

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 28

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 2021

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. 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), Ana Frazão (UNB), António José Avelãs Nunes (Universidade de Coimbra), Carmen Tiburcio (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 Monsérié-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 e Mariana Pinto (coordenadores). Guilherme Vinseiro Martins, Leonardo da Silva Sant'Anna, Livia Ximenes Damasceno, Mariana Campinho, Mariana Pereira, Mauro Teixeira de Faria, Nicholas Furlan Di Biase e Rodrigo Cavalcante Moreira.

PARECERISTAS DESTE NÚMERO: Bruno Valladão Guimarães Ferreira (PUC-Rio), Caroline da Rosa Pinheiro (UFJF), Fabrício de Souza Oliveira (UFJF), Fernanda Valle Versiani (UFMG), Gerson Luiz Carlos Branco (UFRGS), José Gabriel Lopes Pires Assis de Almeida (UERJ), Maíra Fajardo Linhares Pereira (UFJF), Marcelo Féres (UFMG), Marcelo Lauar Leite (UFERSA), Pedro Wehrs do Vale Fernandes (UERJ), Rafael Vieira de Andrade de Sá (FGV-SP), Raphaela Mag-nino Rosa Portilho (UERJ) e Sergio Marcos Carvalho de Ávila Negri (UFJF).

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

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

Revista semestral de direito empresarial. — n° 28 (janeiro/junho 2021)
. — 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)

SEM QUERER QUERENDO: UMA DISCUSSÃO SOBRE O USO DO DOLO EVENTUAL NOS ILÍCITOS ADMINISTRATIVOS DO MERCADO DE CAPITAIS¹

ACCIDENTALLY ON PURPOSE: A DISCUSSION ON THE USE OF RECKLESSNESS IN CAPITAL MARKET'S ADMINISTRATIVE OFFENSES

*Marina Copola**

Resumo: O objetivo do presente artigo é discutir o uso do dolo eventual em ilícitos da Instrução CVM nº 08/79 (atual Resolução CVM nº 62/22) por meio da análise de precedentes da CVM, do CRSFN e da dogmática jurídico-penal. O dolo eventual vem progressivamente sendo empregado para sustentar a configuração de determinados tipos administrativos, como a manipulação. O rigor da utilização dessa espécie de elemento subjetivo do tipo deve ser debatido ante os elementos especiais dos ilícitos. O artigo conclui com alguns questionamentos de ordem prática que devem ser mais bem respondidos em decisões futuras em benefício da segurança jurídica dos participantes de mercado.

¹ Artigo recebido em 09.02.2022 e aceito em 21.03.2022.

* Doutoranda em Direito Comercial, Mestre em Direito Econômico e Bacharel pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP. Possui LL.M. pela Faculdade de Direito da Universidade de Columbia, onde foi laureada como *Harlan Fiske Stone Scholar* e *Appel Fellow*. Pós-Graduada em Direito Penal Econômico pelo Instituto de Direito Penal Econômico e Europeu, da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, e pelo Instituto Brasileiro de Ciências Criminais. Professora da Pós-Graduação *Legal Master* (LL.M.) do Insper e professora convidada do Programa de Especialização e Educação Continuada da FGV e do Instituto Brasileiro de Ciências Criminais. Membro da Ordem dos Advogados do Brasil e da Ordem dos Advogados do Estado de Nova York. É sócia do escritório Yazbek Advogados. Membro do Comitê de Supervisão e Monitoramento de Mercado da BBCE. Árbitra em São Paulo.

Palavras-chave: Mercado de Capitais. Dolo Eventual. Risco. CVM. Manipulação. Instrução CVM nº 08/79. Resolução CVM nº 62/22.

Abstract: The article discusses the use of recklessness as a standard in capital markets offenses under Instrução CVM nº 08/79 (currently Resolução CVM nº 62/22) through the analysis of CVM and CRSFN decisions and Criminal Law dogmatics. Recklessness has been progressively employed to articulate the violation of certain administrative offenses. The adequacy of this use must be debated considering the special requisites of the norms in question. The article concludes with some practical queries that need to be better addressed in future decisions to ensure predictability for market participants.

Keywords: Capital Markets. Recklessness. Risk. CVM. Market Manipulation. Instrução CVM nº 08/79. Resolução CVM nº 62/22.

Sumário: Introdução. 1. Do dolo para o dolo eventual, e de volta para o começo. 2. Dolo eventual na Instrução CVM nº 08/79 (hoje Resolução CVM nº 62/22). 2.1. Os ilícitos administrativos. 2.2. Interpretação do elemento subjetivo na atual Resolução CVM nº 62/22 e na antiga Instrução CVM nº 08/79. 2.3. Histórico e crítica da admissão do dolo eventual na caracterização dos ilícitos de mercado. Resumo à guisa de conclusão e algumas reflexões.

Introdução.²

Este artigo tem como objetivo aprofundar a discussão sobre a utilização, pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, do dolo

² Este artigo não seria possível sem o apoio, a paciência e as referências bibliográficas dos amigos criminalistas da autora, Pierpaolo Bottini, Marcelo Cavali, Natasha do Lago e Ricardo Pagés, e o suporte das pesquisas precisas e revisões realizadas por Camila Bovolato, Matheus Ferreira e Manuela Filadelfo. Equívocos e/ou imprecisões são atribuíveis exclusivamente à autora.

eventual como elemento subjetivo suficiente para a configuração dos tipos administrativos elencados na Instrução CVM nº 08, de 08/10/1979 (“Instrução nº 08/79”), recentemente substituída pela Resolução CVM nº 62, de 19/01/2022³ (“Resolução CVM nº 62/22”), sobretudo a manipulação de preços. Como a própria autarquia reconhece, uma das principais dificuldades desses casos é “a demonstração de que parte das ofertas apregoadas consistiu em artifício destinado a alterar o funcionamento regular do mercado”, uma vez que “colocar ofertas e realizar negócios, são, a princípio, atividades lícitas”.⁴ Ocorre que, ao mesmo tempo, não raro é justamente o julgamento sobre a intenção do agente que acaba por determinar se um ilícito foi cometido.⁵

De modo cada vez mais frequente, a conduta dolosa nos ilícitos de mercado só pode ser identificada a partir de um conjunto de indícios. E embora a prova indiciária seja admitida e válida,⁶ estes são sempre casos muito difíceis. Nesses processos mais fronteiriços, a interpretação invariavelmente tem passado pela tentativa de se identificar elementos que permitam no mínimo concluir que houve assun-

3 A Resolução CVM nº 62/22 não trouxe alterações ao conteúdo da Instrução CVM nº 08/79. Como a resolução foi publicada pouco tempo antes da conclusão deste artigo, os precedentes fazem referência à antiga Instrução CVM nº 08/79.

4 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº 2019/5673. Relator: Diretor Gustavo Gonzalez. Rio de Janeiro, 06 fev. 2020.

5 O Dir. Gustavo Gonzalez fala um pouco sobre isso no PAS CVM nº RJ2016/2384. Cf. também os apontamentos introdutórios de Claus Roxin sobre o dolo (ROXIN, Claus. *Derecho penal*. Parte general. Tomo I. Fundamentos. La estructura de la teoría del delito. Trad. Diego-Manuel Luzón Peña, Miguel Díaz y García Conlledo, Javier de Vicente Remesa. Madrid: Civitas, 1997. p. 413-414).

6 Cf. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº 19957.007133/2017-92. Relator: Presidente Marcelo Barbosa. Rio de Janeiro, 13 ago. 2019: “61. Nessa linha, entende o Colegiado que apenas será possível haver condenação com base em prova indiciária caso haja indícios veementes, múltiplos, convergentes, concatenados e concludentes. Nos termos do voto proferido pela Diretora Norma Parente, no PAS CVM nº 24/00, julgado em 18.08.2005, ‘*não é qualquer indício que enseja a condenação, mas a prova indiciária, quando representada por indícios graves, precisos e concordes que levem a uma conclusão robusta e fundamentada acerca do fato que se quer provar*.’” (grifos no original)

ção de risco ou indiferença perante os resultados por parte do agente – comportamentos que são comumente referidos pela doutrina penal majoritária quando se está tratando de dolo eventual, espécie de elemento subjetivo que vem sendo admitida pela CVM nos tipos constantes da Instrução CVM nº 08/79 (agora Resolução CVM nº 62/22).

Levando isso em conta, o artigo traz algumas considerações sobre como o dolo eventual tem sido utilizado pela CVM, o que vem acontecendo sobretudo para amparar condenações em casos em que a comprovação do estado de consciência do agente é particularmente desafiadora. Ele buscará entender a gênese dessa construção nos precedentes da autarquia e do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN: como se verá, em mais de uma ocasião, as decisões examinadas envolvem juízos no mínimo controversos – e em alguns casos, realmente confusos, e até imprecisos – sob a dogmática jurídico-penal. Este é um resultado esperado quando se considera, como asseverou Roxin sobre o dolo eventual, “[a] dificuldade de reproduzir linguisticamente de maneira adequada um fenômeno psicologicamente muito sutil”.⁷ O artigo também investiga se é possível

7 Cf. Roxin: “Cuando se intenta perfilar en forma de fórmula los presupuestos bajo cuya concurrencia se puede afirmar que un resultado o cualquier otra circunstancia ha sido asumida en la voluntad del que actúa y se ha convertido, a través de la decisión por la posible lesión de bienes jurídicos, en parte integrante del plan del hecho, *hay que ser consciente de la dificultad de reproducir lingüísticamente de manera adecuada un fenómeno psicológicamente muy sutil y a menudo guiado por tendencias irracionales y sólo relativamente conscientes*. Las plasmaciones verbales no pueden ser aquí más que aproximaciones. Con esta reserva se puede decir que hay que afirmar el dolo eventual cuando el sujeto cuenta seriamente con la posibilidad de la realización del tipo, pero a pesar de ello sigue actuando para alcanzar el fin perseguido, y se resigna así—sea de buena o de mala gana— a la eventual realización de un delito, se conforma con ella. En cambio, actúa con imprudencia consciente quien advierte la posibilidad de producción del resultado, pero no se la toma en serio y en consecuencia tampoco se resigna a ella en caso necesario, sino que negligentemente confía en la no realización del tipo. Al respecto debe distinguirse entre la ‘confianza’ y una mera ‘esperanza’. Quien confía —a menudo por una sobrevaloración de la propia capacidad de dominar la situación— en un desenlace airoso no toma seriamente en cuenta el resultado delictivo y por tanto no actúa dolosamente. Sin embargo, quien toma en serio la posibilidad de un resultado delictivo y no confía en que todo saldrá bien puede en cualquier caso seguir teniendo la esperanza de que la suerte este de su lado y no pase nada. Esta esperanza no excluye el dolo cuando simultá-

compatibilizar as posturas anímicas usualmente associadas ao dolo eventual (de assunção de risco e indiferença) com os elementos especiais dos tipos administrativos, que exigem a consecução de fins específicos. Longe de exaurir o tema, o artigo busca dar alguns passos na organização da problemática para o advogado de mercado de capitais, e convidar a algumas reflexões.

Com isso em mente, o artigo está dividido em mais três seções, além desta introdução. A seção 1 traz um brevíssimo resumo das teorias do dolo a fim de situar o conceito de dolo eventual, e como ele se distingue de figuras como o dolo direto de segundo grau e a culpa consciente. A seção 2 trata dos ilícitos no mercado de capitais e apresenta um histórico, traçado a partir de alguns processos, que procura mostrar como o dolo foi utilizado pela CVM nos casos envolvendo a antiga Instrução CVM nº 08/79 (em especial de manipulação). A última seção traz as principais conclusões e alguns questionamentos.

Algumas ressalvas sobre os limites deste artigo precisam ser feitas já no início.

É conhecida a proximidade entre o direito administrativo sancionador e o direito penal, que frequentemente serve de fonte para aquele.⁸ Isso fica ainda mais evidente nos julgamentos de processos de condutas envolvendo a antiga Instrução CVM nº 08/79, seja porque a descrição de tais comportamentos se assemelha a tipos crimi-

neamente el sujeto 'deja que las cosas sigan su curso'" (sem grifos no original) (ROXIN, Claus, *Op. Cit.*, p. 427).

8 "Assim, o que se percebe é que o Direito Penal e o Direito Administrativo Sancionador, embora não se valham invariavelmente das mesmas motivações e técnicas, nem se encontrem estruturados em um único regime jurídico específico, acabam adentrando em núcleos estruturantes de direitos fundamentais dos acusados em geral, na perspectiva de submissão às cláusulas do devido processo legal e do Estado de Direito: direito de defesa, segurança jurídica e interdição à arbitrariedade, por exemplo." (SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH; Julya Sotto Mayor. *Mercado de capitais*. Regime sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 32).

nais – e, em alguns casos, há mesmo correspondentes criminais diretos, nos termos do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, de 07/12/1976 (“Lei 6.385/76”), por exemplo –, seja porque, geralmente, estes casos demandam que se discuta de maneira mais minuciosa o elemento subjetivo dos respectivos tipos, como é próprio da seara penal.⁹

Nesse sentido, o artigo procura fazer um apanhado das discussões mais atuais envolvendo o dolo e o dolo eventual, mas não se propõe a retrair ou exaurir a história da teoria do dolo. A autora já se considerará bem-sucedida se lograr apresentar um panorama mais ou menos didático daquele que é um dos debates mais espinhosos da dogmática penal, correndo o risco das simplificações necessárias – sem, contudo, ofender grosseiramente o espírito do que se quer demonstrar.¹⁰

Além disso, vale notar que, ainda que este seja um aspecto relevante, o artigo não aprofundará os aspectos penais da Lei nº 6.385/1976, discutidos no âmbito do poder judiciário.

Finalmente, embora a autora tenha buscado imprimir uma maior sistemática (inclusive do ponto de vista cronológico) na análise dos precedentes referidos, a construção dessa jurisprudência é tor-

9 Para Marcelo Costenaro Cavali “É preciso reconhecer que a caracterização do ilícito administrativo da manipulação de mercado, em ao menos uma das formas previstas na Instrução CVM nº 08/1979), é condição necessária – conquanto insuficiente – para a perfectibilização do delito de manipulação de mercado (Lei nº 6.385/1976, art. 27-C). Apesar de o tipo penal não fazer referência expressa à regulamentação administrativa, a estrutura linguística de ambos é de tal maneira intrincada que não se visualiza a possibilidade de que o delito se caracterize sem a violação concomitante das normas administrativas.” (CAVALI, Marcelo Costenaro. *Fundamento e limites da repressão penal da manipulação do mercado de capitais*: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado. 2017. 352 p. Tese (Doutorado em Direito Penal) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017. p. 282).

10 A bibliografia utilizada traz algumas fontes confiáveis para aqueles que desejarem se aprofundar no assunto (a autora indica, quando cabível, os autores que integram as correntes majoritárias e minoritárias hoje existentes no Brasil). A propósito, para uma visão sobre as teorias do dolo, cf. FILHO, Wagner Marteleto. *Dolo e Risco no direito penal*: fundamentos e limites para a normatização. São Paulo, Marcial Pons, 2020. p. 71-279.

tuosa. Com efeito, essas aparentes ambiguidades e contradições são um dos principais problemas identificados pelo artigo, como já se referiu.

