fatores, dentre eles, o porte do emissor, o recebimento de ofícios por parte da CVM e eventual requerimento de dispensa de registro de novas ofertas realizadas após o alerta.

3. Grupo de Precedentes 2 – *Spoofing* e *Layering* como Técnicas de Manipulação de Preços.

O segundo grupo de precedentes avaliou a utilização de “estratégias” de inserção de ordens artificiais de compra e venda de ativos no livro de negociação da bolsa de valores – conhecidas como *spoofing* e *layering* – como práticas de “manipulação de preços”, infração prevista no item II, “b”, da Instrução CVM 08/79 (ICVM 08).

Como mencionado no início deste trabalho, a ICVM 08 é um exemplo clássico de tipificação “aberta” na regulação brasileira, que visa a dar uma maior flexibilidade à atuação da CVM no acompanhamento do desenvolvimento das práticas de mercado. Conforme aponta Nelson Eizirik, apesar da generalidade da instrução muitas vezes causar alguma confusão entre os tipos de “criação de condições artificiais” e “manipulação de preços”, é certo que o que se busca proteger, de maneira geral, através dessa regra, seria “a regularidade e transparência do mercado de valores mobiliários, assegurando que o processo de formação de preços seja regido pela oferta e demanda”.¹⁹

19 EIZIRIK, Nelson. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, op. cit., p. 547-548.

3.1 Spoofing e Layering.

Em ambiente que prolifera *high frequency trading*,²⁰ o *spoofing* e o *layering* são “estratégias” que buscam induzir os preços dos ativos listados na bolsa de valores por meio de uma pressão artificial aplicada aos outros operadores. O *spoofing* consiste na inserção de uma oferta de compra ou venda “efetiva”, a qual o investidor pretende realizar, de um lado do livro de operações, simultaneamente à inserção de uma oferta “artificial” de lote expressivo de ativos do outro lado do livro. Já no *layering*, simultaneamente à oferta “efetiva”, são inseridas várias ofertas “artificiais” do lado oposto do livro. Nos dois casos, após a execução das ofertas efetivamente pretendidas, as ofertas “artificiais” são canceladas imediatamente.²¹

Tanto no *spoofing* quanto no *layering*, a pressão sobre os preços negociados ocorre pela inserção de ofertas “artificiais” que geram informações simuladas no sistema de negociação da bolsa de valores (“livro”) e servem para atrair contrapartes ao lado oposto do qual está a oferta “efetiva”, favorecendo o fechamento das operações nas condições efetivamente desejadas pelo infrator. Graças a automatização do sistema da bolsa, todo esse processo consome fração muito reduzida de tempo (poucos segundos ou até mesmo milissegundos).

Percebendo uma maior tendência dos investidores e corretoras de se utilizarem de meios tecnológicos para perpetuar infrações desse tipo, a BM&FBovespa Supervisão de Mercado (BSM), a partir de 2012, lançou iniciativas de monitoramento de práticas abusivas

20 A partir da década de 1990, a bolsa de valores passou a operar por meio de uma plataforma automatizada (sistema Mega Bolsa) que, desde então, evoluiu a ponto de permitir que operadores realizem transações em ambiente totalmente virtual em curto período de tempo e a partir de algoritmos pré-estabelecidos (estes são chamado de *high-frequency traders*).

21 Para uma leitura mais profunda sobre o tema, sugerimos a leitura do artigo de autoria de Marcos Saldanha Proença, que analisou os precedentes da CVM sobre o tema: PROENÇA, Marcos Saldanha. Spoofing e Layering, as Novas Formas de Manipulação de Preços. In: BORBA, Gustavo Tavares; BORBA, Rodrigo Tavares; ALMEIDA, José Gabriel Assis de (Coord.). *Comissão de Valores Mobiliários: Precedentes Comentados*. Rio de Janeiro: Forense, 2020, p. 403-413.

como o *spoofing* e o *layering*, definindo seus elementos, emitindo alertas aos participantes diante de indícios de irregularidades e inserindo explicitamente, nas regras de acesso ao mercado, as duas práticas como condutas que devem ser identificadas e coibidas pelos participantes:²²

Item 126. O Participante deve monitorar todas as operações e ofertas por ele intermediadas, com o propósito de identificar, avaliar, registrar, coibir e comunicar, pelo menos ao diretor responsável, as situações definidas na regulamentação vigente como Práticas Abusivas, de que são exemplos: criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço; manipulação de preços; operações fraudulentas; práticas não equitativas; Layering; e Spoofing.
(...)

