

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

LUÍSA LEÃO FERREIRA BARBOSA

**ATIVIDADE DISCIPLINAR DA AUTORREGULAÇÃO EM PRÁTICAS ABUSIVAS
DE MERCADO TIPIFICADAS NA INSTRUÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES
MOBILIÁRIOS N° 8/1979**

São Paulo

2020

LUÍSA LEÃO FERREIRA BARBOSA

Trabalho de Graduação Interdisciplinar
apresentado como requisito para obtenção
do título de Bacharel no Curso de Direito
da Universidade Presbiteriana Mackenzie.

ORIENTADORA: THAÍS CÍNTIA CÁRNIO

São Paulo

2020

LUÍSA LEÃO FERREIRA BARBOSA

**Atividade Disciplinar Da Autorregulação Em Práticas Abusivas De Mercado
Tipificadas Na Instrução Da Comissão De Valores Mobiliários N° 8/1979**

Trabalho de Graduação Interdisciplinar
apresentado como requisito para obtenção
do título de Bacharel no Curso de Direito
da Universidade Presbiteriana Mackenzie.

Aprovada em:

BANCA EXAMINADORA

Examinadora: Thaís Cíntia Cárnio

Examinador(a):

Examinador(a):

São Paulo

2020

**ATIVIDADE DISCIPLINAR DA AUTORREGULAÇÃO EM PRÁTICAS ABUSIVAS
DE MERCADO TIPIFICADAS NA INSTRUÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES
MOBILIÁRIOS N° 8/1979**

Luísa Leão Ferreira Barbosa

Orientadora: Profa. Dra. Thaís Cíntia Cárnio

Resumo: O presente artigo busca analisar a atividade de *enforcement* da BSM para punir as práticas constantes na ICVM 8/1979. Para tanto, analisaremos o contexto em que a BSM se insere e é necessária, mencionando suas diversas áreas de atuação e seus objetivos. Além disso, serão analisadas as práticas abusivas no mercado de capitais, conforme dispostas na ICVM 8/1979, frisando sua importância principiológica para o bom funcionamento do mercado e, por fim, analisaremos um julgado do Conselho de Supervisão da BSM, buscando entender o procedimento administrativo disciplinar e os princípios e interpretações dos julgadores da entidade autorreguladora.

Palavras-chave: Mercado de Capitais. Autorregulação. Regulação.

Abstract: This article seeks to analyze the enforcement activity of BSM to punish abusive market practices set forth in CVM's Instruction No. 8/1979. For this purpose, we will analyze the context in which BSM is inserted and necessary, mentioning its different practice areas and its objectives. Moreover, we will analyse the abusive market practices contained in ICVM 8/1979, emphasizing its importance for setting the principles to the proper functioning of the capital markets and, finally, we will analyze a trial of the BSM Supervisory Board, seeking to understand the disciplinary administrative procedure and the principles and interpretations of the judges of the self-regulatory entity.

Keywords: Capital Markets. Self-regulation. Regulation.

LISTA DE SIGLAS E ABREVIACÕES

B3 – B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão

BSM – BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

ICVM 8/1979 - Instrução CVM nº 8, de 15 de outubro de 1979

ICVM 461/2007 - Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	4
1. REGULAÇÃO.....	5
1.1. CVM.....	7
2. AUTORREGULAÇÃO	8
3. INSTRUÇÃO CVM N° 8/1979.....	10
3.1. Criação de condições artificiais.....	11
3.2. Manipulação de preço	13
3.3. Operação fraudulenta.....	14
3.4. Prática não equitativa.....	16
4. PROCESSOS ADMINISTRATIVOS DISCIPLINARES	17
CONCLUSÃO.....	20
BIBLIOGRAFIA.....	21

INTRODUÇÃO

A CVM foi criada por meio da Lei nº 6.385, editada em 7 de dezembro de 1976. Sua criação se deu, primordialmente, para reduzir o acúmulo de funções do Banco Central que, desde 1965, era incumbido de fiscalizar o mercado de valores mobiliários, as bolsas de valores, intermediários financeiros e companhias de capital aberto.