1. Do dolo para o dolo eventual, e de volta ao começo.

No direito penal, o elemento que estabelece o vínculo subjetivo entre o ato e o autor é o dolo ou, em alguns casos expressamente definidos em lei de delitos culposos, a culpa.¹¹ Dolo e culpa integram, portanto, o próprio tipo, na forma de elementos subjetivos deste, como explica Navarrete:¹²

Los '*elementos subjetivos del injusto*' son aquellas características de naturaleza anímica que, en las descripciones típicas que las incorporan, muestran relevancia para determinar la antijuricidad de la acción. El reconocimiento de estos elementos por la doctrina clásica encierra una trascendental importancia: la aceptación dogmática de que la antijuricidad ya nunca más deberá ser fundamentada de forma (puramente) objetiva, valorando sólo los componentes externos de la acción típica, sino necesariamente también aquellos otros elementos típicos de actitud subjetiva del autor. (grifos no original)

São diversas as teorias que buscam explicar os elementos que constituem a conduta dolosa. Não cabe explorar cada uma delas em

11 Cf. o parágrafo único do Art. 18 do Código Penal: "Art.18. [...] Parágrafo único - Salvo em casos expressos em lei, ninguém pode ser punido por fato previsto como crime, senão quando o pratica dolosamente."

12 NAVARRETE, Miguel Polaino. ¿Dolo genérico versus dolo específico? Reflexiones críticas sobre la relación entre el dolo y los elementos subjetivos del injusto. *Revista de derecho penal*, Montevideu, n. 13, p. 211-242, 2002. p. 214-215.

detalhe aqui, mas apenas mencionar as que são relevantes para fins do ordenamento brasileiro, notadamente, a teoria da vontade e a teoria do consentimento. Para a teoria da vontade, o dolo é a vontade dirigida a um determinado resultado. Já para a teoria do consentimento (ou da indiferença), dolo significa que o agente consente em causar o resultado.¹³ Estas duas concepções estão plasmadas na forma do art. 18, inciso I, do Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940 (“Código Penal”), segundo o qual o crime é doloso “quando o agente quis o resultado ou assumiu o risco de produzi-lo”.

Quando trata do dolo eventual, Canestrari faz referência a uma suposta sensação de insuficiência¹⁴ do intérprete sempre que se vê forçado a enfrentar a individualização de uma determinada conduta. A bem da verdade, contudo, as dificuldades no plano aplicativo não são privilégio daquela espécie de dolo, mas da noção de dolo *em si* – e como ele se distingue da culpa, que não costuma ser punível no âmbito penal. E foi justamente em razão desse dilema de origem que foram criadas diversas teorias e categorias que estão longe de resolver o problema, mas que oferecem algum amparo ao intérprete na solução de casos práticos.

Assim, à luz do Código Penal, boa parte da doutrina brasileira traça algumas diferenciações entre os tipos de dolo, a começar pelos chamados dolo direto e dolo indireto.

No primeiro caso, do dolo direto, o agente efetivamente desejaria o resultado – como a morte da vítima, no homicídio doloso. Além destes casos, ditos de “de primeiro grau”,¹⁵ em que há consciên-

13 PRADO, Luiz Regis. *Curso de Direito Penal Brasileiro*. 4ª ed., rev., atualiz., e ampl., São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004. v. 1. p. 346-347.

14 CANESTRARI, Stefano. La Estructura del Dolo Eventual y las Nuevas Fenomenologías de Riesgo. *Anales de Derecho*, Múrcia, n. 21, p. 71-108, 2003. p. 72.

15 Cf. a explicação de Viana, “[v]árias são as fórmulas linguísticas que o idioma põe à disposição para descrever o dolo direto de primeiro grau, a saber: o ator deu um tiro na região craniana da vítima com a intenção (objetivo, propósito) de matá-la; ele atirou para matar a vítima; ele atirou porque queria matar a vítima. Em todas essas fórmulas linguísticas, fica evi-

cia combinada com propósito, Roxin considera que há dolo direto também quando o agente, ainda que não persiga as consequências, prevê que elas certamente se produzirão. Esta espécie de dolo direto é chamada por Roxin como “dolo direto de segundo grau”.¹⁶

O dolo direto de segundo grau envolve uma construção mais tênue, que se aproxima do dolo eventual, por isso vale a pena dedicar-lhe uma explicação um pouco mais longa. Para Viana:¹⁷

no dolo direto de segundo grau a relação de intensidade deve existir entre o autor e as consequências colaterais. [...] [O] verdadeiramente decisivo para o dolo direto de segundo grau é identificar se o autor apresentou a seguinte representação mental: se a conduta principal for exitosa, as consequências colaterais serão certas; com outras palavras, a dúvida do autor não pode recair sobre a alta probabilidade de ocorrência das consequências colaterais. Se se compreende o dolo direto de segundo grau nesses moldes, não há qualquer dificuldade para se admitir o dolo nas hipóteses de resultado principal incerto com consequências colaterais certas.

No segundo caso, do dolo indireto, não haveria que se falar em qualquer resultado certo. Este seria o caso tanto no dolo alterna-

denciado que o autor tinha o objetivo imediato e determinado de matar a vítima; não por outra razão esse dolo também é etiquetado como uma forma de dolo com vontade especialmente intensa. Com o seu comportamento, o autor expressa, clara e indubitavelmente, qual era o seu íntimo propósito ao realizar a conduta. “*O território do dolo direto de primeiro grau, portanto, é o território da certeza.*” (grifos no original) (VIANA, Eduardo. *Dolo como processo cognitivo*. São Paulo: Marcial Pons, 2017. p. 67).

16 Cf. ROXIN, Claus, *Op. Cit.*, p. 415.

17 Cf. VIANA, Eduardo. *Dolo como processo cognitivo*, São Paulo: Marcial Pons, 2017. p. 70-72. Ainda sobre as consequências colaterais, o autor entende que “[u]ma especial força (presença) do elemento volitivo em relação a tais consequências é absolutamente dispensável.”

tivo, quando o agente desejaria dois ou mais resultados (matar ou ferir), quanto no dolo eventual.¹⁸ Há também autores que defendem que aquelas classificações entre dolo direto e indireto já estariam ultrapassadas por força da dicção legislativa, devendo o dolo classificar-se, tão somente, em direto e eventual.¹⁹⁻²⁰

Vale também mencionar o chamado dolo específico, que no âmbito administrativo é comumente contraposto ao dolo eventual, mas que parte da doutrina penalista considera uma terminologia já “completamente superada”.²¹ A esse respeito, Navarrete explica que a expressão “dolo específico” tem origem na doutrina italiana, que a utiliza de maneira imprópria como equivalente ao próprio “elemento subjetivo do injusto” (ou elemento subjetivo do tipo) – construção que vigora nos países de língua espanhola e na Alemanha.

Assim, para o autor, a expressão “dolo específico” é inadequada por dois motivos principais. Primeiro, porque ela leva à confusão dogmática entre o elemento subjetivo do injusto e o dolo: aquele é um componente de caráter subjetivo que pressupõe o dolo e transcende o âmbito deste (por incluir, naquele binômio, também a culpa), não correspondendo, por isso, verdadeiramente a um “fim”. Em segundo lugar, porque todo dolo seria, ao cabo, “genérico”.²²

No lugar do dolo específico, a melhor doutrina fala hoje em “elemento subjetivo especial do tipo” ou “elemento especial”. Tal elemento corresponde, em resumo, a uma expressão “especializante” que deve ser preenchida – de modo que, quando não se verificar o

18 Cf. MIRABETE, Julio Fabbrini. *Manual de Direito Penal*. Parte Geral – Arts. 1º e 120 do CP. 15ª ed. São Paulo: Atlas, 1999. p. 142-144.

19 PRADO, Luiz, *Op. Cit.*, p. 348.

20 Para Roxin, por outro lado, os tipos de dolo são três: direto, indireto e eventual (este último não é, na concepção do autor, subtipo do anterior) (ROXIN, Claus, *Op. Cit.*, p. 415).

21 Cf. BITENCOURT, Cezar Roberto. *Tratado de Direito Penal*. Parte Geral (Arts. 1º a 120). 26ª ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020. ebook. p. 792-793.

22 NAVARRETE, Miguel, *Op. Cit.*, p. 223-224.

comportamento correspondente, o resultado deve ser a ausência de relevância jurídico-penal da conduta. Como novamente explica Navarrete:²³

Por lo demás, no se entiende bien porqué deba designarse como “specifico” la persecución de una determinada finalidad o la presencia de un componente exigida en un concreto tipo de delito, siendo así que tal elemento finalista o, em general subjetivo, constituye um elemento normativo más del delito, que -en efecto- individualiza o caracteriza una figura de delito concreta, pero no más que al asesinato (o sea, homicidio agravado com algunos elementos normativos), por poner um exemplo. (grifos no original)²⁴⁻²⁵

Para usar um exemplo que será retomado mais adiante, deve ser considerado elemento especial a expressão “destinado [...] a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário”, que descreve a qualidade do artifício que deve ser engendrado na manipulação

23 *Ibidem*, p. 224.

24 Cf. também Cezar Roberto Bitencourt: “[n]a realidade, o *especial fim*, embora amplie o aspecto subjetivo do tipo, não integra o dolo nem com ele se confunde, uma vez que, como vimos, o *dolo* esgota-se com a *consciência* e a *vontade* de realizar a ação com a finalidade de obter o resultado delituoso, ou na *assunção do risco* de produzi-lo. O *especial fim de agir* que integra determinadas definições de delitos condiciona ou fundamenta a *ilicitude* do fato, constituindo, assim, *elemento subjetivo do tipo* de ilícito, de forma autônoma e independente do dolo. A denominação correta, por isso, é *elemento subjetivo especial do tipo ou elemento subjetivo especial do injusto*, que se equivalem, porque pertencem, ao mesmo tempo, à ilicitude e ao tipo que a ela corresponde. A ausência desses *elementos subjetivos especiais* [como a intenção e tendência] descaracteriza o tipo subjetivo, independentemente da presença do dolo. Enquanto o dolo deve materializar-se no fato típico, os elementos subjetivos especiais do tipo especificam o dolo, sem necessidade de se concretizarem, sendo suficiente que existam no psiquismo do autor, isto é, desde que a conduta tenha sido orientada por essa finalidade específica” (grifos no original) (BITENCOURT, Cezar Roberto, *Op. Cit.*, p. 810-811). No mesmo sentido: SANTOS, Juarez Cirino, *Direito Penal*. Parte Geral. 6ª ed. Curitiba: ICPR Cursos e Edições, 2014. p. 154.

25 Cf. VIANA, Eduardo, *Op. Cit.*, p. 290.

de preços descrita na antiga Instrução CVM nº 08/79, alínea “b” (hoje Resolução CVM nº 62/22).

Por fim, há quem veja artificialismo mesmo nas distinções entre dolo direto e eventual, e que defenda, com base em uma teoria unificadora, que só há que se falar em uma figura: dolo é dolo, e ponto final.

Mas antes de decidir se é o caso de aplicá-lo ou aboli-lo, é preciso entender: no que consiste, então, o chamado dolo eventual? Na ausência de balizadores mais objetivos no Código Penal, a resposta a essa pergunta acaba por se apoiar inteiramente na doutrina, e depende muito do autor a que se recorre. Fica claro, todavia, que neste universo há uma espécie de gradação teórica que está muito ligada à consciência e aceitação do agente quanto à criação e/ou assunção de um risco, e ao conhecimento e à probabilidade de produção do resultado.

Neste ponto, convém dar um passo atrás: a maior parte da doutrina brasileira entende que, para que haja dolo, deve haver no agir proibido dois elementos: o conhecimento sobre o risco de ocorrência do fato típico (elemento cognitivo) e alguma carga de “intenção” ou “vontade” para sua realização (elemento volitivo).²⁶⁻²⁷ Daí

26 Como explica Greco, essa é a concepção de dolo para as “teorias volitivas”: “A definição de dolo atualmente aceita pela generalidade dos bons manuais é a de ‘conhecimento e vontade de realizar o tipo objetivo’. Segundo esse entendimento, o dolo teria um dúplice conteúdo psicológico, uma componente cognitiva e outra volitiva. A primeira delas significa que a cabeça do autor conteria algo como uma fotografia interna da realidade, uma espécie de imagem de como o mundo se encontra no momento da ação e de como ele se encontrará depois dela. Além dessa componente cognitiva, dolo pressuporia vontade em sentido psicológico, uma tomada de posição do autor diante dessa fotografia interna ou dessa imagem mental. O autor poderia ‘ser-lhe indiferente’, ‘aprová-la’, ‘consentir nela’, ‘não confiar’ na sua não ocorrência, ‘levá-la a sério’, ‘decidir-se contra o bem jurídico’, ‘apropriar-se das condições constitutivas do injusto’, a depender da teoria que se defenda, e somente quando comprovada a existência empírica dessas duas componentes psíquicas estaria justificado o reproche por dolo. Este grupo de posturas dualistas, que exige conhecimento e vontade para que se configure o dolo, é o das chamadas teorias volitivas.” (Dolo sem vontade. *In*: Augusto Silva Dias (Coord.). *Liber Amicorum de José de Souza e Brito*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 888-889).

27 Cf. também Viana, p. 63: “O dolo necessita da marca especial, algo que justifique o desnível

que, em sua concepção mais repetida, o dolo eventual é tido como aquele em que, se o agente não deseja propriamente o resultado, ele ao menos aceita o risco de sua ocorrência como possível²⁸ ou provável.²⁹⁻³⁰

Bittencourt explica essa formulação, ao afirmar que:

A consciência e a vontade, que representam a essência do dolo direto, como seus elementos constitutivos, também devem estar presentes no dolo eventual. Para que este se configure é insuficiente a mera ciência da probabilidade do resultado ou a atuação consciente da possibilidade concreta da produção desse resultado, como sustentaram os defensores da teoria da probabilidade. É indispensável uma determinada relação de vontade entre o resultado e o agente, e é exatamente esse elemento volitivo que distingue o dolo da culpa.³¹

Em muitos casos, sobretudo em razão da segunda parte do art. 18, inciso I, do Código Penal, essa vontade traduzida em aceitação é

de pena entre as modalidades de imputação subjetiva, e essa marca reside justamente na vontade: 'o dolo... exige... que a prática do fato seja presidida por *vontade dirigida à sua realização*'. O elemento volitivo, portanto, é o responsável pela transição entre a realidade psíquica do indivíduo e o mundo jurídico; é o canal que permite o adequado juízo de imputação subjetiva." (VIANA, Eduardo, *Op. Cit.*, p. 63) (grifos no original).

28 "Possível" é diferente de "certo" – hipótese em que, para Roxin, ainda se está tratando de dolo direto (ROXIN, Claus, *Op. Cit.*, p. 418 e ss.)

29 MIRABETE, Julio, *Op. Cit.*, p. 142-144.

30 Esta é, como dito, a definição majoritária, mas existem inúmeras outras, articuladas por teorias criadas para lidar com a dificuldade de identificação do dolo eventual: teoria da aprovação, teoria da indiferença (*Engisch*), teoria da representação (*Schröder e Schmidhäuser*), teoria da probabilidade (*Mayer, Welzel, Schumann, Joerden*), teoria da vontade de evitar não praticada (*Kaufmann*), teoria do perigo assegurado (*Herzberg*), teoria da probabilidade e da habituação ao risco (*Jakobs*).