Layering – Inserção de ofertas de compra e/ou de venda de um valor mobiliário, em conluio com outra(s) pessoa(s) ou não, por preços e volumes diferentes, em intervalos reduzidos de tempo e com altas taxas de cancelamento, visando alterar as condições de demanda, oferta ou preço do valor mobiliário.

Spoofing – Inserção de ofertas limitadas de compra (ou de venda) por diferentes preços, sem a intenção de executá-las, inserindo subsequentemente oferta(s) de venda (ou de compra) do outro lado do livro que, após ser(em) executada(s), segue(m)-se da rápida remoção das ofertas limitadas inseridas inicialmente.

22 Programa de Qualificação Operacional – Roteiro Básico. Disponível em:

No âmbito internacional, o *spoofing* e o *layering* passaram a ser previstos, a partir do final da primeira década do século XXI, com mais precisão nas regras sobre mercado de capitais. Nesse sentido, o *Dodd-Frank Act*, na sequência da crise financeira de 2008, alterou a legislação americana aplicável ao mercado de derivativos e commodities (*Commodity Exchange Act*) visando a aumentar a transparência do sistema financeiro por meio da proibição da prática de *spoofing* ou qualquer outra prática não equitativa semelhante:²³

SEC 747. ANTIDISRUPTIVE PRACTICES AUTHORITY

Section 4c(a) of the Commodity Exchange Act (7 U.S.C. 6c(a)) (as amended by section 746) is amended by adding at the end of the following:

(5) DIRUPTIVE PRACTICES – It shall be unlawful for any person to engage in any trading practice, or conduct on or subject to the rules of a registered entity that –

(A) violates bids or offers;

(B) demonstrates intentional or reckless disregard for the orderly execution of transactions during the closing period; or

(C) is of character of, or is commonly known to the trade as ‘*spoofing*’ (*bidding or offering with*

23 Disponível em: «<https://www.federalregister.gov/documents/2010/11/02/2010-27547/anti-disruptive-practices-authority-contained-in-the-dodd-frank-wall-street-reform-and-consumer>». Acesso em: 23 dez. 2020. Nesse sentido, ver também o *Interpretative Guidance and Policy Statement on Disruptive Practices* da CFTC, publicado em 2011, na qual a entidade forneceu ao público orientações gerais sobre a proibição de práticas não equitativas e exemplos de condutas que podem ser enquadradas como *spoofing*. Disponível em: «https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/dtp_factsheet.pdf». Acesso em: 22 dez. 2020.

the intent to cancel the bid or offer before execution).

(6) RULE MAKING AUTHORITY – The Commission may make and promulgate such rules and regulations as, in the judgment of the Commission, are reasonably necessary to prohibit the trading practice described in paragraph (5) and any other trading practice that is disruptive of fair and equitable trading.

(7) USE OF SWAPS TO DEFRAUD – It shall be unlawful for any person to enter into a swap knowing, or acting in reckless disregard of the fact, that its counterparty will use the swap as part of a device, scheme, or artifice to defraud any third party (grifos do autor).

Na União Europeia, o *Final Report* divulgado pela *European Securities and Market Authority* (ESMA) em 2015 passou a prever o *spoofing* e o *layering* como hipóteses de manipulação de mercado nos seguintes termos: “*submitting multiple or large orders to trade often away from the touch on one side of the order book in order to execute a trade on the other side of the order book (...) usually known as layering and spoofing*”.²⁴

3.2 Enquadramento na ICVM 08/79.

Apesar do esforço internacional em prever específica e nomeadamente o *spoofing* e o *layering* como condutas ilícitas no âmbito do mercado de capitais, no Brasil, essas práticas não estão especi-

²⁴ ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation (ESMA/2015/224). Disponível em: <<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-224.pdf>>. Acesso em: 23 dez. 2020.

ficamente nomeadas em nenhuma lei ou instrução normativa. Os julgamentos na CVM, contudo, não buscaram avaliar as condutas à luz de conceitos internacionais previstos em normas estrangeiras, mas sim avaliar se as duas práticas poderiam ser enquadradas no conceito de “manipulação de preços”, tal como definida na ICVM 08/79.