Após sua criação, a CVM fica responsável por “fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil”¹ e, a partir dessa atribuição, entende necessária a criação de uma norma principiológica que disponha sobre práticas abusivas no mercado de capitais.

Então, a ICVM 8/1979 é editada para atender essa finalidade, sendo uma norma essencialmente principiológica, que especifica e define um rol de práticas vedadas aos participantes de mercado e seus prepostos, quais sejam: (i) criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários; (ii) manipulação de preço; (iii) realização de operações fraudulentas e (iv) uso de práticas não equitativas.

Além disso, o art. 17, §1º da Lei nº 6.385/76, prevê a possibilidade de atuação de mercados organizados como órgão auxiliar à CVM, desempenhando a função de “fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas”.

Dessa premissa, por meio da ICVM 461/20017, cria-se o departamento da bolsa de valores (antiga Bovespa) responsável pela autorregulação de mercado, denominado BSM.

A autorregulação, por sua vez, consiste na ação de regular a si mesmo, ou seja, a norma administrativa delega aos mercados organizados a possibilidade de

¹ Retirado de http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/institucional/sobre/cvm.html, acesso em 30/4/2020.

supervisionar seus próprios membros, de forma a exigir certo padrão de comportamento que, quando descumprido, acarretará sanções aplicáveis pelo próprio ente privado.

A supervisão realizada pelo autorregulador é importante pela rápida adaptação às constantes mudanças no mercado, buscando acompanhar as inovações de maneira mais efetiva que a regulação.

O objetivo primário do presente artigo é, portanto, analisar as tipificações constantes na ICVM 8/1979 e os princípios que decorrem da referida norma, bem como analisar a interpretação dada pelo autorregulador às práticas e princípios decorrentes da norma, por meio do estudo de um caso julgado pela BSM.

1. REGULAÇÃO

A regulação conceitua-se como o ato de estabelecer normas, tendo por objetivo coibir práticas potencialmente lesivas à sociedade. Sendo assim, cabe ao Estado regulador impor limites de atuação de agentes privados em prol do interesse coletivo, fato que não existiria em um modelo econômico inteiramente livre.

O poder de regulação do Estado é derivado de seu poder de polícia, que consiste na “atividade da administração pública que, limitando ou disciplinando direito, interesse ou liberdade, regula a prática de ato ou abstenção de fato, em razão de interesse público [...] ao exercício de atividades econômicas²”.

Sobre o poder de polícia do Estado, Carvalho Filho (2009, p.73) dispõe como a “prerrogativa de direito público que, calcada na lei, autoriza a Administração Pública a restringir o uso e gozo da liberdade e da propriedade em favor do interesse da coletividade”.

² Redação dada pelo Art. 78 do Código Tributário Nacional.

Isto posto, é possível inferir que a regulação consiste, por definição, no pleno exercício do poder de polícia, na medida em que restringe a atuação privada, em prol do interesse coletivo.

Nelson Eizirik (2011, p.15, apud EIZIRIK, 1977, pp. 19 e ss.), cita e diferencia as formas de regulação:

A regulação pode ocorrer de modo voluntário ou contratual, quando é usualmente denominada de “auto-regulação”³, uma vez que estabelecida pelos próprios agentes econômicos; ou de modo jurídico, quando contida em normas legais ou regulatórias, que caracterizam uma intervenção do estado na economia, não como empresário, mas como agente regulador.

Do trecho acima podemos depreender a principal diferença entre a regulação e a autorregulação; enquanto a primeira decorre do exercício do poder de polícia do Estado, com o objetivo de intervir na economia como editor de normas legais e regulatórias, a última consiste na submissão voluntária de entidades que, para adentrar algum mercado específico, se obrigam a seguir normas editadas por entidades privadas designadas.