31 BITENCOURT, Cezar Roberto, *Op. Cit.*, p. 806-807.

articulada na forma de indiferença, como para Pacelli e Callegari, segundo os quais:

[d]eve ser afirmado o dolo eventual quando o agente prevê o resultado e continua a agir, conformando-se com o risco de que sua conduta conduza à realização do tipo legal. Basta, portanto, que o agente preste sua anuência ao resultado, que se conforme com ele, que admita sua eventual produção. Salienta-se que, aqui, não há o direcionamento da vontade do agente à consecução do resultado ou, ainda, a convicção de que o resultado necessariamente advirá da conduta realizada. Se assim fosse, estaríamos diante de dolo direto. No dolo eventual, a ocorrência do resultado é tomada, pelo agente, como possível decorrência de seu agir e, diante disso, o sujeito não rejeita essa possibilidade e prossegue sua conduta, não se importando com a ocorrência, ou não, do resultado. Assim, o dolo eventual, por ser espécie do dolo, não se consubstancia pela mera possibilidade, probabilidade ou necessidade do resultado, mas por uma representação dessa possibilidade somada a uma atitude do sujeito diante dessa representação, que aqui é compreendida pela atitude de indiferença.³²

Para usar uma imagem de Greco, para aqueles que entendem que a atitude indiferente é também dolosa, o dolo “é expressão de desafio ou, pelo menos, de indiferença à vigência da norma, é expressão de que o autor não reconhece a norma como um padrão de comportamento a que está vinculado”.³³

32 PACELLI, Eugênio; CALLEGARI, André. *Manual de direito penal*. Parte geral. São Paulo: Atlas, 2015. p. 274-275.

33 GRECO, Luís. Dolo sem vontade. In: DIAS, Augusto Silva (Coord.). *Liber Amicorum de José de Souza e Brito*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 890.

Entre os adeptos das teorias volitivas, a existência da vontade é relevante na medida em que ela é o elemento que separa o dolo eventual da culpa consciente. Diferentemente do dolo eventual, no caso da culpa consciente o agente não deseja o resultado e acredita sinceramente em sua não ocorrência – ele não é, portanto, indiferente à materialização do risco.³⁴

Como conclui Roxin, no dolo eventual o agente conhece os riscos da conduta. Ele pode não desejar o resultado, mas é consciente de sua possibilidade: há uma decisão pela “*possível lesão do bem jurídico*” que não o dissuade do plano de ação original.³⁵ O dolo eventual difere, assim, da culpa consciente, porque nesta ele confia na não produção do resultado, mesmo conhecendo sua possibilidade. No dolo eventual ele apenas *espera* que não ocorra, mas não confia.³⁶

Aqui vale um parêntese: esta diferença entre o dolo eventual e a culpa (de qualquer natureza) não deve ser interpretada, entretanto, como se o primeiro correspondesse a uma espécie de culpa em maior grau. Na avaliação dos delitos culposos, importa saber se há ou não inobservância de um dever de cuidado suficiente para que a “conduta [seja tida como] não diligente, isto é, descuidada, causadora de uma lesão ou de perigo concreto a um bem jurídico-penalmente protegido”, o que é materializado a partir de uma atuação destacada pela imprudência, negligência ou imperícia.³⁷⁻³⁸

34 Cf. OLIVEIRA, Francisco da Costa. *Crime Negligente e Culpa na Dogmática Penal e na Prática Judiciária*. Coimbra: Almedina, 2010. p. 14. No mesmo sentido, Cezar Roberto Bitencourt assim explica: “[h]á culpa consciente, também chamada *culpa com previsão*, quando o agente conhece a perigosidade da sua conduta, representa a produção do resultado típico como possível (previsibilidade), mas age deixando de observar a diligência a que estava obrigado, porque confia convictamente que ele não ocorrerá. Quando o agente, embora prevendo o resultado, espera sinceramente que este não se verifique, estar-se-á diante de culpa consciente e não de dolo eventual.” (BITENCOURT, Cezar Roberto, *Op. Cit.*, p. 849).

35 Cf. ROXIN, Claus, *Op. Cit.*, p. 425.

36 Cf. ROXIN, Claus, *Op. Cit.* p. 427.

37 Cf. BITENCOURT, Cezar Roberto, *Op. Cit.*, p. 799.

38 Cf. também VIANA, Eduardo, *Op. Cit.*, p. 83: “Parcela da doutrina, a qual representa a

As classificações que propõem “gradações” de culpa (leve, moderada ou grave) – e a aproximação da culpa grave ao dolo –, são próprias do direito civil (mais especificamente, das discussões sobre a responsabilidade civil)³⁹ e estranhas ao Direito Penal, ao qual interessa apenas a análise da existência ou não do elemento subjetivo que integra a conduta típica.

Voltando ao dolo eventual, diz Viana:⁴⁰

Como é possível derivar dessa posição da doutrina majoritária, o dolo eventual possui essencialmente dois requisitos: a. primeiro, é necessário que o agente represente a realização do tipo como possível; b. segundo, não basta que o agente tenha tal representação, além disso, é necessário que ele tenha relação psíquica de conformidade em relação à eventual ocorrência do

opinião majoritária, defende que entre dolo e culpa há uma relação de *diferença qualitativa* que se expressa no fato de o conceito de culpa pressupor a negação de elementos específicos do dolo; dolo e culpa se excluem mutuamente, essencialmente, por meio da negação da vontade de realização do tipo penal; entre eles há, portanto, uma relação de *aliud*. A culpa, assim, não é uma forma atenuada de dolo, mas sim uma categoria de distinta entidade sobre a qual, em razão da ausência da adesão interna do indivíduo em relação à lesão do bem jurídico, recai um juízo menos grave de desaprovção social. Isso permite dizer que à luz da proteção dos bens jurídicos, o dolo expressa maior magnitude de injusto e culpabilidade se comparado à culpa (*relação de gradação normativa*).”

39 Vale a ressalva de que de essa “gradação” de espécies de culpa, mesmo no direito civil nacional, também é questionável, dada a sua inspiração estrangeira, cf. Caio Mário da Silva Pereira explica: “[além da dicotomização das duas modalidades em culpa contratual e culpa aquiliana, os autores, especialmente na doutrina francesa, distinguem o que apelidam de culpa grave, leve e levíssima. Na *culpa grave*, embora não intencional, seu autor, sem ‘querer’ causar o dano, ‘comportou-se como se o tivesse querido’[...]. *Culpa levíssima*, a falta cometida em razão de uma conduta que escaparia ao padrão médio, mas que um *diligentissimo pater familias*, especialmente cuidadoso, guardaria. Nosso direito desprezou esta gradação da culpa, que não deve influir na determinação da responsabilidade civil, e que não encontra amparo no BGB ou apoio em boa parte da doutrina” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade Civil*, atual. Gustavo Tepedino. 12ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018. p. 99-100).

40 VIANA, Eduardo, *Op. Cit.*, p. 74.

resultado representado como possível. Ademais, não há no dolo eventual, como é o caso do dolo direto, uma meta (objetivo ou propósito), imediata ou mediata, de realização do tipo. Ambos os requisitos combinados são os responsáveis por situar o dolo eventual na fronteira inferior da zona do dolo. Dito de outro modo, o duplo enfraquecimento dos elementos psíquicos é o responsável pela aproximação entre o dolo eventual e a culpa (consciente).

O autor traça o seguinte resumo, que explica como a vontade e o conhecimento se articulam na corrente doutrinária majoritária clássica (à qual ele não se filia). Assim (grifos no original):⁴¹

- i) “no dolo direto de primeiro grau a vontade é o elemento determinante; em razão da especial intensidade da vontade em relação à realização do tipo, nesse dolo exige-se menos do elemento cognitivo e é suficiente que o resultado tenha sido representado como *possível*;
- ii) [p]ara o dolo direto de segundo grau essa relação de intensidade é invertida, ou seja, em razão da intensidade do elemento cognitivo, no que diz respeito à confluência das consequências colaterais, não se pode identificar no elemento volitivo toda aquela intensidade”;
- iii) no dolo eventual, por sua vez, “os dois elementos do dolo perdem em intensidade; mais ainda, quanto elemento volitivo sequer há acordo doutrinário sobre sua real necessidade”.

De outro lado, há autores como o próprio Greco (além de Viana), para quem, tomando por base principalmente os ensinamentos

⁴¹ *Ibidem*, p. 72-73.

de Puppe,⁴² o dolo tem a ver exclusivamente com conhecimento, de modo que é possível haver, em expressão por ele utilizada, “dolo sem vontade”. Isso porque:

Conhecimento significa domínio. Aquele que sabe o que faz e o que pode decorrer de seu fazer controla, em um certo sentido, aquilo que faz e o que pode decorrer de seu fazer. O conhecimento é necessário para a existência de domínio sobre a realização do fato, e esse domínio dá origem a duas fortes razões para que aquele que o possui receba um tratamento mais severo.⁴³

Para Greco, a exigência de um componente psicológico de conteúdo volitivo nada agregaria à definição de dolo – tal exigência decorreria mais de uma espécie de intuição coletiva, de julgamento moral (no sentido de que a vontade má deve pesar contra o agente), do que, propriamente, de fundamentação técnico-jurídica para aplicação da sanção.

Esta ideia, de que o dolo não depende de vontade, é um pouco contraintuitiva, de modo que o autor usa dois exemplos para defender a supremacia da teoria cognitiva⁴⁴ sobre a teoria volitiva. O primeiro exemplo é o de um atirador profissional que aceita a aposta de atirar no chapéu de uma menina que se encontra vinte metros adiante, sem a ferir, tendo como o prêmio pela conquista da façanha todo o patrimônio do perdedor. Ele contrapõe essa mesma imagem à de outro exemplo, no qual um leigo atira a grande distância em um desafeto, com indiscutível vontade de matá-lo.

42 Cf. por exemplo, PUPPE, Ingeborg. *Estudos sobre imputação Objetiva e Subjetiva no Direito Penal*. São Paulo: Marcial Pons, 2019. p. 65-127.

43 GRECO, Luís, *Op. Cit.*, 891-892.

44 *Ibidem*, p. 893-895.

Para Greco, o primeiro atirador – que não tem intenção alguma de matar (uma vez que isso o levaria a perder o prêmio almejado), por ser profissional, domina a realização do tipo muito melhor que o segundo, que quer ver o inimigo ferido de morte, mas mal sabe puxar o gatilho. Se este último, argumenta, for punido com a mesma severidade que o primeiro, se estaria “reconhecendo que a vontade contrária ao direito é suficiente para fundamentar uma punição por dolo. [...] [o que não pode ser harmonizado com] os princípios do direito penal de um estado de direito, segundo os quais o direito penal penaliza fatos, e não atitudes internas.” Disto decorreria que:

[...] para que se possa falar em dolo, tem o autor de agir com conhecimento tal que lhe confira o domínio sobre aquilo que está realizando. Ou seja, ao menos em parte o dolo acaba se tornando uma questão de tipo objetivo: o autor tem de conscientemente criar um risco de tal dimensão que a produção do resultado possa ser considerada algo que o autor domina. Isso significa que, em princípio está correta a teoria da probabilidade [...]. Dolo é conhecimento de que a ocorrência do resultado é algo provável.⁴⁵⁻⁴⁶

45 GRECO, Luís, *Op. Cit.*, p. 902.

46 Cf. tb. VIANA, Eduardo, *Op. Cit.*, p. 59-61: “[...] para a doutrina hoje majoritária, o conhecimento *atual* não precisa estar atualizado, isto é, não é necessário que o agente tenha tido uma atitude mental de *pensar-sobre* a relação de congruência entre a sua conduta e todos os elementos do tipo penal. Isso porque, em algumas hipóteses, pelo simples fato do agente ter tido contato com parcela da informação contida na realidade experimentada, é possível que a totalidade das informações tenha se incorporado diretamente à consciência (não refletida) do agente. Nesse contexto, de acordo com a opinião hoje amplamente reconhecida, há conhecimento suficiente para o dolo mesmo quando existem circunstâncias que o autor não representou expressamente, mas que, por estarem tão diretamente vinculadas ao fato efetivamente representado, também são por ele conhecidas, ou mais propriamente, coconhecidas (b). Essa coconsciência do dolo (ou consciência acompanhante), cujo desenvolvimento no âmbito penal se deve a Platzgummer, implica, em últimos termos, um rebaixamento do nível de exigência de intensidade do elemento cognitivo do dolo em relação aos elementos do tipo penal, afinal, a coconsciência é a consciência não observada explicitamente, mas que, por estar diretamente

Também como consequência dessas conclusões há, para Greco, uma única forma de dolo, não fazendo sentido reconhecer o dolo eventual.⁴⁷ Para ele, todos os substantivos comumente utilizados para descrever o dolo eventual – o consentimento, a aceitação, ou mesmo a indiferença – seriam apenas causadores de confusões dogmáticas:

[ou] o agente quer o que domina, e neste caso a vontade parece redundante; ou ele não o quer, e neste caso não se vê porque o que ele não quer tem de ter mais importância do que aquilo que ele conscientemente domina. A vontade não acrescenta, nem retira nada às necessidades de prevenção e possibilidades de responsabilização geradas pela existência do domínio.⁴⁸

As teorias cognitivistas têm o inegável mérito de desafiar a centralidade da postura psíquica do agente na definição do dolo, mas sofrem de uma dificuldade no campo da aplicação. Se a vontade a rigor não importa, e o dolo está intrinsecamente ligado à criação de um risco proibido – o que determina, na prática, quando se está diante de uma conduta punível? Essa é uma pergunta bastante pertinente,

conectada com outro conteúdo de uma realidade efetivamente representada, está também, necessária e implicitamente, co-observada. Tal concepção baseia-se na percepção da psicologia, segundo a qual alguns objetos do entorno são imediatamente percebidos com um significado e conteúdo de sentido determinado, sendo desnecessário, para tanto, que o homem elabore qualquer esforço deliberado (ou intencional) para representá-los. [...] Em poucas palavras, a coconsciência significa *algo* sobre o qual o indivíduo não pensa expressamente, mas fosse ele indagado sobre esse *algo*, ele seria capaz de responder com imediata naturalidade. [...] Em síntese, *a coconsciência é aquela representação que, em razão da forte conexão com outros conteúdos efetivamente representados, está automaticamente incluída na consciência acompanhante do autor e, portanto, dispensa um pensamento atualizado.*” (grifos no original).

47 Cf. “Psicologicamente, dolo é conhecimento, e não conhecimento e vontade. Se todo dolo é conhecimento, e a vontade não tem relevância alguma, não há mais qualquer razão para diferenciar dolo direto (em suas duas formas, de primeiro ou de segundo grau) e dolo eventual. Há apenas uma forma de dolo.” (GRECO, Luís, *Op. Cit.*, p. 902.).

48 GRECO, Luís, *Op. Cit.*, p. 896.

sobretudo porque qualquer agir humano envolve perigo e os processos tecnológicos e inovativos acabam por incrementar a complexidade das relações e, por consequência, o risco – que está umbilicalmente ligado à ideia de dolo, seja ele, como visto, eventual ou não.

Nesse sentido, é fácil perceber que, se não forem adotados alguns critérios, a noção de dolo pode acabar abarcando mais condutas do que originalmente se previu quando os primeiros doutrinadores começaram a questionar se seria de fato correto manter a vontade como elemento do dolo. A partir daí surgiram novas teorias para a identificação do dolo.