Nesse contexto, por mais que o *spoofing* e o *layering* sejam práticas que só puderam contar com maior desenvolvimento com o advento da tecnologia virtual para negociação nas bolsas de valores ou mercado de balcão organizado e ainda não estejam explicitamente nominadas como infrações na regulação brasileira, ambas são condutas que podem ser punidas pela CVM quando, na análise do caso concreto, ficarem configurados os requisitos mínimos para enquadramento da conduta no conceito de manipulação de preços, o que demanda “a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda”.

Conforme bem apontado nos dois julgados, a irregularidade das práticas não está na inserção de ofertas simultâneas nas duas partes do livro, nem na colocação de ofertas expressivas ou múltiplas ou em seu posterior cancelamento. A caracterização do *spoofing* e do *layering* como prática ilícitas deve levar em consideração a existência conjunta de todos esses fatores – identificados pela BSM a partir da observância da prática de mercado e, posteriormente, adotados pela área técnica da CVM quando da instauração dos processos – em conjunto com a intenção de alterar a cotação dos ativos por meio dessa “estratégia”.²⁵

25 Conforme o voto do Diretor Henrique Machado no julgamento do PAS CVM SEI nº 19957.005977/2016-18 (*spoofing*): “Evidentemente, não é irregular ter ofertas em ambos os lados do livro, no de ofertas de venda e no de ofertas de compra. Também não é irregular registrar ofertas expressivas em qualquer desses lados. E tampouco é irregular cancelar rapidamente qualquer um desses registros. Entretanto, quando esses elementos são organizados propositalmente em processo destinado a alterar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiro à sua compra ou venda, tem-se por caracterizada a manipulação de preços de que trata o inciso I, c/c o item II, “b”, da Instrução CVM nº 8/79, modalidade spoofing” (BRASIL. Comis-

Conforme as decisões do Colegiado nos dois casos, o *spoofing* e o *layering* podem ser considerados, portanto, modalidades da conduta tipificada na ICVM 08/79, item II, “b”.²⁶ A tipificação aberta da regulação fez com que a CVM pudesse avaliar e punir diversas práticas configuradoras de manipulação de preços que, diante do processo legítimo e dinâmico do mercado, sequer poderiam ser especificamente concebidas quando da edição da norma. Nesse sentido, salienta-se que o tema já foi bastante explorado em diversos processos da CVM que analisa o ilícito sobre diferentes matizes, restando incontroverso o posicionamento da Autarquia quanto à punibilidade da conduta.²⁷

são de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM SEI nº 19957.005977/2016-18. Relator: Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. Data de Julgamento: 13 mar. 2018).

26 No julgamento do caso de *spoofing* surgiu uma questão acerca do enquadramento desta prática na alínea “a” do item II da ICVM 08 (“criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários”), conforme o entendimento da BSM, e não na alínea “b” do mesmo item (“manipulação de preços no mercado de valores mobiliários”), que seria o entendimento da Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI). Reconhecendo que os dois tipos estão intrinsecamente relacionados e visam preservar a integridade do mercado, o Diretor Relator seguiu o entendimento da área técnica da CVM. Na ocasião, um dos autores do presente artigo (Gustavo Borba), em declaração de voto, esclareceu que “O objetivo principal, nesses casos, parece ser a manipulação de preços, mas esse desiderato final é atingido por meio da criação de condições artificiais de demanda. Nesse contexto, e buscando subsídios no direito penal, entendo ser aplicável ao caso o princípio da consunção ou da absorção, segundo o qual a infração principal, que define o objetivo do infrator, absorve as outras infrações que constituem meios para atingir o propósito final. No caso, o objetivo final seria a manipulação de preços (com o que se permitiria a realização da operação nas condições desejadas), o que seria realizado por meio de criação de condições artificiais de demanda (ordem artificial no outro lado do “livro”). Desta forma, embora o entendimento da BSM não possa ser considerado despropositado (tanto que realmente foram criadas condições artificiais de demanda), entendo que a tipificação adotada pela SMI, à luz do princípio da consunção ou absorção, seria a mais adequada para a situação específica em análise”.