Importante apontar que existem divergências quanto a possibilidade de delegação de poderes regulatórios e de polícia a uma entidade privada, consideraremos a autorregulação como meio legítimo de regulação contratual, uma vez que a atuação disciplinar do autorregulador não substitui ou exclui a atuação do regulador⁴, além de ser submetida à supervisão deste, assegurando o correto cumprimento de suas finalidades.

³ A CVM, por meio do Edital de Audiência Pública nº 9/2019, colocou em pauta a possibilidade de alterar a ICVM 461/2007, estabelecendo uma autorregulação unificada, mesmo em casos de concorrência entre bolsas. Nesse modelo, a autorregulação não mais seria de livre associação àqueles que adentrarem o mercado da B3, mas uma obrigatoriedade para todo participante que deseje entrar no mercado de valores mobiliários brasileiro. Trata-se de uma discussão controversa que não será abordada no decorrer do trabalho.

⁴ É possível, ainda, que ambas entidades julguem casos de mesmo objeto, sendo vedada que a somatória das penas exceda a pena máxima definida pelo art. 11, §1º, da Lei 13.506/2017.

1.1. CVM

A CVM, criada em 7 de dezembro de 1976, por meio da lei nº 6.385/76, é a autarquia responsável pela regulação do mercado de valores mobiliários brasileiro⁵.

Fernando de Andrade Mota (2018, p. 20), menciona a relevância da atribuição de competência do poder público à agência reguladora “Essa delegação justifica-se por permitir a normatização mais específica por técnicos especializados e mais célere que aquela possível para o Parlamento”.

Pode-se dizer, portanto, que a regulação decorre do poder coercitivo do Estado, que o delega com o objetivo de tornar o processo normativo mais célere e assertivo.

Dentre os princípios basilares de atuação da CVM, podemos citar: (i) a autorregulação; (ii) divulgação de informações; (iii) qualificação para o exercício de atividades no mercado de valores mobiliários e (iv) conduta de intermediários.⁶

Apesar de adotado apenas 11 anos depois de sua criação, os princípios de atuação da CVM demonstram que o modelo de autorregulação era interessante desde o início, na medida que a descentralização do poder de fiscalização representaria o aumento de eficiência e a diminuição de emprego de recursos do poder público.

Além disso, o modelo de autorregulação seria conveniente também aos participantes de mercado, pois estes seriam os responsáveis pela edição e cumprimento das normas acordadas, exigindo uma atuação menos interventiva do Estado como regulador na economia.

⁵ Disponível em <http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/institucional/sobre/cvm.html>, acesso em 25.3.2020.

⁶ Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios, de 21/12/1978.

Pode-se afirmar, portanto, que as atividades da CVM e da BSM são complementares, promovendo o melhor uso possível dos recursos financeiros das entidades pública e privada.

3. AUTORREGULAÇÃO

A CVM, ao explorar a possibilidade de atuação do administrador de mercado como órgão auxiliar, exposta no art. 17, §1º da Lei nº 6.385/76, colocou em pauta, por meio da Audiência Pública nº 06/2007, a criação de uma entidade autorreguladora.

Na minuta colocada em discussão, mencionava-se a existência de conflito de interesses entre o empenho comercial da administração e os interesses de fiscalização da entidade autorregulatória. Sendo assim, a proposta seria segregar ambas entidades, construindo uma estrutura que garantisse, ao mesmo tempo, a independência do autorregulador e não o dissociasse completamente do objetivo comercial do administrador, sendo que aquele impactaria positivamente no valor do negócio.

Então, por meio da ICVM 461/2007, a CVM determinou que a entidade administradora de mercados organizados deveria possuir um departamento de autorregulação (art. 19, IV).