Um bom exemplo desse movimento entre nós é mesmo Viana, para quem o critério de uma cota numérica probabilística de materialização do risco é um recurso útil, porém insuficiente. Para o doutrinador, o dolo deve ser entendido como um “compromisso cognitivo do autor com a realização do perigo representado”, sendo a resultante de uma correlação entre a intensidade do perigo criado e a vulnerabilidade da vítima.⁴⁹

Finalmente, não é possível falar de dolo eventual sem mencionar a teoria da cegueira deliberada, que implica uma situação pecu-

49 O autor propõe a chamada “teoria inferencialista do dolo”, a qual pode ser sintetizada da seguinte maneira: “o dolo é o compromisso cognitivo do autor com a realização do perigo representado (i). Esse compromisso cognitivo está preponderantemente presente quando o autor utilizar um método que aos olhos do homem racional somente seria utilizado por aquele que queria realizar o tipo representado (ii). O elemento mais importante para identificação do compromisso cognitivo do autor é a intensidade objetiva do perigo por ele criado aliado ao grau de vulnerabilidade concreto da vítima (iii). Nos casos em que o perigo seja de alta intensidade e a vítima esteja em elevado grau de vulnerabilidade deve ser imputada a conduta dolosa sem maiores considerações; a exclusão da responsabilidade penal por erro de tipo é inviável [...] (iv). Nos perigos com alta intensidade e vítima com médio ou baixo grau de vulnerabilidade, o dolo é *prima facie positivo*, salvo se presentes contraindicadores; a exclusão da responsabilidade penal por erro de tipo é possível, mas excepcional (v). Perigo de baixa intensidade, mas vítima em alto grau de vulnerabilidade, o dolo também é *prima facie positivo*, mas é possível exclusão da responsabilidade penal por erro de tipo; finalmente, vítima em baixo nível de vulnerabilidade e perigo de média ou baixa intensidade, o dolo é *prima facie negativo*, a imputação dependerá da avaliação do complexo de dados.” (VIANA, Eduardo, *Op. Cit.*, p. 282).

liar.⁵⁰ Ela parte da premissa de que age com dolo não apenas o agente que conhece (dolo direto) ou suspeita (dolo eventual) da ocorrência de ilícito, “mas também aquele que *cria conscientemente* uma barreira para evitar que qualquer *suspeita* [...] chegue ao seu conhecimento”.⁵¹

De origem anglo-saxã,⁵² uma das primeiras menções à teoria no Brasil teria ocorrido no julgamento de ação penal envolvendo o assalto ao Banco Central em Fortaleza, em 2005. Em resumo, os assaltantes usaram dinheiro em espécie, fruto do assalto, para a compra de automóveis, e os vendedores dos carros foram condenados em primeira instância com a alegação de que deliberadamente não teriam se aprofundado na origem dos recursos. A decisão foi revertida pelo Tribunal Regional da 5ª região, mas com menção de que, em tese, seria possível a aplicação da teoria com base em dolo eventual comprovado.⁵³

A teoria ganhou força mesmo no julgamento do Caso Mensalão e, mais recentemente, nos desdobramentos judiciais da Operação Lava-Jato. Em um e outro caso, há uma espécie de equiparação entre os conceitos de dolo eventual e cegueira deliberada, como transparece em acórdão da Ação Penal no. 470-MG:

50 FAYET, Fábio Agnet; CARVALHO, Andersson Vieira. Teoria da cegueira deliberada e os limites de responsabilização subjetiva no direito penal brasileiro. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, São Paulo, v. 163, ano 28, p. 153-195, jan. 2020. p. 170-172).

51 BOTTINI, Pierpaolo Cruz. A cegueira deliberada no julgamento da Ação Penal 470. *Revista Consultor Jurídico*, São Paulo, jul. 2013. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2013-jul-30/direito-defesa-cegueira-deliberada-julgamento-acao-penal-470>. Acesso em 11 jan. 2021.

52 FAYET, Fábio Agnet; CARVALHO, Andersson Vieira, *Op. Cit.*, p. 167-168.

53 Cf. o voto do Relator, o Des. Rogério Fialho Moreira: “[e]ntendo que a aplicação da teoria da cegueira deliberada depende da sua adequação ao ordenamento jurídico nacional. No caso concreto, pode ser perfeitamente adotada, desde que o tipo legal admita a punição a título de dolo eventual.” (CEARÁ. Tribunal Regional da 5ª Região (Segunda Turma). Apelação Crime n.º 5520-CE 2005.81.00.014586-0. Relator: Desembargador Rogério Fialho Moreire. Fortaleza, 09 set. 2008. *Diário de Justiça*, 22 out. 2008).

O Direito Comparado favorece o reconhecimento do dolo eventual, merecendo ser citada a doutrina da cegueira deliberada construída pelo Direito anglo-saxão (*willful blindness doctrine*). Para configuração da cegueira deliberada em crimes de lavagem de dinheiro, as Cortes norte-americanas têm exigido, em regra, (i) a ciência do agente quanto à elevada probabilidade de que os bens, direitos ou valores envolvidos provenham de crime, (ii) o atuar de forma indiferente do agente a esse conhecimento, e (iii) a escolha deliberada do agente em permanecer ignorante a respeito de todos os fatos, quando possível a alternativa. Nesse sentido, há vários precedentes [...]. Embora se trate de construção da *common law*, o Supremo Tribunal Espanhol, corte da tradição da *civil law*, acolheu a doutrina em questão na Sentencia 22/2005, em caso de lavagem de dinheiro, equiparando a cegueira deliberada ao dolo eventual, também presente no Direito brasileiro. Na hipótese *sub judice*, há elementos probatórios suficientes para concluir por agir doloso - se não com dolo direto, pelo menos com dolo eventual [...].” (voto do Min. Joaquim Barbosa, p. 1273 [do pdf])

É precisamente essa equiparação que acaba permitindo a utilização da teoria no ordenamento nacional, como fica claro de Moro, para quem

tais construções, em uma ou outra forma, assemelham-se ao dolo eventual da legislação brasileira. Por isso e considerando a previsão genérica do art. 18, I, do CP (LGL\1940\2), e a falta de disposição legal específica na lei de lavagem contra

a admissão do dolo eventual, podem elas ser trazidas para a nossa prática jurídica [...].⁵⁴⁻⁵⁵

Em resumo, a maior parte da doutrina admite a existência do dolo eventual como uma combinação de conhecimento e vontade, que se contrapõe ao dolo direto por força da intensidade com que aqueles dois elementos se manifestam. Há, assim, uma escala que vai desde uma combinação de saber e propósito no dolo de primeiro grau até a culpa consciente, hipótese em que aqueles elementos são esvaziados a ponto de o agente ser essencialmente pego de surpresa pelo resultado.

O dilema na identificação do dolo eventual reside no fato de que, dentro daquele espectro da vontade, tal espécie de dolo corresponde a uma faixa de tons de cinza de atitudes internas do agente perante o resultado e que, pela sua própria natureza, são de difícil comprovação – o que, por sua vez, dificulta a distinção do dolo eventual de outras figuras (como a culpa consciente).

2. Dolo eventual na Instrução CVM nº 08/79 (hoje Resolução CVM nº 62/22).

2.1. Os ilícitos administrativos.

Um dos principais normativos editados pela CVM para a

54 MORO, Sérgio Fernandes. Sobre o elemento subjetivo no crime de lavagem. *In*: José Paulo Baltazar Junior; Sérgio Fernandes Moro (Org.). *Lavagem de dinheiro*. Comentários à lei pelos juízes das varas especializadas em homenagem ao Ministro Gilson Dipp. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2007. p. 100-101.

55 “[R]aciocínio de que o agente que se coloca voluntariamente em posição de ignorância acerca dos limites da conduta que pratica ou para a qual concorre, procurando não se aprofundar no conhecimento de suas circunstâncias objetivas, deve responder pelo crime que lhe é imputado a título de dolo eventual”. (CÂMARA, Isabela Tarquinio Rocha. O tipo subjetivo do injusto econômico: breve ensaio sobre o equívoco da integração hermenêutica do dolo eventual a partir da teoria do domínio do fato e da cegueira deliberada. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, São Paulo, v. 141, Ano 28, p. 81-91, mar. 2018. p. 79).

repressão de condutas ilícitas no mercado de capitais é a Instrução CVM nº 08/79 (hoje Resolução CVM nº 62/22). A resolução contém quatro tipos administrativos distintos: condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários (alínea “a”), manipulação de preços (alínea “b”), operação fraudulenta (alínea “c”), e prática não equitativa (alínea “d”).

Em alguns casos essas figuras parecem se confundir na prática, mas a doutrina e os precedentes da CVM traçaram algumas diferenciações.

Começando pela mais conhecida daquelas condutas, a manipulação de preços (alínea “b”), os precedentes da CVM apontam quatro elementos essenciais à configuração do tipo, notadamente: (i) utilização de processo ou artifício; (ii) destinado a promover cotações enganosas, artificiais; (iii) induzir terceiros a negociar valores mobiliários cujas cotações foram artificialmente produzidas; e (iv) a presença do dolo, ainda que eventual, de alterar as cotações e induzir terceiros a negociar com base nessas cotações falsas.⁵⁶ É essencialmente pacífico para a autarquia que não é necessário que o autor aufera lucros com a conduta,⁵⁷ nem que seja demonstrado que terceiros foram induzidos a negociar com base nas cotações falsas – apenas que o processo ou o artifício utilizado tinha aptidão de indução.⁵⁸

A conduta mais clássica de manipulação de preços envolve alguma variação de atuação concertada de diversos agentes no senti-

56 Cf. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2018/4165. Relator: Presidente Marcelo Barbosa. Rio de Janeiro, 01 out. 2019.

57 Cf. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº 02/2014. Relator: Diretor Carlos Alberto Rebello Sobrinho. Rio de Janeiro, 17 dez. 2019.

58 Cf. **(i)** BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº 19957.000511/2018-98. Relator: Diretora Flávia Perlingeiro. Rio de Janeiro, 18 mai. 2021; **(ii)** BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2014/6517. Relator: Diretor Henrique Machado. Rio de Janeiro, 11 jun. 2019; **(iii)** BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2014/0578. Relator: Diretor Henrique Machado. Rio de Janeiro, 27 mai. 2019.

do de, deliberadamente, por meio de uma sequência de negociações ou da divulgação de informações falsas, aumentar o preço de um determinado papel, para logo em seguida vendê-lo para compradores desavisados (*pump and dump*). Como não há qualquer fundamento para o aumento do preço do papel, assim que as compras e vendas entre os manipuladores cessa, ou logo que se verifica que as informações divulgadas não condizem com a realidade, o preço do papel despenca, acarretando graves perdas para o comprador.

Mais recentemente, ganharam destaque duas modalidades de condutas manipulativas: o *spoofing*⁵⁹ e o *layering*.⁶⁰ A distinção entre as duas condutas é bem traçada pelo Dir. Gustavo Gonzalez no citado PAS CVM nº RJ2019/5673:

21. *Layering* e *spoofing* são práticas de criação de liquidez aparente, com a inserção, em um curto intervalo de tempo, de ofertas que, isoladamente (*spoofing*) ou agregadas (*layering*), representam quantidade expressiva em um dos lados do livro, atraindo contrapartes de modo a mover os preços em um sentido que venha a permitir a execução de uma ou mais ofertas limitadas inseridas na ponta oposta pelo manipulador. Pressupõe-se que o aumento expressivo na quantidade ofertada nos primeiros níveis de preço do ativo é capaz de influenciar outros investidores, que passam a atuar no mesmo sentido de negociação, de forma a aumentar ou diminuir a cotação do preço do

59 Cf. **(i)** BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2016/7192. Relator: Diretor Henrique Machado. Rio de Janeiro, 13 mar. 2018; **(ii)** BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2016/2384. Relator: Diretor Gustavo Gonzalez. Rio de Janeiro, 08 out. 2018; **(iii)** BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2016/7192. Rio de Janeiro, 13 mar. 2018.

60 Cf. o já citado BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2018/4165.

ativo.

22. A diferença está em que, no *layering*, as ordens são enviadas de modo a criar faixas ilusórias de preços, ao passo que, no *spoofing*, a distorção no preço decorre de ofertas com quantidades desproporcionais àquelas existentes no livro.⁶¹

A criação de condições artificiais (alínea “a”), por sua vez, está relacionada à criação de uma imagem distorcida do mercado, com ordens, movimentos de oferta ou de demanda que, na verdade, inexistem. Os exemplos mais típicos de operações realizadas com condições artificiais de demanda, oferta ou preço são as chamadas *boiler rooms*, expressão que designa a sucessão de operações realizadas por alguns agentes com determinados ativos menos líquidos, a fim de gerar a ilusão de liquidez e de atrair outros investidores, que seriam prejudicados nas negociações então realizadas.

Com o tempo, a CVM passou a estender essa interpretação, caracterizando como geradoras de condições artificiais as operações com resultados previamente combinados, apenas levadas a mercado para legitimação. Neste sentido, foi editada a Deliberação CVM nº 14, de 23/12/1983, em que se reconhecia que operações realizadas no mercado de derivativos apenas para assegurar a transferência de re-

61 Para o diretor, “A cronologia da criação de falsa liquidez é a seguinte:

a) Criação de falsa liquidez: Visando influenciar investidores a incluir ou melhorar suas ofertas, induzindo pressão compradora ou vendedora, alterando o spread do livro, por meio de

i. Se *layering*: Inserção de ofertas artificiais que formam camadas de ofertas sem propósito de fechar negócio;

ii. Se *spoofing*: Registro de oferta de quantidade expressiva.

b) *Reação de investidores*: Investidores reagem ao registro da(s) oferta(s) artificial(is).

c) *Posicionamento e execução de oferta-alvo*: registro de oferta no lado oposto (antes de forma concomitante ao passo (a)) com conseqüente execução de negócios contra as ofertas dos investidores que reagiram ao registro da oferta artificial (*spoofing*) ou da camada de ofertas artificiais (*layering*).

d) *Cancelamento*: após a realização dos negócios, a(s) oferta(s) artificial(is) é(são) cancelada(s).” (grifos no original)

sultados previamente combinados entre as partes seriam consideradas como geradoras daquelas condições artificiais.

Em resumo, diferentemente da manipulação, caso em que são realizadas operações destinadas a direcionar os preços de um determinado ativo, de forma incompatível com aquela que seria a sua real demanda, na criação de condições artificiais simula-se a existência de um mercado legítimo. Nos dois casos, a hipótese de ilicitude deve ser afastada se forem demonstrados propósitos econômicos legítimos para a realização das operações.⁶²

O conceito de operação fraudulenta (alínea “c”), segundo Nelson Eizirik, é “muito mais amplo e flexível” que os outros dois tipos dos quais já se tratou, sendo, por isso, “muito difícil elencar exemplos de sua prática, uma vez que a fraude pode se revestir de múltiplas formas.” Por isso, segundo o autor, este tipo administrativo deve ser utilizado apenas quando os demais não se mostrarem adequados.⁶³

Nos termos da norma e de precedentes do Colegiado da CVM,⁶⁴ são três os elementos do tipo em questão.

62 Cf. CAVALI, Marcelo Costenaro. *Manipulação do Mercado de Capitais: Fundamentos e Limites da Repressão Penal e Administrativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 163 e DUTRA, Marcos Galileu Lorena; BUSATO, Eduardo José. *A Manipulação de Preços no Mercado de Capitais: Lições Trazidas pelo ‘Caso Merrill Lynch’*. Disponível em <http://www.anpad.org.br/admin/pdf/enanpad2002-fin-1795.pdf>. Acesso em 13 jan. 2022.