27 Ao longo dos 40 anos de publicação da ICVM 08, inúmeros precedentes foram julgados e publicados sobre a matéria. Desse modo, por mais aberta que seja a concepção exarada na instrução, jamais poderia se dizer que a CVM não avaliou condutas de manipulação de preços. Destacam-se: BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM 26/00. Relator: Diretor Wladimir Castelo Branco Castro. Relator do voto vencedor: Diretor Eli Loria. Data de Julgamento: 12 dez. 2002; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Admi-

4. Segurança Jurídica no Processo Administrativo Sancionador.

Diante da análise dos precedentes, parte-se agora para análise da segurança jurídica no âmbito da atividade sancionadora da CVM. Tomamos como base as questões trazidas nos julgados acima descritos, o artigo analisa a necessidade de um período de assimilação para que os participantes se adaptem à existência de uma nova interpretação do regulador sobre a natureza de determinada conduta, cotejando e diferenciando essa hipótese dos precedentes que abordaram a questão da nova modelagem fática para um tipo de irregularidade já prevista na regulação. Inicialmente, faremos uma breve análise de como o princípio da segurança está positivado no direito brasileiro, para depois analisar sua aplicação aos casos apreciados nos dois grupos de precedentes e, por último, trazer a discussão para o caso mais recente dos influenciadores digitais, que tem íntima relação com essa discussão.

4.1 Segurança Jurídica no Direito Brasileiro.

O princípio da segurança jurídica se faz presente em nosso

nistrativo CVM TA-RJ 2001/6226. Relatora: Diretora Norma Parente. Data de Julgamento: 15 mai. 2003; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador 2001/0236. Relator: Diretor Eli Loria. Data de Julgamento: 19 jul. 2004; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador 06/01. Relator: Diretor Wladimir Castelo Branco Castro. Data de Julgamento: 9 dez. 2004; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador 05/01. Relatora: Diretora Norma Parente. Data de Julgamento: 21 jun. 2004; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador 14/00. Relator: Diretor Wladimir Castelo Branco Castro. Data de Julgamento: 17 dez. 2004; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador 2004/2131. Relatora: Diretora Norma Parente. Data de Julgamento: 19 jan. 2005; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador 06/95. Relatora: Diretora Norma Parente. Data de Julgamento: 5 mai. 2005; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador 2005/7389. Relator: Diretor Marcelo Fernandez Trindade. Data de Julgamento: 10 out. 2006; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador 16/03. Relator: Diretor Wladimir Castelo Branco Castro. Data de Julgamento: 8 nov. 2006.

ordenamento de diversas formas, dentre as quais se inclui a edição e aplicação de normas que respeitem as legítimas expectativas das pessoas. Nesse sentido, o Poder Legislativo e os Entes Reguladores, apesar de não estarem limitados por tais expectativas, precisam editar e aplicar normas que não criem uma situação de instabilidade constante ou que causem danos injustificados.

Como explica José dos Santos Carvalho Filho, enquanto o princípio da segurança jurídica traz um aspecto objetivo à ideia de estabilidade das relações jurídicas, o seu corolário, que é o princípio de proteção à confiança, destaca o aspecto subjetivo que está relacionado ao “sentimento do indivíduo em relação a atos, inclusive e principalmente do Estado, dotados de presunção de legitimidade e com a aparência de legalidade”.²⁸

A previsibilidade da atuação estatal é, portanto, reconhecida e importante na edição e aplicação de normas jurídicas, diante de expectativas construídas em virtude da passagem do tempo (aspecto objetivo) e calcadas na boa-fé objetiva (aspecto subjetivo). Isso se mostra especialmente relevante na realidade atual, na qual, conforme alerta Luís Roberto Barroso, as legítimas expectativas tendem a ser minimizadas em detrimento da interpretação pragmática das normas:

A velocidade das mudanças, não só econômicas, tecnológicas e políticas, mas também jurídicas, e a obsessão pragmática e funcionalizadora, que também contamina a interpretação do Direito, não raro encaram as pessoas, seus sonhos, seus projetos e suas legítimas expectativas como miudezas a serem descartadas.²⁹

28 CARVALHO FILHO, José dos Santos. *Manual de Direito Administrativo*. 32ª ed. São Paulo: Atlas, 2018, p. 90.

29 BARROSO, Luis Roberto. “Em algum lugar do passado: segurança jurídica, direito intertemporal e o novo código civil”. In: ANTUNES ROCHA, Cármen Lúcia (Coord). *Constituição e segurança jurídica: direito adquirido, ato jurídico perfeito e coisa julgada. Estudos em homenagem a José Paulo Sepúlveda Pertence*. 2ª Ed. Belo Horizonte: Fórum, 2005, p. 137-163.