Essa determinação da CVM se deu em razão de uma das funções inerentes a atividade realizada pela bolsa de valores que, conforme explica Nelson Eizirik (2011, p. 210):

De um modo geral, às bolsas são atribuídas duas funções básicas: a primeira é a de fornecer um local ou sistema adequado à realização de operações com títulos, [...] a segunda é a de preservar elevados padrões éticos de negociação, estabelecendo normas de comportamento para seus membros e fiscalizando a sua observância

Com a leitura do trecho acima, pode-se dizer que a bolsa de valores tem duas responsabilidades principais: a primeira consiste na centralização das negociações de

alguns valores mobiliários⁷, facilitando o encontro de compradores e vendedores e, assim, conferindo liquidez ao mercado.

A segunda, por sua vez, consiste na atividade autorregulatória da entidade, pois, apesar de ser uma instituição privada, a bolsa exerce uma atividade econômica de interesse público e possui poderes de regulamentação e fiscalização sobre seus participantes, devendo prezar pela segurança e credibilidade das operações nele realizadas.

A BSM, departamento de autorregulação da B3, é a entidade que exerce tal atividade no país. Foi constituída em 2007 e possui como principais responsabilidades aquelas dispostas na ICVM 461/2007, quais sejam: (i) supervisionar ofertas, operações e os participantes de mercado organizado; (ii) investigar não conformidades com as normas e regulamentos; (iii) acompanhar as atividades do mercado organizado; (iv) instaurar, instruir e julgar processos administrativos e (v) aplicar penalidades.

A atividade disciplinar da BSM, portanto, engloba instaurar, instruir e julgar processos administrativos, que têm por objetivo apurar a ocorrência de irregularidades no mercado de capitais e, em casos de condenação, aplicar penalidades administrativas⁸ e/ou multas cominatórias⁹.

Apesar de submetida à supervisão da CVM, as decisões tomadas pelo Conselho de Supervisão da BSM, em processos administrativos, não podem ser objeto de recurso na autarquia.

⁷ Enquanto o mercado de bolsa pressupõe um local físico, em que todas as negociações são centralizadas e registradas em tempo real. O mercado de balcão não possui local físico definido e as transações normalmente são realizadas por telefone entre as instituições financeiras e, posteriormente, registradas.

⁸ As penalidades administrativas são aquelas impostas pela administração pública àqueles que mantêm relações jurídicas com esta. Pela natureza jurídica da autorregulação, tais penalidades podem ser interpretadas como contratuais, uma vez que a submissão à supervisão é mandatória somente aos que, voluntariamente, decidem participar nos mercados organizados da B3. A denominação 'penalidade administrativa' é dada pelo Regulamento Processual da BSM.

⁹ Regulamento Processual da BSM, disponível em <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/leis-normas-regras/Regulamento-Processual-da-BSM-25062018.pdf> acesso em 31.3.2020.

Isso se dá em razão da BSM possuir autonomia funcional e orçamentária, tanto da CVM quanto da B3, restringindo-se a supervisão realizada pela entidade reguladora que, por sua vez, orienta e verifica o cumprimento de suas finalidades.

Nesse sentido, Luiz Felipe Calabro (2010, p. 36) afirma:

A autonomia e a independência do funcionamento da estrutura de autorregulação é preservada, sobretudo, por meio de mecanismos de governança corporativa; por regras relativas à elaboração e aprovação do orçamento e do programa anual de trabalho; e pela própria interação entre a CVM e a estrutura de autorregulação.

Os critérios de independência são determinados pela CVM, por meio do art. 37 da ICVM 461/2007 que estabelece: (i) autonomia funcional; (ii) autonomia financeira e, por fim (iii) o amplo acesso aos documentos que lhe permitam fiscalizar os participantes de mercado.

A independência orgânica do departamento de autorregulação é fundamental para o correto funcionamento da fiscalização de mercados. Uma vez que a entidade administradora que conduz o mercado organizado, visando o lucro, estaria atuando em conflito de interesses ao investigar os próprios participantes.

O departamento de autorregulação autônomo, entretanto, resguarda a independência e a imparcialidade do órgão julgador frente a pressões exercidas pela entidade administradora e, conseqüentemente, supriria esse conflito.