63 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 704.

64 Cf. o voto do Dir. Rel. Gustavo Gonzalez em: BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº 10/2014. Relator: Diretor Gustavo Gonzalez. Rio de Janeiro, 18 jun. 2019: “Diante do exposto, encontram-se preenchidos todos os requisitos da infração administrativa de realização de operação fraudulenta prevista na Instrução CVM nº 08/79 [...], haja vista ter restado demonstrada: (i) a utilização de ardil ou artifício [...]; (ii) a indução ou manutenção de terceiros em erro [...]; e (iii) a intenção de obter vantagem ilícita para si ou terceiros [...]” e os votos do Dir. Rel. Henrique Machado em BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2014/12081. Relator: Diretor Henrique Machado. Rio de Janeiro, 18 jun. 2019; e do Dir. Rel. Pablo Renteria em BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2014/12921. Relator: Diretor Pablo Renteria. Rio de Janeiro, 10 fev. 2017; dentre outros.

O primeiro é a utilização de ardil ou artifício para induzir ou manter terceiros em erro. Trata-se do meio fraudulento empregado para a prática da irregularidade, que confere amplitude ao ilícito em questão, ante a multiplicidade de estratégias que podem caracterizar a fraude.

O segundo elemento do tipo é a própria indução ou a manutenção de terceiros em erro (estado de falsa representação da realidade que é capaz de viciar as declarações de vontade). Nesse sentido, para caracterização do tipo, deve ser comprovado o nexo de causalidade entre o artifício ou ardil (a “trapaça”) e a indução ou manutenção do terceiro em erro.⁶⁵

O terceiro elemento do tipo consiste na finalidade de obter vantagem econômica indevida, para si ou para terceiros (dolo).

Por fim, o conceito de prática não equitativa (alínea “d”) foi por muito tempo utilizado para a persecução do *insider trading* antes da revisão da Lei das S.A. e da edição do normativo da CVM que trata do assunto. De acordo com Nelson Eizirik, o ilícito geralmente decorre da quebra de uma relação fiduciária, como é o caso do *front-running*.⁶⁶

2.2. Interpretação do elemento subjetivo na atual Resolução CVM nº 62/22 e na Instrução CVM nº 08/79.

Feita essa breve introdução sobre os tipos administrativos descritos na Instrução CVM nº 08/1979 e na Resolução CVM nº 62/22, passamos à análise do dolo nos casos em que a norma é invocada – com destaque para a manipulação, a figura mais conhecida, e na qual a questão do elemento subjetivo vem demandando discussões mais aprofundadas. Antes, porém, cumpre fazer alguns apontamentos so-

65 *Ibidem*, p. 705.

66 *Ibidem*, p. 706-707.

bre o normativo como um todo, e que ajudam a explicar alguns entraves interpretativos nos casos práticos.

Invariavelmente, quando se está tratando da Instrução CVM nº 08/79, esbarra-se na polêmica dos seus chamados “tipos abertos”. Tipos abertos são tipos “construídos mediante *standards* legais, ou seja, conceitos amplos, não precisamente determinados e que podem ser adaptados às circunstâncias fáticas do mercado”.⁶⁷

Convencionou-se dizer que a Instrução CVM nº 08/79 possui tipos abertos porque, pela maneira como foi redigida – delineando comportamentos em sentido mais amplo, ao invés de descrever manobras mais detalhadas – a norma acaba por abarcar condutas que não eram especificamente cogitadas quando de sua edição. Daí que é comum ouvir que, por conta de sua abrangência, a autarquia e a B3 – Supervisão de Mercados seriam capazes de encaixar toda espécie de nova conduta sob a norma. Esta flexibilidade acabaria (segundo os críticos da regra) trazendo enorme insegurança ao mercado, que seria recorrentemente surpreendido com acusações decorrentes de práticas que nunca teriam sido apontadas pelos entes supervisores como ilícitas antes. Esta discussão, que sempre foi conhecida, voltou à tona com mais força nos recentes casos de *spoofing* e *layering*.

A verdade é que, de modo geral, a técnica legislativa adotada na instrução (e repetida na resolução) é um grande instrumento do ponto de vista de política regulatória, pois permite que as disposições da norma não tenham de ser atualizadas com frequência. A maior prova de que esta opção vem bem ou mal funcionando reside no fato de que o conteúdo da norma é utilizado há mais de quatro décadas – vale lembrar, mais uma vez, que a recente publicação da Resolução CVM nº 62 em nada alterou os tipos constantes da Instrução CVM nº 08/79. Nesse sentido, o que se observa é um efeito oposto à incerteza que é frequentemente atribuída à Instrução CVM nº 08/79. Poucas regras podem ostentar tanta estabilidade e, a essa altura do campeo-

⁶⁷ *Ibidem*, p. 699.

nato, não deveria haver dúvidas de que quaisquer condutas que preenchem os elementos de cada uma das alíneas da instrução (hoje resolução) devem ser consideradas ilícitas – ainda que a CVM não tenha sobre elas se pronunciado.

A grande questão, então, precisa ser deslocada para a interpretação dada a cada um daqueles elementos, e como eles podem ser comprovados. Este exercício é uma consequência da forma como a norma foi redigida – cada uma das condutas descritas envolve diversas partículas elementares, e a articulação desses requisitos nem sempre é suficientemente clara. Nesse ponto, os críticos da Instrução CVM nº 08/1979 têm um bom argumento.

A CVM já manifestou em dezenas de processos que, para fins de todos os tipos elencados na antiga Instrução CVM nº 08/79, atual Resolução CVM nº 62/22, se admite tanto o dolo direto quanto o dolo eventual – o que não quer dizer que ainda não parem sobre o tema alguns dilemas de resolução bastante difícil. Isto não é privilégio da CVM – conforme se demonstrou na seção anterior, a problemática do dolo eventual é talvez uma das maiores controvérsias da dogmática penal. Mas isso também não significa que a forma como esta questão vem sendo articulada na seara administrativa é satisfatória. A análise dos precedentes demonstra o contrário: que ela pode ser mais bem esclarecida e aprofundada em benefício do mercado.

2.3. Histórico e crítica da admissão do dolo eventual na caracterização dos ilícitos de mercado.

A melhor forma de entender como o dolo eventual foi utilizado em acusações envolvendo a antiga Instrução CVM nº 08/79 é analisando os casos em que esta espécie de dolo foi considerada para a acusação ou penalização de participantes do mercado. Fazendo isso, é possível notar que o dolo eventual adentrou os precedentes do Colegiado da CVM de maneira um pouco emaranhada, e, embora sua

aplicação seja hoje admitida, o processo de sua incorporação foi gradual, cheio de contradições e controvérsias.

Alguns dos primeiros casos que tratam do dolo eventual de maneira mais extensa se destacam por expressar o elemento subjetivo a partir da violação de uma espécie de expectativa de dever de cuidado. É o que faz, por exemplo, o IA 39/1998, de relatoria do Dir. Wladimir Castelo Branco, j. em 21/11/2001, e que tratava de negócios irregulares e do que essencialmente parece ter constituído “roubo de custódia”.

Ao rebater os argumentos de defesa da sócia-gerente e diretora responsável pela área de bolsa da corretora acusada, o relator entendeu que

É claro que a omissão da Defendente possibilitou que fraudes fossem cometidas, em detrimento de clientes. A sua omissão é indesculpável, cumprindo-lhe responder pela Corretora. Entendo que a Defendente, muito embora não tivesse, talvez, a intenção deliberada de praticar fraudes, nas mesmas consentiu, dando-lhes causa, a título de dolo eventual.

Trata-se, aqui, de uma formulação com viés típico da tradicional teoria do consentimento, sendo que, no caso, há uma outra camada de complexidade, uma vez que a tipicidade é determinada a partir de um comportamento omissivo no cometimento de uma fraude. Todos os acusados foram condenados a penas diversas, dentre outros descumprimentos, por infração ao disposto no inciso II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 08/79 (operação fraudulenta), vigente à época.

A temática do dolo eventual na operação fraudulenta voltou à baila com mais detalhe em voto do Dir. Rel. Pres. Marcelo Fernandez Trindade no PAS 01/1999, j. em 19/12/2001. Nele, o relator absolveu um dos defendentes da acusação de operação fraudulenta, nos seguintes termos:

36. Contudo, é preciso verificar se a conduta de desleixo do referido indiciado pode ser equiparada ao dolo, para efeito de aplicação da Instrução CVM 08/79. No dolo eventual, como escreve Magalhães Noronha, ‘o sujeito ativo prevê o resultado e, embora não seja este a razão de sua conduta, aceita-o’ (Direito Penal, vol. I, Saraiva, São Paulo, 25ª ed., 1987, p. 135). Trata-se, então, de verificar se o indiciado aceitou correr o risco do resultado danoso a seus clientes, ao abandonar a supervisão da custódia de ações.

Aqui a questão volta a enveredar pelo terreno pantanoso típico do dolo eventual por alguns caminhos. Primeiro, o relator questiona se, por meio de uma conduta omissiva (“abandono de supervisão”), haveria assunção de risco e, por consequência, se tal “desleixo” pode ser equiparado ao dolo.

Essa é uma construção, no mínimo, delicada. Como visto, sob a perspectiva das chamadas teorias volitivas – que são, lembre-se, as que prevalecem no ordenamento pátrio –, a conduta dolosa sempre pressupõe dois elementos: a vontade e o conhecimento. A relativa intensidade de um ou de outro elemento é o que diferencia os tipos de dolo, mas, para que haja dolo, tais elementos devem necessariamente existir.

A principal dificuldade na diferenciação entre o dolo eventual e a culpa é que, no primeiro caso, aqueles elementos estão tão atenuados que eles aparentam se aproximar da negligência. Mas a conformação psíquica do agente que procede com dolo nunca é a mesma daquele que age com descuido – ainda que tal “desleixo” possa gerar riscos.

É incorreta, portanto, qualquer equiparação do dolo eventual à culpa consciente ou mesmo à culpa grave – embora a CVM já o tenha feito em ao menos duas ocasiões⁶⁸ (comparação esta que parece ter sido abandonada em tempos mais recentes).

68 Cf. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº

No mais, é um pouco estranho imaginar que, em se tratando de fraude, o grande objetivo dos envolvidos seja “correr o risco” de auferir um ganho.⁶⁹ Não é, ou não deveria ser, ao contrário, da pró-

02/99. Relator: Diretor Luis Antonio de Sampaio Campos. Rio de Janeiro, 06 set. 2001: “xxiii. Entretanto, é pacífico o entendimento nesta Autarquia de que, para a responsabilização com base nas infrações previstas na Instrução CVM nº 08/79, *basta que exista a culpa grave (ou dolo eventual, isto é, assunção do risco do resultado), equiparável ao dolo*. xxiv. A culpa grave, no caso, decorreria da comprovação de que a Walpires e seus profissionais responsáveis teriam o conhecimento das operações e, podendo, nada teriam feito para evitá-las. Tal conhecimento, por sua vez, encontra-se devidamente comprovado pela atuação da Walpires em ambas as pontas das operações ou, ainda, com a participação da sua carteira própria para fins de recebimento de comissões.” Cf. também o BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº 16/02. Relator: Presidente Marcelo Trindade. Rio de Janeiro, 10 out. 2006: “45. No que se refere à Instrução 08/79, parece-me evidente que não se pode falar em simples negligência, para condenar-se algum agente com base naquela norma. Ou se está diante de dolo, ou ao menos, em meu pessoal entendimento, *de culpa grave, equiparada ao dolo eventual*, o que não é o caso, diante da aparência de legalidade dos documentos exibidos.” (sem grifos nos originais)

69 A noção de que a comprovação do dolo eventual é suficiente para a caracterização da operação fraudulenta foi reforçada em precedente recente da CVM (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº 19957.007133/2017-92. Relator: Presidente Marcelo Barbosa, Rio de Janeiro, 13 ago. 2019), no qual o Presidente afirma o seguinte: “56. Isso porque, caso os acusados tenham registrado as operações no Sistema sabendo da ausência de consentimento dos clientes da Corretora, restará comprovado o dolo em sua conduta, na medida em que teriam assumido conscientemente o risco de ludibriar e lesar esses investidores e beneficiar a Corretora. A esse respeito, destaco que, conforme entendimento prevalecente do Colegiado, basta a comprovação de dolo eventual para que seja possível a responsabilização administrativa pela prática de operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários.” O Presidente então cita, em nota de rodapé, votos do Diretor Gustavo Gonzalez e da Dir. Ana Novaes. A nota de rodapé é transcrita aqui na íntegra: “Sobre o assunto, transcrevo trecho do voto do Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, relativo ao PAS CVM nº 02/2013, j. em 22.01.2019: ‘*Não obstante, entendo que cabe analisar (i) se a conduta de realizar operação fraudulenta prevista na Instrução CVM nº 08/79 nos termos apontados pela Acusação pode ser punida a título de dolo eventual e, (ii) em caso afirmativo, se há provas suficientes de que a conduta de [J.C.O.] preencheu os requisitos para tanto. Como se sabe, o ordenamento jurídico brasileiro prevê genericamente o dolo eventual como a conduta de quem assume o risco de produzir o resultado (artigo 18, I, do Código Penal). O dolo eventual é equiparado ao dolo direto. No âmbito da CVM, a questão já foi analisada em diversos casos, tendo o Colegiado fixado entendimento de que é admissível condenação por realização de operação fraudulenta, em infração ao item II, “c” da Instrução CVM nº 08/79, com base em dolo eventual*’. Também nesse sentido, ver PAS BRASIL Comissão de Valores Mobiliários nº 05/2008: Relatora Diretora Ana Novaes. Rio de Janeiro, 12 dez. 2012.”

pria natureza da fraude, a atuação orientada à obtenção de alguma vantagem indevida? Esta noção é apenas reforçada pela letra da norma, que fala em agir com a “finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros.”

Daí porque o próprio relator do PAS 01/1999 procura, na sequência, outros elementos distintivos da vontade de fraudar – notadamente, a obtenção de algum benefício ilícito. Na ausência deste ganho ou de qualquer outro indicativo, a despeito do desleixo, o relator decidiu – acertadamente – pela absolvição do acusado.⁷⁰

A questão do dolo eventual reapareceu com toda força no Processo Administrativo CVM SP 2001/0236 (“Caso Santander”), j. em 19/07/2004 e instaurado com a finalidade de apurar a prática de manipulação de preços (inciso II, alínea “b”, da Instrução CVM nº 08/79) por parte do Banco Santander do Brasil S/A (“Banco Santander”) e de seu diretor, o Sr. M.G.T, bem como pela Santander Noroeste DTVM Ltda. e por seu diretor, o Sr. G.A.F.M.

Este talvez seja o caso mais emblemático que trata do assunto. E isso não apenas em razão do tipo manipulação, da profundidade das discussões sobre o dolo, ou por ser amplamente citado nos precedentes da CVM, mas porque, ao lado de tudo isso, ele é também um processo destacadamente confuso, com idas e vindas no debate

70 “37. O Relatório da Comissão de Inquérito, apesar de sua minúcia e precisão, não logrou localizar qualquer destinação ao indiciado de valores ou títulos desviados. Não há, de outro lado, indício de participação do indiciado nas operações fraudulentas, pois ao contrário do que quer a Comissão de Inquérito, a assinatura do indiciado em alguns cheques de liquidação de operações, ou sua autorização para transferências de custódias em certas corretoras, não provam sua participação na fraude, já que tais atos são rotineiros para um sócio-gerente de sociedade distribuidora.