No âmbito das decisões do Poder Judiciário, o princípio foi positivado com a Lei 9.868/99 que, em seu art. 27, dispõe que a segurança jurídica pode vir a justificar a produção de efeitos de lei inconstitucional:

Art. 27. Ao declarar a inconstitucionalidade de lei ou ato normativo, e tendo em vista razões de segurança jurídica ou de excepcional interesse social, poderá o Supremo Tribunal Federal, por maioria de dois terços de seus membros, restringir os efeitos daquela declaração ou decidir que ela só tenha eficácia a partir de seu trânsito em julgado ou de outro momento que venha a ser fixado.

No âmbito administrativo, o art. 2º da Lei 9.784/99 também é muito claro quanto à observância do princípio da segurança jurídica:

Art. 2º A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência.

Mais recentemente, e evidenciando uma tendência atual para a preservação desse valor, a Lei 13.655/18 acrescentou o art. 30 à Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (LINDB), elencando alguns meios – não exclusivos – pelos quais as autoridades podem contribuir com a preservação da segurança jurídica na aplicação das normas:

Art. 30. As autoridades públicas devem atuar para aumentar a segurança jurídica na aplicação das normas, inclusive por meio de regulamentos, súmulas administrativas e respostas a consultas.

Conforme explorado na parte inicial do artigo, o mercado de capitais se sustenta numa rede complexa de relações³⁰ que, em última instância, dependem da confiança e da previsibilidade do comportamento dos agentes – e do regulador – para funcionar de forma eficiente. Qualquer mudança brusca nessa estrutura é capaz de provocar efeitos verdadeiramente catastróficos. É o que destaca Carlos Henrique Abrão, ao fazer o seguinte comentário sobre a aplicação do princípio da segurança jurídica às peculiaridades da fiscalização da CVM:

Conferiu-se às autoridades públicas o poder-dever comportamental de colaborar com o aumento da segurança jurídica na aplicação das normas, inclusive mediante regulamentos, súmulas administrativas e respostas a consultas, conforme o artigo 30 da Lei nº 13.655/18. Forte nesse aspecto, caberá à autarquia federal, diante da sua experiência e flexibilidade das sanções, analisar a repercussão da conduta, seu potencial de menor gravidade e ainda meios punitivos alternativos.³¹

Diante desse quadro normativo, resta claro que a CVM, como autarquia federal integrante da administração pública, responsável

30 Conforme muito bem observou Valter Shuenquener de Araújo sobre o princípio da confiança na atuação estatal: “[...] o elevado dinamismo da sociedade contemporânea e a forte influência que o Estado exerce sobre a vida dos administrados exigem uma preservação mais firme das expectativas legítimas originadas da atuação estatal. Sem a preservação da confiança, o desenvolvimento econômico de um país fica debilitado, e apenas relações jurídicas menos complexas tornam-se viáveis. A confiança é, portanto, um relevante e imprescindível redutor da complexidade nas relações sociais. Não se pretende, com a tutela da confiança, impedir a evolução do direito, mas estimular que ela ocorra da forma menos traumática possível sem fragilizar a reputação estatal” (ARAÚJO, Valter Shuenquener. *O Princípio da Proteção da Confiança: uma Nova Forma de Tutela do Cidadão diante do Estado*. Niterói: Impetus, 2009, p. 237).

31 ABRÃO, Carlos Henrique. “Processo Sancionador da CVM”. In: ABRÃO, Carlos Henrique et al (Coord.) *Processo Sancionador: Banco Central e CVM – Lei nº 13.506/2017*. São Paulo: Editora Iasp, 2018, p. 178.

não apenas pela edição de normas regulatórias, como também pela fiscalização das condutas dos agentes de mercado, deve buscar preservar a segurança jurídica respeitando as expectativas legítimas criadas quanto à sua atuação, de modo a, em busca da maior eficiência e sempre prestigiando o princípio da razoabilidade, não prejudicar imotivada e desproporcionalmente os participantes do mercado.