4 INSTRUÇÃO CVM Nº 8/1979

A ICVM 8/1979 é uma norma essencialmente principiológica, cujos efeitos e aplicabilidade são mais duráveis no tempo em comparação as normas específicas que, devido às constantes modificações comportamentais e inovações tecnológicas do mercado, possuem prazo de validade.

Mencionada instrução veda a atuação de participantes do mercado em quatro tipos de Práticas Abusivas, todas com um conteúdo amplo e flexível, denominado de

“tipo aberto”, que concedem ao aplicador da norma ampla interpretação sobre seu (des)cumprimento.

Nesse sentido, afirma Nelson Eizirik (2008, p. 529):

Na realidade, a utilização de tipos abertos importa a concessão de ampla discricão à autoridade administrativa encarregada de aplicá-los à prática dos negócios, cabendo-lhe preencher os vazios do padrão genérico da conduta, caso a caso, no julgamento dos processos sancionadores.

Resultado dessa tipificação genérica e aberta, entretanto, é a existência de diversas controvérsias sobre o tema. A doutrina majoritária entende, por exemplo, que os ilícitos estabelecidos na ICVM 8/1979 só são consumados a partir da verificação de dolo do agente. Consideraremos que a caracterização do ilícito depende da produção probatória do dolo, ainda que eventual.

Isto porque, conforme pontua Fernando Andrade Mota (2018, p. 248):

Há casos em que o fim perseguido não é propriamente relacionado ao impacto sobre negociações [...]. Um banco pode ter informado cotações falsas com o fim de preservar a sua reputação e não influenciar a taxa final divulgada ao público. O mesmo sucede em negociações envolvendo controle, nas quais a mudança do preço não é o fim em si, mas a vitória da disputa para dominar uma certa empresa.

Pode-se dizer, portanto, que ainda que o dolo específico não esteja presente na ação do agente, a prática abusiva seria prejudicial ao mercado, na medida em que tem por finalidade resultados reprováveis e incoerentes com as normas e princípios que o regem.

A seguir, analisaremos cada uma das tipificações constantes na ICVM 8/1979, mencionando a importância dessa norma para o regular funcionamento do mercado de capitais e, ainda, para conferir confiabilidade nas operações nele realizadas.

4.1 CRIAÇÃO DE CONDIÇÕES ARTIFICIAIS

A ICVM 8/1979 define a criação de condições artificiais como:

aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários

Da leitura da norma, podemos verificar que a criação de condições artificiais possui três elementares, quais sejam:

- (i) O conjunto de negociações fraudulentas;
- (ii) Que alterem o volume de ordens do mercado, criando aos demais investidores uma falsa sensação de liquidez;
- (iii) Ação dolosa.

A criação de condições artificiais consiste na atuação dolosa do participante do mercado em adulterar as condições do mercado, que deveriam ser definidas tão somente pela lei da oferta e da procura.

O bem jurídico que a norma visa proteger ao vedar tal atuação é a regularidade e transparência do mercado de capitais brasileiro, uma vez que o investidor não seria capaz de tomar uma decisão consciente e fundamentada, caso as informações que tenha acesso estejam alteradas ou incompletas.

Um exemplo dessa prática abusiva é a “Troca de Chumbo”, que tem por objetivo criar, dolosamente, uma falsa percepção de liquidez no mercado. Para tanto, participantes passam a realizar negociações fraudulentas entre si, aumentando o volume de negociações sem, entretanto, modificar o preço do ativo.

Vale ressaltar que se caracteriza a criação de condições artificiais independentemente de prejuízo causado a terceiro, bastando haver dolo, ainda que eventual, em criar a artificialidade do mercado.

Outro exemplo da conduta tipificada no inciso II, “a” da ICVM 8/1979 é o *money pass*, que consiste em uma operação previamente acordada entre dois investidores, com o objetivo de repassar recursos de um para outro.