38. Assim, como a Comissão de Inquérito traçou todo o caminho dos recursos desviados, e não encontrou depósitos ou movimento nas contas do indiciado, parece-me haver dúvida razoável quanto à co-autoria da fraude por ele, a recomendar a absolvição da imputação de infração da Instrução CVM 08/79, especialmente porque o seu desleixo constituiu infração a outros dispositivos, como passo a demonstrar.”

sobre a admissão do dolo eventual, e que, a despeito disso, essencialmente consolidou a posição da autarquia e do CRSFN no que diz respeito à questão da imputação subjetiva na manipulação (e nos demais tipos da Instrução CVM nº 08/79 também).

Em resumo, de acordo com a acusação, o Banco Santander teria realizado, no mercado à vista da Bovespa, nos respectivos *calls* de fechamento dos pregões de 28/04/2000 e 27/06/2000, operações de venda de ações que compunham o Ibovespa, e provocado uma sensível queda no valor de fechamento daquele índice – ao mesmo tempo em que teria auferido ganhos em posições detidas no mercado futuro, decorrentes do resultado negativo supostamente provocado por suas operações no mercado à vista.

A defesa explicou que as negociações foram efetuadas para honrar com uma série de estratégias vigentes, dentre as quais a chamada *cash and carry*, que seria uma estratégia de arbitragem clássica, não especulativa, que visa à obtenção de rendimentos os quais, na data da contratação da operação, são pré-fixados (sendo, assim, uma operação de renda fixa).

Tais argumentos não convenceram o relator Dir. Eli Loria, que, no voto condutor do Colegiado da CVM, entendeu que:

o Santander, ainda que possa não ter tido a direta intenção de manipular os preços dos papéis, tinha a clara consciência de que a alteração nas cotações traria ganhos como resultado provável de sua ação, não se detendo diante do risco causado ao mercado. Tais ganhos eram previsíveis, face às especificidades operacionais dos mercados à vista, futuro de Ibovespa e de opções e conhecidas dos defendentes. Em 28.04.00 o Santander obteve ajustes positivos no mercado futuro e em 27.06.00 reduziu seu prejuízo no exercício das opções flexíveis lançadas, todos na BM&F. [...] Considero ainda caracterizado o dolo even-

tual dos agentes, vez que o resultado era previsível, tendo o Santander e o Santander Noroeste DTVM assumido o risco de produzi-lo, não se importando com sua eventual concretização.

O Presidente Dir. Marcelo Trindade acompanhou o voto do relator. Da leitura de sua manifestação, fica claro que, para o Presidente, foi fundamental a demonstração da sofisticação dos acusados, e de que estes estavam bem-posicionados para, em qualquer cenário traçado, obter benefícios com as negociações realizadas.⁷¹⁻⁷² Este último ponto, aliás, segundo o voto do Presidente, foi um importante elemento distintivo entre o Processo Administrativo CVM SP 2001/0236 e o Inquérito Administrativo CVM nº 35/98, conhecido como “Caso Merrill Lynch”. Os acusados neste processo foram absolvidos tanto na CVM quanto no CRSFN, sobretudo porque não foram identificados ganhos.⁷³

71 “34. Em operações dessa espécie vai ser sempre impossível provar-se a intenção declarada. Todavia, a seqüência de acontecimentos, os efeitos sobre os mercados à vista e futuro de cada uma das operações e a relação verificada entre a atuação do Santander e os proveitos financeiros que obteve são o bastante para que se chegue à conclusão que se chegou.

35. Ainda que não tenham desejado aqueles resultados danosos (dolo direto) os Defendentes aceitaram conscientemente o risco de produzir tais resultados, parecendo-me que tal dolo eventual é suficiente para a configuração da conduta indevida. Naturalmente, caberá ao Conselho de Recursos, em caso de recurso, reexaminar este entendimento, mas no entendimento da CVM extrai-se das condutas adotadas pelos Defendentes a presença de dolo eventual, e este é considerado, no caso, suficiente para acarretar a imposição de sanções, diante da especialização do agente e, portanto, de sua capacidade de percepção da probabilidade de ocorrência do resultado indevido.

72 Cf. item 7 do voto: “A avaliação meticulosa daqueles cenários é fundamental, dado que da suposta neutralidade ali demonstrada decorreria, muito provavelmente, a absolvição dos Defendentes.”

73 Como explicou o Presidente: “37. O argumento central que levou à absolvição no inquérito nº 35/98, seja na CVM, seja no Conselho de Recursos, foi o de que não havia como se concluir que os indiciados tiveram a intenção de derrubar o índice, dado que sua queda, elevação ou manutenção, ser-lhes-ia “absolutamente indiferente” (itens 28 e 36 do voto do Diretor Relator). Esse pressuposto não se repete nestes autos, a meu sentir. Como demonstrado, os Defendentes foram beneficiados pela variação das cotações do índice, não sendo válido, por isso, entender a este caso os mesmos fundamentos adotados pelo Colegiado no Caso Merrill Lynch.”

Para além da questão do benefício auferido, o Presidente Marcelo Trindade, reconhecendo a complexidade de casos dessa natureza, também aproveitou para reiterar a expectativa de cuidado que recai sobre os agentes de mercado, e que foi articulada tanto pela CVM quanto pelo CRSFN no Caso Merrill Lynch – e que seria majorada em se tratando de operações de derivativos estruturadas por participantes sofisticados.⁷⁴

Ao cabo, foram condenadas as pessoas jurídicas e absolvidos os diretores, vez que, no entender do relator:

não restaram comprovados elementos suficientes à caracterização de sua participação direta nas operações. A despeito de serem identificados como responsáveis pelas respectivas áreas de investimentos do Santander e da Santander DTVM, o fato é que não foi trazida a julgamento qualquer prova de sua participação ou atuação direta

74 “39. Naquele julgamento ficou expressa a preocupação do Colegiado com a linha tênue em que se caminhava, e freqüentemente se caminha, em assuntos como os destes autos. Consta expressamente do voto do Diretor Relator Joubert Rovai: ‘44. Finalmente, deve ser ressaltado que, embora ausentes os elementos caracterizadores da manipulação de preços, operações semelhantes às que constituíram objeto do presente Inquérito poderão ser passíveis de punição por parte da CVM, em razão da tipicidade de que possam vir a se revestir. Não é desejável que o mercado de capitais, em razão da atuação de um único comitente, sofra impacto como o decorrente da atuação de Merrill Lynch Capital Markets PLC no caso presente. 45. A estruturação de operações complexas envolvendo derivativos, requer, por parte das instituições financeiras que operam no mercado de capitais, detalhada análise dos riscos envolvidos e deve ser aprovada por mais de uma instância decisória, dependendo dos volumes envolvidos’.

40. Da mesma forma, o Conselho de Recursos afirmou, na análise do caso, que “... em face das posições que ostentava, deveria o investidor ter agido com mais cautela, pois sua conduta provocou forte oscilação no mercado, o que poderia atrair enquadramento em outro tipo administrativo”.

41. A avaliação desta Comissão sobre essa passagem do voto do Diretor Relator na CVM e da ementa da decisão do Conselho de Recursos é a de que se reconheceu ali a necessidade de o investidor – especialmente o investidor qualificado, aquele que atua com plena consciência do funcionamento do mercado e das repercussões que suas atuações em um e outro mercado terão nos outros cenários – adotar a cautela como padrão de conduta em situações em que sua atuação pode repercutir gravemente em mais de um mercado.”

nas operações ou mesmo de aprovação das estratégias analisadas.

Deixando de lado as peculiaridades do caso concreto, este é um desfecho que não deixa de soar um pouco contraditório. Se as pessoas jurídicas foram condenadas porque teriam assumido o risco das operações, como é possível, ao mesmo tempo, concluir que não havia indícios de que as estratégias foram aprovadas por indivíduos com nível de senioridade suficiente para gerar vinculação – e condenação – institucional? Isso sobretudo porque, tanto no Caso Merrill Lynch quanto no Caso Santander, o Colegiado discutiu a importância da criação de estruturas de governanças e controles para a aprovação dessas operações – obrigação esta que recai diretamente sobre os diretores responsáveis da instituição.

De qualquer maneira, o que parece ter pendido a balança para o lado da condenação no Processo Administrativo CVM SP 2001/0236 foi o potencial de ganho e o suposto ganho auferido pelos acusados, o que não ocorreu no Caso Merrill Lynch.

Os acusados apresentaram recurso ao CRSFN (Recurso nº 6065, Acórdão nº 9458, de 26/02/2010) e recaiu sobre este conselho, como invocado pelo Presidente Marcelo Trindade,⁷⁵ dar a palavra final sobre a questão do dolo eventual na manipulação. E foi no âmbito do CRSFN que o assunto percorreu vias sinuosas ao longo de vários anos e três pareceres distintos da Procuradoria Geral da Fazenda Nacional – PGFN.

No primeiro desses pareceres (PGFN/CAF/CRSFN/GSG/Nº 4001/2005, de 07/06/2005), o representante da PGFN então com assento no CRSFN entendeu que seria possível haver manipulação por dolo eventual, na medida em que este “não excluiria o elemento subjetivo do injusto”.⁷⁶ Por outro lado:

75 Cf. o item 35 do referido voto, transcrito acima.

76 “c) não prospera a tese defendida pelos ora Recorrentes, e exposta no parecer do Professor

e) no IA CVM 35/98, a Merrill Lynch foi absolvida porque (i) a manipulação não se confunde com qualquer impacto de mercado, pois nem toda a ação que provoque alteração na cotação de papéis pode ser considerada infração, sendo imprescindível a intenção de alterar o regular funcionamento do mercado; e (ii) naqueles autos inexistiam elementos aptos a ensejar a configuração do ilícito;”

Vale destacar que nesta passagem já não é sequer possível distinguir se, quando há menção à intenção, ainda está se falando de dolo direto ou dolo eventual. Tudo indica que, em sua análise, a PGFN acaba por se confundir. De forma ainda mais alarmante, no limite, a prova do dolo eventual para o d. procurador parece ser a própria existência de operações de arbitragem, vez que:

k) antes de eventual, dolo é dolo, sendo que [...] a criação de instrumentos derivativos propiciou a formação de inimagináveis estratégias de manipulação, pressupondo-se que em mercados emergentes, ou, sem um mercado de capitais forte e confiável, ‘dissincronia’ é palmar. Neste cenário com significativas assimetrias na sensibilidade os preços, mormente quanto à posição detida por um investidor forte e concentrado, manipulações por meio de transações de mercado são possíveis e prováveis. Dados esses fatores, não é crível aceitar a tese de que os Recorrentes não sabiam

Paulo José da Costa Jr., cingida na impossibilidade de se tratar o tipo em tela como dolo eventual, sob a justificativa de que a manipulação de preços objetiva alterar o fluxo regular do mercado, impulsionando dissimuladamente terceiros a negociarem com base em preços artificiais, pois o dolo significa a relação da vontade com os elementos objetivos do tipo, sendo impossível afirmar que o dolo eventual exclui o elemento subjetivo do injusto, já que “A assunção do risco de resultado, como no-lo afirma a norma penal, pode sim abranger o dolo específico.”.

ou não consentiram com as conseqüências de seus atos. A contra prova lhes pertine, mas não vimos isso nos autos.

Em resposta ao parecer PGFN/CAF/CRSFN/GSG/Nº 4001/2005, os recorrentes apresentaram parecer do Prof. Miguel Reale Júnior,⁷⁷ que concluiu que não havia:

o ânimo especial de destinar o seu comportamento, em ambas as operações, para o fim de baixar as cotações de valor mobiliário e de induzir o comportamento de terceiros, razão pela qual, ausente o elemento subjetivo do tipo, por mais um motivo, revela-se ausente a tipicidade.

Na sequência, com a saída do d. procurador, os autos foram reenviados à PGFN, para nova análise. O então novo representante

77 “18. Em 12/09/2005, os Recorrentes protocolizaram petição ao CRSFN [fls. 1682 e 1693] requerendo a juntada de parecer jurídico proferido pelo Professor Miguel Reale Júnior em 8/07/2005, que, consultado a respeito do caso objeto deste processo, apresentou a conclusão adiante transcrita em resposta aos dois quesitos que lhe foram apresentados pelos Recorrentes [(i) os fatos são típicos em face do descrito pela Instrução CVM nº 8, de 1979, como manipulação de preço?; (ii) configura-se o elemento subjetivo do tipo?]: “E) CONCLUSÃO O SANTANDER não efetuou qualquer manipulação de preço, mas atuou segundo as regras mais rigorosas próprias da operação em curso, de *cash and carry* e de *call spread*, agindo sem qualquer artifício ou manobra especulativa que falseasse a realidade e induzisse o comportamento de terceiros. Se alguma influência houve no mercado tal não é senão uma conseqüência natural de uma atitude absolutamente normal do investidor nesses tipos de operação e essa influência *não significa manipular mercado, como acima examinado*. Portanto, respondendo ao primeiro quesito, posso afirmar serem manifestamente atípicas as condutas em face do tipo descrito no inciso II, ‘b’ da Instrução CVM nº 8. De outra parte, o elemento subjetivo, o dolo específico, que compõe a figura da infração administrativa constante do Inciso II, ‘b’ da Instrução CVM nº 8, não se achava presente no ânimo do SANTANDER em ambas as operações, a do dia 28/04/2.000 e a do dia 27/06/2.000, conforme se pode deduzir a partir dos dados objetivos e da experiência. Respondendo ao segundo quesito, afirmo que não se observa nas condutas do SANTANDER o ânimo especial de destinar o seu comportamento, em ambas as operações, para o fim de baixar as cotações de valor mobiliário e de induzir o comportamento de terceiros, razão pela qual, ausente o elemento subjetivo do tipo, por mais um motivo, revela-se ausente a tipicidade. É meu parecer.” (grifos no original)

da PGFN com assento no CRSFN prolatou o parecer PGFN/CAF/CRSFN/Nº 811/2007, de 29/01/2007, no qual entendeu que, de modo oposto ao parecer anterior, que:

- b) as manifestações apresentadas depois da prolação do primeiro parecer da PGFN aliadas às razões recursais são suficientes para abalar o juízo de certeza sobre a materialidade, autoria e dosimetria da penalidade imposta, pois dos autos não é possível extrair elemento capaz de demonstrar a ocorrência dos fatos narrados, sem que se incida em um suposto subjetivismo inquisitivo;
- c) irretocável é o entendimento explanado do Professor Paulo José da Costa Júnior, quanto ao dolo específico exigido pelo tipo, pois '[...] o especial fim de agir quanto à manipulação ardilosa, escusa, inconfessa, mal-intencionada, desleal, fraudulenta, sub-reptícia, há de estar comprovadamente presente na conduta fiscalizada, sob pena de ser considerada atípica.';
- d) não há nos autos prova a demonstrar o fim de agir exigido pela norma sancionadora, e tampouco a CVM conseguiu comprovar que as estratégias econômicas e empresariais adotadas revestiam-se de propósitos ilícitos e manipuladores;
- e) afirmar que o resultado econômico poderia ser atingido por meios diversos daqueles utilizados não sustenta a imputação de manipulação irregular do fluxo do mercado;
- f) não há certeza de que os ora Recorrentes agiram de forma dissimulada, sendo que, na ausência de convencimento, a presunção de inocência deve prevalecer;
- g) as manifestações do Ministério Público do Estado de São Paulo e do Poder Judiciário do mesmo Estado, em sede de investigação pré-processual, atentaram para a inexistência de provas do

dolo específico, determinado o arquivamento do inquérito policial.