4.2. Segurança Jurídica nos Precedentes de Condohotel e *Spoofing/Layering*.

Ao comparar os dois grupos de precedentes, pode-se constatar que ambos trataram do cabimento da aplicação de punições administrativas diante de condutas que, em razão da evolução rápida do mercado de capitais, poderiam gerar insegurança jurídica ou tornar insubsistente as razões para aplicação da pena.

Em ambos os casos, a segurança jurídica foi invocada como argumento de defesa para sustentar a ideia de que não se poderia aplicar uma nova interpretação das normas a fatos pretéritos ou invocar normas antigas para abranger novas modelagens de operação, uma vez que processo sancionador demandaria a previsão de condutas “apropriada” ou “especificamente” definidas pela CVM como ilícitas. Apesar de o *spoofing* e o *layering* não estarem, assim como as ofertas de condohoteis não estiveram por muitos anos, abarcados de maneira explícita pela legislação e pelas normas da CVM, os dois grupos de precedentes diferem em quatro pontos cruciais, que levaram a Autarquia a chegar, justificadamente, a conclusões diversas quanto à aplicação de sanções.

O primeiro ponto de divergência diz respeito à própria *evolução legislativa*. No caso das ofertas de condohoteis, a dúvida quanto ao seu enquadramento como valor mobiliário remetia à uma substancial reforma legislativa, muito influenciada pela experiência internacional e pelo boom dos investimentos coletivos na década de 1990 no Brasil, que buscou trazer as configurações de contrato de investimen-

to coletivo para dentro da definição de valor mobiliário sujeito a registro na CVM. Conforme já exposto, a inclusão dos CIC na legislação exigiu tempo de assimilação pelos participantes do mercado e pela própria CVM, a qual, durante anos, deixou de fiscalizar uma série de ofertas realizadas de maneira irregular. No caso do *spoofing* e do *layering*, não se pode falar que houve mudanças significativas na legislação – o que poderia justificar um período de adaptação aos participantes – já que ela sequer seria necessária, haja vista a existência de regra abrangente na ICVM 08 para práticas que visam a alterar as configurações naturais do mercado.

O segundo ponto está relacionado à própria dúvida que pairava acerca da *natureza dos investimentos*. Nos precedentes de condohotel, existia uma dúvida legítima quanto ao enquadramento das ofertas no conceito de CIC sujeito a registro. Tal dúvida foi fomentada não apenas pelo entendimento de que se tratava de investimento de natureza imobiliária, como pelo próprio tempo de assimilação necessário após a reforma legislativa para corretamente compreender todos os aspectos da disruptiva alteração do conceito sobre valor mobiliário – tempo que, como visto, influenciou até a postura da CVM.³² Nos precedentes de *spoofing* e *layering*, por outro lado, existia, no máximo, uma dúvida pessoal dos acusados quanto ao enquadramento das práticas no conceito de manipulação de preços. Isso porque, como visto acima, a configuração desse ilícito exige apenas a submissão aos requisitos da ICVM 08, que tipifica condutas de forma propositadamente aberta, com o propósito de se amoldar às

32 No caso concreto, a inércia por parte da CVM estava relacionada ao mesmo período de adaptação que não permitiu a observância das regras sobre registro de oferta pelos próprios participantes. Conforme resumido no voto do Processo Administrativo CVM SEI nº 19957.004122/2015-99: “[...] se a deficiência de fiscalização decorre, por exemplo, da deficiência da estrutura de um ente estatal, isso em nada poderá influenciar a incidência de norma durante certo período, mas quando a norma não é fiscalizada porque havia dúvida plausível sobre sua aplicação, considero descabida a penalização do particular que, de boa fé, deixou de observá-la” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM SEI nº 19957.004122/2015-99. Relator: Diretor Gustavo Tavares Borba. Data de Julgamento: 12 abr. 2016).

novas variações que constantemente surgem em um mercado inovador e sofisticado como o de capitais (os precedentes sobre o tema evidenciam essa evolução). Não se poderia, pois, falar de “dúvida geral do mercado” acerca da natureza do *spoofing* e do *layering*, nem, tampouco, de conduta da CVM que tenha contribuído para eventual perplexidade.

O terceiro ponto se relaciona à *habitualidade dos agentes* no mercado de capitais. Ao contrário dos ofertantes do primeiro grupo de precedentes, ou seja, empreendedores do ramo imobiliário, que não estavam acostumados a lidar com as comunicações e exigências da CVM, os acusados do segundo grupo eram participantes típicos do mercado de capitais e operadores habituais da bolsa de valores, de modo que não poderiam alegar qualquer tipo de ignorância quanto à ilicitude da conduta,³³ pois, devido ao seu comportamento, era de se esperar que estivessem totalmente cientes das normas regulatórias aplicáveis.