Em outras palavras, dois indivíduos colocariam ordens nos mesmos padrões, em ambos lados do livro e ao mesmo tempo, normalmente com ativos de baixa liquidez, para evitar a interferência de outros investidores e, assim, realizariam um negócio entre si, com o objetivo de repassar os recursos.

Tal prática criaria a falsa percepção de liquidez no mercado, sinalizando que o ativo negociado e o valor de negociação decorreriam de demandas legítimas entre compradores e vendedores quando, na realidade, tinha por objetivo o repasse de recursos.

4.2 MANIPULAÇÃO DE PREÇO

A ICVM 8/1979 define manipulação de preço como “a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda”.

Assim, pode-se entender que a manipulação de preço consiste na distorção proposital no preço de um ativo, fato que deveria ser ajustado tão somente pela oferta e a demanda do mercado.

O bem jurídico protegido por essa tipificação é a garantia de formação justa e transparente do preço dos ativos negociados no mercado. Nesse sentido, Marcelo Costenaro Cavali (2017, p. 148) comenta:

[...] a criminalização da manipulação de mercado visa a proteger, portanto, [...] o livre jogo de forças dos agentes econômicos na formação dos preços dos valores mobiliários, embasado na premissa do mercado livre e aberto (*free and open market*).

Fica clara a intenção do regulador de coibir práticas que interfiram na formação natural de preços, tendo por objetivo proteger o investidor do mercado secundário, que poderia comprar ou vender a uma precificação injusta, causando desconfiança no mercado.

Portanto, coibir essa prática abusiva de mercado é de extrema importância para o mercado de capitais, como afirma Fernando de Andrade Mota (2018, p. 29):

Dentre os efeitos indesejáveis da manipulação pode-se mencionar a falsificação dos preços, o dano à integridade dos mercados e à confiança dos investidores; a distorção dos padrões de consumo e o aumento dos preços tanto dentro quanto fora do mercado; o aumento da volatilidade; o aumento dos custos de transação e a redução da liquidez e o afastamento dos investidores que buscam informações

Das práticas que ilustram a manipulação de preço podemos citar o *Spoofing*, que consiste na inserção de ordens vultuosas e fora do padrão do livro, com o objetivo de aumentar ou diminuir a cotação de um ativo.

Por exemplo, o manipulador insere uma grande ordem de compra a um preço bem acima do mercado. Logo em seguida, insere uma oferta de venda, nos mesmos padrões da primeira.

A pressão artificial realizada pela oferta fraudulenta faz com que os demais investidores acreditem na valorização do ativo e, por conseguinte, acompanhem o preço da operação realizada, o que faz com que o manipulador atinja o preço planejado.

Outra prática que caracteriza a manipulação de preço é o *Layering*, que consiste na emissão de diversas ordens de pequenos lotes, criando camadas sucessivas de níveis de preço. Ou seja, o emissor da ordem emite-a um centavo mais alto que o preço do livro, depois dois centavos mais altos, e assim sucessivamente até atingir o preço planejado, fazendo com que o mercado acompanhe este preço.

4.3 OPERAÇÃO FRAUDULENTA

Como dito anteriormente, a ICVM 8/1979 é uma norma essencialmente principiológica e é composta por tipificações abertas, entretanto, é possível notar que a operação fraudulenta tem tipificação ainda mais ampla que as demais infrações contidas na norma.

Isso ocorre porque, ao exercer seu papel de regular o mercado de valores mobiliários, a CVM considerou importante criar uma tipificação “guarda-chuva” que protegesse o patrimônio do investidor de operações que, mesmo consideradas abusivas, não estivessem descritas nas demais normas regulamentares.

Isto posto, a ICVM 8/1979 define operação fraudulenta como:

Aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes da operação, para o intermediário ou para terceiros.

Ou seja, a operação fraudulenta consiste na obtenção de vantagem patrimonial ilícita, para si ou para outrem, induzindo ou mantendo alguém em erro, mediante artifício, ardil ou outro meio fraudulento.