Em razão da não convicção quanto à prática das irregularidades imputadas, e ausente o juízo de certeza em relação à veracidade da identificação típica da conduta com o resultado proibido pela norma, o d. representante da PGFN opinou pela reforma da decisão de primeira instância e conseqüente absolvição dos recorrentes.

Mais de dois anos depois, em 19/11/2009, outro representante da PGFN apresentou novo parecer, revogando o Parecer PGFN/CAF/CRSFN/GSG Nº 400/2005 e o Parecer PGFN/CRSFN/Nº 811/2007, anteriormente juntados aos autos. Supreendentemente, o terceiro parecer vai por outro lado, sustentando, com base em uma série de distinções traçadas por Medina Osório sobre as diferenças entre dolo genérico, dolo específico, dolo direto e dolo eventual,⁷⁸ que a manipulação

admite o [...] cometimento da conduta por meio de procedimento que, por si só, é neutro, ('a utilização de qualquer processo'), contrariamente ao tipo penal, que necessariamente pressupõe fraude ("Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas"); (fl. 26)

Outra constatação é que o [...] tipo administrativo permite o cometimento da conduta com dolo direto ou com dolo eventual ('a utilização de qual-

78 "Citando FÁBIO MEDINA OSÓRIO, (OSÓRIO, Fábio Medina. *Direito Administrativo Sancionador*, 2ª ed., São Paulo: RT, 2005. p. 447), 'o dolo, para efeitos de ser reconhecido no Direito administrativo Sancionador, é genérico, o mais amplo possível, raramente específico [...] O dolo merece uma ampla conexão com os tipos sancionadores, que, por seu turno, são compostos de conceitos jurídicos indeterminados, cláusulas gerais, fatores que resultam incompatíveis com a tese do 'dolo específico'; (fl. 23) "O dolo genérico exclui o dolo específico, e o dolo direto exclui o eventual. Mas o dolo específico não exclui o dolo eventual"; (fl. 24) "[...] somente com a análise da conduta praticada e da correspondente tipificação é que se pode afirmar, 'ex ante', se determinada conduta infracional se coaduna, ou não, com alguma das categorias de dolo acima referidas."; (fl. 26)."

quer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário’), contrariamente ao tipo penal, que necessariamente pressupõe dolo direto (‘com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias ou de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiro’); (fl. 27)

Além da “[...] compatibilidade entre o dolo específico e o dolo eventual e da possibilidade de cometimento da referida conduta administrativa tanto com dolo direto quanto com dolo eventual, há que se ressaltar que a conduta apurada nos presentes autos poderia, inclusive, ser perfeitamente caracterizada como cometida por dolo direto [...]”, denominada dolo de conseqüências necessárias, que, segundo HELENO CLÁUDIO FRAGOSO, ocorre quando ‘a dúvida quanto à possibilidade de alcançar o resultado é irrelevante’, sendo que, se o agente [...] sabe que a ação necessariamente acarreta resultado concomitante, e não obstante a prática, quer, por certo, também, esse resultado, embora o lamente’; (fl. 28)

“Haveria o falado dolo de conseqüências necessárias no presente caso, vez que [...] da estratégia de investimento das pessoas jurídicas acusadas, necessariamente adviria uma acentuada baixa da cotação dos referidos RCTB31 e RCTB 41, circunstância esta que, além de servir de ‘desmonte’ de seus investimentos, permitiu-lhe auferir ganhos nas correspondentes operações ‘casadas’ no mercado futuro.”, dado que [...] os efeitos colaterais representados como necessários (em face da natureza do fim proposto, ou dos meios em-

pregados) são abrangidos, mediatamente, pela vontade consciente do agente, mas sua produção necessária os situa, também, como objetos do dolo direto: não é a relação de imediatidade, mas a relação de necessidade que os inclui no dolo direto.’, conforme lição de CEZAR ROBERTO BITTENCOURT (‘Tratado de Direito Penal – Volume 1: Parte Geral’ 14ª ed., São Paulo: Saraiva, 2009, capítulo XVIII, item 2.1.4, “a”, p. 288/289); (fls. 28 e 29)

Concluindo o raciocínio, o parecer assevera que os “[...] *acusados, prevendo que da sua atuação certamente poderia advir um resultado que implicaria a baixa dos preços no mercado de valores, podem até não ter diretamente querido a sua realização, mas, certamente, assumiram o risco de produzir tal resultado [...]*”; (fl. 31)”.

O trecho é longo, mas merece a citação, a começar pelo tratamento taxonômico dado pelo d. procurador ao dolo, que fundamenta sua análise em categorias (dolo genérico x específico) que, como visto na seção anterior, não encontram acolhida na doutrina penal mais moderna.

O parecer também flerta com uma assertiva que, respeitosa-mente, não tem qualquer amparo, de que no Direito Administrativo, ao contrário do Direito Penal, vigoraria o dolo genérico, ou “o mais amplo possível”. A verdade é que não há nada na Constituição Federal ou na Lei nº 9.784, de 29/01/1999, que regula o processo administrativo no âmbito da Administração Pública Federal, que autorize esta leitura. Ao contrário: por força dos direitos e garantias fundamentais positivados constitucionalmente, e dos critérios constantes do parágrafo único do art. 2º da referida lei, se há um campo onde os cuidados a serem tomados pelo intérprete devem ser similares àqueles observados no Direito Penal, este é o da interpretação dos elementos subjetivos dos tipos administrativos nos processos sancionadores.⁷⁹

79 Há, ainda, um outro argumento, mais recente, que deve ser considerado. As alterações

No mais, a diferenciação feita entre o dolo admitido no tipo administrativo (segundo o parecer, o eventual) e o supostamente admitido no tipo penal (específico), parece fundada em uma leitura muito particular das normas – as expressões “destinado” e “com a finalidade de”, usadas no tipo administrativo e penal, respectivamente, não têm conteúdo muito distinto, e o fato de que o tipo penal exigia “o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiro” diz mais sobre os elementos especiais do tipo penal do que sobre o tipo de dolo aplicável no âmbito administrativo.

Em qualquer caso, a despeito dessas considerações, o parecer conclui pelo improvimento dos recursos a partir da consagrada fórmula de “assunção dos riscos” para identificação do dolo eventual.

Causando ainda mais perplexidade, o voto vencedor nega provimento aos recursos, mas também reconhece que

não consta da acusação qualquer elemento que possa autorizar a conclusão de que as instituições financeiras não gozavam dos controles internos pertinentes para o exercício de suas atividades. As operações questionadas não eram especialmente relevantes em termos financeiros nem praticadas fora do curso normal dos negócios.

Como, neste parágrafo, é possível conciliar a postura dos recorrentes com os comportamentos típicos caracterizadores do dolo eventual? Nenhuma resposta parece satisfatória do ponto de vista da segurança jurídica, mas talvez a pior alternativa de todas seja admitir

realizadas em 2021 na Lei nº 8.429, de 02/06/1992 (“Lei de Improbidade”) trouxeram uma definição de dolo, para fins daquela lei, que se aproxima do que se convencionou chamar de dolo específico (cf. art.1º, § 2º). Nesse sentido, mesmo para aqueles autores para os quais o dolo pode ser dividido entre genérico e específico, é forçoso reconhecer que, em uma interpretação sistemática, não há espaço para defender o dolo genérico no âmbito dos processos administrativos sancionadores. O artigo não aprofundará esta discussão.

que o relator possa ter concluído que houve dolo eventual apenas porque havia operações de arbitragem em curso – um desfecho que deveria encontrar forte resistência na própria CVM.

Ainda assim, o caso Santander, ao lado do IA 39/1998, do PAS 01/1999 (já citados) e do PAS 04/2000 (Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco, j. em 17/02/05) são referidos de maneira recorrente nos julgados, acusações e termos de compromisso da CVM relacionados a manipulação como precedentes definitivos na questão, principalmente em razão de uma referência cruzada feita pelo PAS CVM nº RJ2013/5194, j. em 19/12/2014 pela Dir. Rel. Ana Novaes,⁸⁰⁻⁸¹ no qual a relatora admite a aplicação do dolo eventual para fins da antiga Instrução CVM nº 08/79⁸² (ainda que, no caso concreto, ela tenha concluído pela existência de dolo direto).

80 Cf. nota de rodapé 15: “Nesse sentido, por exemplo, os seguintes julgados: PAS 39/1998, Diretor Relator Wladimir Castelo Branco, julgado em 21.11.01; PAS 01/1999, Diretor Relator Marcelo Trindade, julgado em 19.12.01; PAS SP 2001/0236, Diretor Relator Eli Loria, julgado em 19/04/04 e PAS 04/2000, Diretor Relator Wladimir Castelo Branco, julgado em 17/02/05. No âmbito do CRSFN, vale conferir o Recurso nº 6065, Acórdão nº 9458, de 26/02/2010.”

81 O referido precedente sob relatoria da diretora Ana Novas é citado, por exemplo, nas propostas de termo de compromisso no (i) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº 19957.008751/2019-11. Relator: SGE. Rio de Janeiro, 04 ago. 2020; (ii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº 19957.006511/2019-82. Relator: SGE. Rio de Janeiro, 12 jun. 2020; (iii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº 19957.005801/2019-17. Relator: SGE, 07 abr. 2020; (iv) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº 19957.011708/2017-71. Relator: SGE, 18 fev. 2020; (v) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº 19957.003798/2017-27. Relator: SGE, 09 set. 2019; (vi) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº 2017/2532. Relator: SMI. Rio de Janeiro, 26 set. 2018; (vii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº 19957.005504/2017-00. Relator: SGE. Rio de Janeiro, 25 set. 2018; e no julgamento, pelo colegiado, do BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2015/12130. Relator: Diretor Gustavo Borba. Rio de Janeiro, 14 ago. 2018.

82 “48. Neste ponto, vale ressaltar que dadas as circunstâncias de fato e as peculiaridades do caso, restou devidamente demonstrada a atuação dolosa dos Defendentes. Ainda que sequer fosse necessário provar a ocorrência de dolo direto, há nestes autos uma série de elementos suficientemente hábeis a demonstrar que os acusados não apenas aceitaram os riscos de produzir o resultado danoso, mas, na verdade, agiram deliberadamente para, por meio de diversos

Mas o que já era um contexto confuso no que diz respeito à manipulação ficou um pouco mais complexo quando, no julgamento do PAS CVM nº RJ2012/9808, j. em 18/12/2015, o Dir. Rel. Roberto Tadeu afirmou que o ilícito “tem como elemento essencial o dolo, o ato consciente e propositado de alterar o processo de formação de preço do valor mobiliário no mercado”, com base em citação utilizada no passado pelo Presidente Marcelo Trindade,⁸³ que diz que:

Quanto à definição de dolo para efeito da prática de manipulação, afirma o prof. Richard Friedman, em artigo publicado na Michigan Law Review, que a pergunta a ser feita é a seguinte: [...] (A atividade do agente foi decisivamente motivada pela expectativa de que essa atividade afetaria a cotação, no sentido de que, se não fosse por essa expectativa, ele não teria adotado a conduta?) (Michigan Law Review, vol. 89, Outubro de 1990, p. 35)

É difícil encontrar outra citação que articula, de maneira tão clara, o dolo direto e o preenchimento dos elementos subjetivos especiais do tipo como requisitos para a manipulação, em forte contraste com o que se vinha decidindo sobre a espécie de dolo admitida para o ilícito.

Vale notar, por fim, que este trecho foi adotado mais recentemente em ao menos três casos de relatoria do Dir. Henrique Macha-

processos e artifícios, inclusive através da internet, de operações diretas e de estratégias de *marking the open* e *marking the close*, alterar artificialmente a cotação da ação CTPC3, induzindo, terceiros à sua compra e venda. Isto tudo sem falar no atraso da divulgação da alienação de participação relevante no capital da Marambaia pela Metynis e da não comunicação da desistência da J.Pessoa em negociar com a Companhia.” No julgamento do Recurso 14.222 em 25/09/2017, o CRSFN entendeu que havia dolo direto e, por essas e outras razões, o recurso foi desprovido.

83 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº SP2001/236. Relator: Diretor Eli Loria. Rio de Janeiro, 02 abr. 2002.

do, o PAS CVM nº RJ2014/6517 e o PAS CVM nº RJ2014/0578, ambos j. em 27/05/2019, e no PAS CVM nº RJ2013/8880, j. em 11/06/2019.

Resumo à guisa de conclusão e algumas reflexões.

Da análise dos precedentes da CVM e do CRSFN é possível derivar algumas conclusões e, a partir delas, uma série de perguntas que merecem, em algum momento, ser respondidas.

Os principais casos confirmam o ponto de partida deste artigo, que é: o dolo eventual vem sendo amplamente aceito como suficiente para a caracterização das quatro espécies de ilícitos elencados na Instrução CVM nº 08/79 (e, por consequência, na atual Resolução CVM nº 62/22), sendo mais frequente seu uso nos casos de manipulação. Este fenômeno parece estar muito ligado a duas razões, que não decorrem diretamente do texto da norma.

A primeira tem a ver com as dificuldades probatórias daqueles delitos. Não raro, em muitas das situações com as quais os reguladores se deparam pode ser quase impossível estabelecer um vínculo direto de intenção do agente.⁸⁴ É aí que o recurso a construções tradicionalmente associadas ao dolo eventual, como a assunção do risco ou a indiferença, se mostra útil na tentativa de “amarrar” uma acusação ou uma condenação a um conjunto probatório que não oferece subsídios suficientes para que se faça essa determinação mais direta.

Ocorre que não se pode suprir a ausência de indícios convergentes com a autorização para a aplicação do dolo eventual. Em consonância com o posicionamento majoritário no Brasil, ainda que se admita o dolo eventual – o que, como se verá abaixo, é uma posição bastante questionável à luz dos elementos dos tipos administrativos – as evidências devem, no mínimo, ser fortes no sentido de que o agente, sabedor da possibilidade de lesão do bem jurídico, decidiu prosseguir com a ação, ainda que não tivesse desejado o resultado (cf. Roxin, acima).

⁸⁴ É importante deixar claro que não se trata de uma dificuldade com a prova indiciária, mas sim do que se quer provar.

Em outras palavras: mesmo que se conclua pelo reconhecimento da aplicação do dolo eventual, esta interpretação não autoriza que se abandone a investigação sobre a presença daquela espécie de elemento subjetivo do tipo – um ônus que recai exclusivamente sobre a acusação. Como bem colocou Silva Sánchez, a ideia de que a prova dos elementos dos ilícitos deve ser “fácil” não deixa de corresponder a uma tentativa do sistema de facilitar, para si mesmo, a condenação e o castigo.⁸⁵ Essa é uma solução altamente questionável.