O quarto e último ponto concerne à *postura da CVM*. Da alteração legislativa (em 1998) até a publicação do Alerta de Mercado (em 2013) – ou, discutivelmente, até o final do “período de incerteza”, com a edição da Deliberação 734 em maio de 2015 –, não houve qualquer posicionamento concreto da CVM quanto à classificação do investimento condohoteleiro como CIC, conceito aberto que, por si só, já vinha sofrendo dificuldade de assimilação pelo mercado, dado ao caráter disruptivo em relação aos conceitos tradicionais de valor mobiliário. A CVM, muito pelo contrário, não tomou, por mais de 10 anos,³⁴ qualquer providência a fim de orientar o mercado ou fiscalizar

33 O erro de proibição é reconhecido pelo direito penal quando o indivíduo tem um justificado desconhecimento da ilicitude da conduta praticada, ou seja, quando ele não tem como saber que tal prática é ilícita. Conforme o art. 21 do Código Penal: “O desconhecimento da lei é inescusável. O erro sobre a ilicitude do fato, se inevitável, isenta de pena; se evitável, poderá diminuí-la de um sexto a um terço”. Não se trata, como se percebe, de hipótese que estivesse presente em relação aos praticantes de *spoofing* e *layring*.

34 Conforme referenciado no Processo Administrativo CVM nº 19957.004122/2015-99 (“Caso

eventuais ofertas irregulares, o que contribuiu para criar nos agentes uma legítima expectativa de que os condohoteis não estavam sujeitos à fiscalização da CVM. Diversamente, nos casos do segundo grupo de precedentes, não há que se falar em omissão da CVM, pois, além de a conduta de manipulação de preços estar prevista em norma regulatória desde 1979, a autarquia e o autorregulador (BSM) constantemente analisaram casos relacionados a este ilícito.

Fica claro, portanto, que a segurança jurídica é um valor que deve ser preservado em sintonia com as características concretas analisadas em cada caso. Com isso, proteje-se o regulado de mudanças bruscas e inesperadas de posição do regulador, sem que, por outro lado, isso represente um escudo para atuações sabidamente irregulares de participantes, que se utilizam de uma nova modelagem formal para perpetuar uma infração já definida, ainda que de forma aberta, na regulação aplicável.

4.3 Influenciadores Digitais como Analistas de Investimentos: Posição Atual da CVM.

Importante, por fim, registrar que, mais recentemente, a questão da segurança jurídica voltou a permear discussões no âmbito da CVM diante da crescente onda de influenciadores digitais de investimentos em um contexto de vertiginoso incremento da participação de pessoas naturais (pequenos investidores) no mercado de capitais brasileiro. Com o advento das redes sociais, plataformas como Twitter e Instagram passaram a servir como meios para que pessoas influentes (*influencers*) se utilizassem de sua extensa base de seguidores para fazer recomendações de ativos.

Oliva”), mesmo depois do alerta, a CVM ainda por algum tempo agiu apenas por provocação dos investidores (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM SEI nº 19957.004122/2015-99. Relator: Diretor Gustavo Tavares Borba. Data de Julgamento: 12 abr. 2016).

Como se sabe, a recomendação de investimentos feita profissionalmente é atividade privativa do analista de valores mobiliários e está regulada pela Instrução CVM 598/18, que exige que aquele que “elabora relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros” (art. 1º, *caput*) que “possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento” (art. 1º, §1º) seja credenciado em entidade autorizada pela CVM (art. 2º).

Diante do alcance impulsionado pelas redes, que é capaz de influenciar os preços do mercado, a CVM passou a observar mais de perto as atividades exercidas no ambiente virtual. Em novembro de 2020, a Autarquia divulgou o primeiro alerta (Ofício-Circular 13/2020) sobre a atuação dos *influencers*, esclarecendo alguns pontos, dentre eles, que o credenciamento é necessário apenas àqueles que exercem a atividade de maneira profissional.