Existe também uma outra dimensão para o recurso ao dolo eventual – ligada à primeira, mas, neste caso, acoplada a um argumento de política regulatória. Historicamente, o arcabouço normativo de mercado sempre teve em conta, na avaliação das condutas, o dinamismo das práticas comerciais, de um lado, e, de outro, a sofisticação e a especialização dos participantes. Assim, a título ilustrativo, quando se refere ao dever de diligência do *underwriter*, é consenso que o padrão de atuação deste não deve ser comparável ao de um leigo, mas sim a de um prestador de serviços qualificado na indústria.⁸⁶

Nesse contexto, quando reguladores e autorreguladores admitem o dolo eventual como elemento subjetivo de certos tipos, eles também estão, no limite, manifestando um julgamento de que a atuação no mercado deve estar acompanhada de um domínio mínimo sobre o agir que não coloque em xeque a integridade do mercado. Cf., nesse sentido, o voto da Dir. Rel. Ana Novaes no PAS 05/2008, j. 12/12/20:⁸⁷

85 Sánchez, Jesús-María Silva. Es anacrónica la teoría del delito de cuño alemán? *Revista brasileira de ciências criminais*, São Paulo, v. 20, n. 96, p. 13-34, jul. 2012. p. 23.

86 Cf. nesse sentido ARAGÃO. Aline de Menezes Santos. Responsabilidade Administrativa e Civil do Ofertante e do Intermediário pelo Conteúdo do Prospecto. *In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Coord.). Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 238-239.

87 O trecho abaixo foi precedido pelo seguinte: “26. Aproveito a discussão do item anterior para analisar a exigência da presença do dolo específico para caracterizar a operação fraudu-

27. Permito-me discordar do ilustre jurista quando exige a presença do dolo específico para caracterizar qualquer infração prevista na Instrução CVM Nº 8/79, inclusive levando-se em consideração a jurisprudência desta autarquia. Acredito que as características peculiares ao mercado financeiro não podem demandar sempre a existência do dolo específico, tal como no estelionato. E apenas para ilustrar o meu ponto, observo o caso da possível manipulação na fixação da taxa Líbor cuja investigação está em andamento no Reino Unido. Um determinado banco, ao informar uma taxa menor do que a real para o órgão que estabelece a taxa Líbor diariamente, pode não ter o dolo específico de alterar o mercado, mas correu o risco, dependendo das demais cotações (as quatro maiores taxa e as quatro menores são desconsideradas na fixação da Líbor), de afetar a fixação da taxa. Observe-se também que, neste caso, o sujeito passivo prejudicado por esta fixação eventualmente fraudulenta não é determinado, mas são todos os investidores que potencialmente se utilizam da Líbor para fixar seus contratos. Não há sujeito passivo definido, e nem por isso, este ilícito gravíssimo deixou de ser cometido.

28. Segundo PINHEIRO DOS SANTOS et. al. (2012, p.36) 9, ‘a tipicidade administrativa tende a ser mais dinâmica e veloz, com uso abundante de atos administrativos, inclusive a título de com-

lenta e se o tipo também permite a presença do dolo eventual. Todas as defesas arguíram a necessidade de dolo específico para caracterizar a operação fraudulenta, não se admitindo o dolo eventual. O dolo é a vontade dirigida à realização de um ilícito. O dolo específico é a vontade de realizar o fato com um fim especial. Já no dolo eventual, o agente não quer o resultado, mas, prevendo que ele pode ocorrer, assume conscientemente o risco de causá-lo. As defesas citam o ilustre jurista Nelson Eizirik como exemplo doutrinário em que se exige a presença do dolo específico que sabe ser prejudicial a terceiro, tal qual no estelionato.”

plementação'. É o caso dos delitos contra o mercado de capitais, cuja previsão administrativa se dá através de normas emanadas desta Autarquia, tal como a Instrução CVM Nº 8/79. Esta última define de maneira propositadamente aberta os ilícitos de criação de condições artificiais de demanda, manipulação de preço, operações fraudulentas, e práticas não equitativas. Aliás, a Nota Explicativa CVM Nº 14/79, disponível no sítio desta Autarquia, explica justamente a conveniência de adotar conceito propositadamente genérico às situações que configuram operações ou práticas incompatíveis com a regularidade e a integridade dos mercados.

Esta opção, que tem seus méritos é, inclusive, coerente com o que se observa em outros países, em que a ameaça aos bens jurídicos tutelados por normas de conteúdo semelhante é punível a partir de estados de consciência menos diretos, como é o caso da *recklessness*, nos Estados Unidos.⁸⁸ Ocorre que a experiência estrangeira pode ser bastante valiosa se (ou quando) se estiver discutindo a necessidade de alteração da norma, mas ela não pode servir de inspiração para a sanção de participantes em um ordenamento que possui tipos positivados.

Nesse sentido, a questão probatória e o trecho reproduzido acima são bastante eloquentes no que diz respeito à gênese da problemática enfrentada no Brasil na formulação de acusações sob a Instrução CVM nº 08/79 e, depois, no julgamento desses processos. A questão pode ser resumida na seguinte pergunta: como conciliar aquelas preocupações legítimas com o texto da norma? Isso porque, nos sistemas civilistas (e sobretudo quando se está tratando da face

88 E, de qualquer forma, mesmo tal experiência não é livre de polêmicas. Cf. OLAZÁBAL, Ann M.; ABRIL, Patricia S. Recklessness as A State of Mind In 10(B) Cases: The Civil-Criminal Dialectic. *N.Y.U. Journal of Legislation & Public Policy*, Nova York, v. 18, n. 2, p. 305-333, 2015.

punitiva do Estado), não é permitido que o intérprete se afaste das fronteiras do tipo, mesmo diante da presença de ponderações que não deixam de ser relevantes.

E aqui se deságua em um exercício do qual não é possível escapar, e que envolve destrinchar os elementos de cada um daqueles tipos, conferindo-lhes maior segurança interpretativa e coerência frente à dogmática jurídico-penal (porque, em se tratando do exame de condutas em processos sancionadores, não é possível fugir da influência do Direito Penal). O fato de as alíneas da Instrução CVM nº 08/79 (reproduzidas na atual Resolução CVM nº 62/22) serem consideradas tipos abertos não autoriza que se despreze o texto da norma. Vigora, com efeito, o inverso: a própria conformação dos tipos exige que se debruce com ainda mais critério sobre os limites impostos pela regra. Ignorar este aspecto equivale, no dizer de Silva Sánchez, a sacrificar a justiça em favor de uma aparente eficiência.⁸⁹

Na prática, isso implica, por exemplo, enfrentar os efeitos gerados pela qualificação, dada pela regra, do processo ou artifício manipulativo referido na alínea “b” como devendo ser “destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário” e apto a “induzi[r], terceiros à sua compra e venda”. Ou, no caso da operação fraudulenta (alínea “c”), o ardil ou artifício que deve ser “destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros”.

Este esforço leva a uma outra pergunta, também de cunho dogmático: é possível compatibilizar aquelas expressões, que, ao menos à primeira vista, carregam “marcadores” linguísticos especiais, com o dolo eventual? A CVM já deixou claro que o dolo eventual é suficiente para caracterização daqueles tipos. Entretanto, esta é uma conclusão que, ao menos à primeira vista, colide frontalmente com os elementos subjetivos especiais da norma. Com efeito, sob a perspec-

⁸⁹ Sánchez, Jesús-María Silva, *Op. Cit.*, p. 23.

tiva lógica, não parece ser possível compatibilizar a existência de um fim especial com uma postura psíquica (de acordo com a doutrina penal majoritária) de assunção de risco ou indiferença ao resultado, que corresponde, por sua vez, à negação daqueles preceitos.

Essa é uma das razões, aliás, que explicam porque, embora haja uma aparente harmonia entre os precedentes da CVM que enfrentam mais diretamente a questão do dolo, o exame minucioso do histórico daquelas decisões revela uma dinâmica casuística mais turbulenta. É verdade que, como visto, muitos precedentes tratam o dolo eventual como elemento pacífico para os tipos da antiga Instrução CVM nº 08/79. Essas referências pontuais, trazidas com frequência na forma de notas de rodapé, deixam, contudo, alguns detalhes de fora.

Elas desconsideram, por exemplo, que o caso no qual talvez mais se tenha debruçado sobre o assunto – o Caso Santander – é marcado por imprecisões (como a dicotomia formada pelas noções de dolo genérico e específico, que deve hoje ser afastada) e contradições que subsistiram até o voto que formou maioria no CRSFN.

Além disso, sem prejuízo desse aparente consenso, há decisões posteriores da CVM, bastante recentes, inclusive, sobre supostos descumprimentos envolvendo a mesma alínea da Instrução (“b” – manipulação) que articulam a espécie de dolo aplicável de maneira que não se coaduna com a forma como o dolo eventual é representado na doutrina penal.⁹⁰ Com efeito, o leitor desavisado, que não tenha tido a oportunidade de analisar outros julgados da autarquia, ficaria convencido da leitura desses votos que o dolo aplicável é direito de primeiro grau.

90 Cf. o BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2014/6517. Relator: Diretor Henrique Machado. Rio de Janeiro, 27 mai. 2019 e o BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/0578. Relator: Diretor Henrique Machado. Rio de Janeiro, 27 mai. 2019, e o BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2013/8880. Relator: Diretor Henrique Machado. Rio de Janeiro, 11 jun. 2019.

Os precedentes usualmente citados em nota de rodapé também têm uma particularidade: eles congregam no mesmo grupo mais de uma alínea da Instrução CVM nº 08/79, como se houvesse amplo suporte àquelas posições. Isso não é inteiramente correto – a começar porque, como visto, a adoção do dolo eventual na manipulação tem sido objeto de pesados debates, enquanto nos demais casos a aplicação ocorreu de maneira mais ou menos automática, para não dizer a reboque, do que se decidiu para a alínea “b”. Esta aglutinação também carece de tecnicidade, uma vez que os tipos descritos na norma são muito diferentes entre si.

Voltando à questão anterior sobre a compatibilização daquelas expressões, que alguns autores chamam de elementos especiais do tipo, com o dolo eventual. Suponha-se que a resposta à pergunta seja no sentido de que o dolo eventual é admissível, mesmo diante da existência de elementos especiais. A análise dos precedentes revela, de maneira ainda mais preocupante, a forma pela qual em alguns casos se chegou à conclusão de que o participante assumira um risco proibido. A situação mais extrema talvez seja a do já (exaustivamente) referido Caso Santander, no qual, em dado momento, se cogitou que a mera existência de estratégias envolvendo derivativos já seria indício suficiente de que haveria dolo – uma conclusão que, se considerada apartada de um contexto que deve ser muito específico, pode ser muito perigosa.

É importante também reconhecer que, quando a determinação da existência ou não de dolo está atrelada a uma discussão sobre assunção de risco ou indiferença à sua materialização, surge também um pesado ônus para a acusação de demonstrar que a conduta ultrapassou as barreiras da licitude. Como se sabe, o dever de subsidiar o processo com indícios suficientes de autoria e materialidade sempre recai sobre a acusação. Mas, em se tratando de uma decisão envolvendo gestão de risco, este exercício envolve cuidados redobrados. Não raro as circunstâncias que circundam estes casos podem se mostrar limítrofes e – da perspectiva da acusação – pode ser particularmente tentador procurar a ilicitude a partir de um resultado adverso

ou em um impacto mais forte sobre o mercado. Estas duas dimensões, no entanto, não se confundem.

Vale dizer: um resultado desfavorável ou mesmo desastroso não equivale, sozinho, a um descumprimento. Ele pode até ser o gatilho para uma investigação, ou corresponder a mais um indício de infração, mas tal fato, por si só, não é suficiente para levar à conclusão de que o elemento subjetivo do tipo foi satisfeito e, a partir disso, de que houve violação da norma.

Essa é essencialmente a diferença, traçada por Puppe, entre “indícios” e “indicadores”: os primeiros permitem a inferência de um fato, são fundamentados empiricamente, ao passo que os segundos fundamentam uma imputação, e precisam ser justificados normativamente. Assim:

É uma questão empírica a de saber se um determinado indício comprova um fato por meio de leis gerais ou regras empíricas. A questão de saber se determinado indicador justifica uma atribuição é uma questão jurídica. Por isso, os indicadores que falam a favor ou contra uma atribuição jurídica devem ser determinados, legitimados e delimitados pelo Direito. Na medida em que os indicadores codeterminam o sentido da afirmação da atribuição, a sua legitimação é uma questão de interpretação e, portanto, uma tarefa do tribunal de recurso. O tribunal de recurso precisa estabelecer, de modo resolutivo, as regras a partir das quais o tribunal de instrução criminal declara uma atribuição. O tribunal de instrução tem de se conduzir por essas regras. A tarefa do tribunal de instrução é apenas comprovar aqueles fatos a partir dos quais a atribuição pode ser fundamentada segundo regras gerais de Direito, ou seja, os denominados indicadores.⁹¹

91 PUPPE, Ingeborg, *Op. Cit.*, p. 81. Prossegue a autora: “Por causa disso, incumbe tanto às

Nesse sentido, se e quando estiver tratando de dolo eventual, parece desejável que a CVM se ocupe progressivamente de articular, em suas decisões, parâmetros mais claros para a aferição daquele elemento subjetivo. Na prática, algumas perguntas podem ser mais bem respondidas, como, por exemplo:

- i) se houver, qual a relação entre a sofisticação e a senioridade do agente, sua capacidade de apreensão do risco, e a caracterização do dolo eventual?
- ii) a existência de uma estrutura de governança e um ambiente de controles adequado pode ter alguma influência na identificação do dolo eventual?
- iii) ainda em relação à pergunta anterior, é possível falar em dolo eventual por omissão? E sobre quem pode recair uma acusação nesses casos?
- iv) há, para esses fins, diferenças entre pessoas físicas e jurídicas? Pode a instituição ser absolvida e o operador condenado – e vice-versa? E o diretor responsável?
- v) que tipo de comportamento corresponde à aceitação da possível violação de um bem jurídico, sobretudo quando se está tratando de condutas complexas, inovadoras e lícitas, mas que levam a um incremento natural dos riscos a elas associados?

teorias volitivas quanto às teorias cognitivas a tarefa de esclarecer o que elas compreendem exatamente a respeito da asserção valorativa de que o agente se decidiu pelo resultado. Assim, nem as teorias volitivas, nem as cognitivas do dolo podem contornar essa tarefa de esclarecimento através da referência a indicadores ou indícios cuja presença deve dar ensejo a essa valoração. A asserção valorativa em questão tem obviamente um conteúdo diverso para as teorias volitivas do que aquele partilhado pelas teorias cognitivas. Portanto, a paralisante alternativa entre uma determinação cognitiva e uma determinação volitiva do dolo eventual não pode ser superada através do recurso aos indícios e aos indicadores: ela deve ser decidida.” (*Op. Cit.*, p. 105).

Por fim, chegamos à questão da condenação. Superadas todas as etapas anteriores, há que se perguntar se, nas hipóteses em que a condenação for por dolo eventual, não seria o caso de impor uma sanção mais branda. Isso porque, como destaca Viana:

Finalmente, ao se comparar com as outras formas de aparecimento do dolo, o dolo eventual não transmite a mesma intensidade de injusto. Com efeito, a relação menos intensa de dependência existente entre a representação do autor e a possibilidade de ocorrência do resultado, bem assim a ausência direta do conteúdo volitivo, permite afirmar que o conteúdo do injusto do dolo eventual é inferior às duas outras formas de dolo direto.⁹²

A diferenciação entre dolo direto e dolo eventual para fins de atribuição da pena parece fazer todo o sentido, de maneira que, quando a condenação se dá com base no último, parece justo que a sanção arbitrada seja mais branda do que aquela estabelecida nos casos do primeiro.

92 VIANA, Eduardo, *Op. Cit.*, p. 75.