Nesse sentido, o alerta destacou que a linguagem adotada nos canais é de extrema importância para avaliar a caracterização do serviço como profissional. Segundo o item 6, quaisquer mensagens que adotem “*teor mais assertivo ou apelativo reforçam a configuração de uma tentativa do agente de convencer e induzir os destinatários a segui-lo*”, ou seja, são capazes de influenciar a tomada de decisão dos investidores.³⁵ O item seguinte alerta que as recomendações que visam a criação de condições artificiais de mercado, manipulação de preços, operações fraudulentas ou práticas não equitativas no geral podem se enquadrar nos ilícitos previstos na ICVM 08/79 – independentemente de serem exercidas por profissionais.

Novamente, trata-se de situação em que a evolução natural da sociedade em geral e das práticas de mercado em particular, influenciada pelo rápido avanço tecnológico, trouxe um quadro de incerteza jurídica quanto à competência da CVM para fiscalizar e punir condu-

35 Disponível em: «<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-1320.html>». Acesso em: 29 dez. 2020.

tas que não estavam detalhada e especificamente previstas de maneira expressa nas normas. De fato, a atividade de analista de investimentos que opera por meio das redes sociais não está expressamente regulada pela CVM, mas isso não significa que o regulador não possa fiscalizar condutas que eventualmente se enquadrem nas instruções em vigor.

Nessa linha, destaca-se que os indivíduos que porventura estejam exercendo sua atividade profissional de analista de valores mobiliários por meio das redes sociais são participantes habituais do mercado e, portanto, devem estar cientes das limitações impostas pela CVM para o exercício da atividade – seja ela realizada em plataformas digitais ou não. Para aqueles *influencers* que não atuavam tradicionalmente com assuntos relacionados ao mercado de capitais, mas resolveram se aventurar nessa seara, nada mais natural que tenham conhecimento da recente orientação da CVM, que contou, nesse caso, com intensa divulgação nas mídias tradicionais e digitais.

Diante dessas circunstâncias, cabe ressaltar que houve um movimento rápido e bastante louvável por parte da CVM ao emitir o Ofício Circular 13/2020, buscando, por meio dele, elucidar as principais dúvidas acerca do tema e, como consequência, preservar a segurança jurídica no âmbito dessas atividades. Tal publicação está em linha com a lógica atual da atividade sancionadora, que busca não só respeitar as expectativas legítimas dos participantes, como avaliar as circunstâncias e ponderar a melhor medida de orientação e fiscalização no caso concreto, a fim de que não seja necessária a instauração de um processo administrativo caso outra medida se mostre efetiva.

Conclusão.

Com base no estudo da legislação, da doutrina e dos precedentes, pode-se concluir que a aplicação do princípio da segurança jurídica no processo administrativo sancionador deve passar, necessariamente, pela análise detalhada e aprofundada das características

do caso concreto. Isso remete ao fato mencionado no início do trabalho de que, em função dos objetivos próprios da regulação *lato sensu* (conformar condutas) e da tipificação aberta das normas regulatórias do mercado de capitais, as atividades de fiscalização/*enforcement* e de instauração de processo sancionador devem contemplar todas as particularidades da situação real, a fim de que esse conjunto de aspectos sejam levados em conta para a possível aplicação de sanção administrativa.

Foi em razão dessa análise específica e apurada que se chegou a conclusões distintas nos referidos grupos de precedentes: no primeiro grupo, o Colegiado da CVM reconheceu que a inclusão do conceito aberto de CIC no rol de valores mobiliários e a natureza historicamente imobiliária dos empreendimentos condohoteleiros, junto à postura inerte da CVM, contribuíram para que sanções não fossem aplicáveis em relação às condutas anteriores ao Alerta de Mercado/2013; no segundo grupo de precedentes, a Autarquia considerou que bastaria que a conduta dos acusados, operadores típicos da bolsa de valores, fosse submetida ao que diz o texto da ICVM 08 sobre a manipulação de preços, ilícito antigo e recorrentemente examinado pela CVM, sendo, destarte, desnecessária a tipificação específica e nominativa do *spoofing* e do *layering* para aplicação de sanções.

Já na recente hipótese dos influenciadores digitais, é possível verificar que a CVM reagiu rapidamente à nova situação, antecipando-se na divulgação das situações em que seria possível a atuação da Autarquia para punir condutas irregulares, com o que trouxe mais segurança jurídica ao mercado e permitirá maior consistência para as atividades sancionadora e de fiscalização.