Um exemplo ilustrativo de tal prática é o *churning*, que consiste na negociação excessiva de ativos na carteira de um cliente, com o objetivo de gerar taxas de corretagem.

O *churning*, apesar de conduta tipificada em diversos países, não possui previsão expressa nas Instruções da CVM. Sua definição foi dada em 2013, por meio de um julgado na autarquia e, desde então, vêm sendo reiteradamente punida pelo regulador e autorregulador.

Existem dois indicadores usados para verificar a prática de *churning*, são eles:

- (i) a taxa de giro da carteira, ou seja, o número de vezes que a carteira do investidor foi renovada, determinando se houve a caracterização da negociação excessiva; e
- (ii) a taxa de despesa em relação ao giro, calculando a taxa de corretagem cobrada em razão da negociação na carteira.

A punição da prática de *churning*, bem como das demais Práticas Abusivas, se faz extremamente importante, pois busca evitar a atuação de má-fé, para obter vantagem ilícita. Confere confiabilidade às instituições regulatórias e ao mercado de

capitais brasileiro e, conseqüentemente, atrai investidores, que levam em consideração o alto padrão de conduta do mercado.

4.4 PRÁTICA NÃO EQUITATIVA

A definição de prática não equitativa é dada na ICVM 8/1979 como:

aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

Portanto, entende-se por prática não equitativa qualquer conduta que ameace a equidade nas relações do mercado de capitais, ou seja, que cause desequilíbrio entre os participantes da operação, fazendo-os perder a confiança na integridade do mercado.

Pressupõe-se, portanto, que o infrator, além de ter causado um prejuízo a outra parte da operação, tenha agido com dolo, ainda que eventual, de gerar dito prejuízo em contrapartida ao benefício próprio ou de terceiros.

Uma das práticas não equitativas mais comuns no mercado são as operações de *front running*, que consistem na antecipação de um fato, em razão de uma informação privilegiada fornecida ao infrator, com o objetivo de obter lucro.

Constitui prática de *front running*, por exemplo, quando um operador toma conhecimento de uma ordem de grande volume que será executada e, conseqüentemente, causará oscilações no preço do ativo.

Sendo assim, o operador utiliza de sua informação privilegiada para “correr na frente” e inserir ordens em seu nome, que serão executadas antes das ordens do cliente e produzirão vantagem indevida.

Importante frisar que a prática não equitativa decorre, em sua maioria, da quebra da relação de boa-fé do intermediário e seu cliente, pois há uma assimetria informacional no que se refere ao mercado de valores mobiliários, dita prática é prejudicial ao mercado por quebrar a confiabilidade das operações realizadas no mercado financeiro de capitais.

5 PROCESSOS ADMINISTRATIVOS DISCIPLINARES

Conforme abordado anteriormente, à BSM cabe instaurar, instruir e julgar processos administrativos, cujo procedimento é disciplinado por meio do Regulamento Processual da BSM.

É importante frisar que a atividade disciplinar da BSM tem caráter educacional, razão pela qual existem mecanismos diversos à instauração de Processos Administrativos, que servem para orientar o participante sobre padrões de conduta a serem seguidos, são exemplos a carta de orientação e a carta alerta.

A carta de orientação consiste em uma comunicação institucional ao participante, orientando-o a aprimorar condutas e/ou procedimentos internos, com o objetivo de prevenir ilícitos. A carta alerta, por sua vez, serve de advertência para que alguma prática irregular não volte a ser cometida.

Outro exemplo da atuação educacional/preventiva da BSM são os alertas de acompanhamento de mercado, que analisam todas as operações realizadas em tempo real, informado aos participantes sobre condutas potencialmente ilícitas para que estes verifiquem sua ocorrência e, quando necessário, atuem de forma a corrigi-la ou denunciem à entidade autorreguladora, para que esta tome as medidas cabíveis.

O Processo Administrativo Disciplinar, no âmbito da BSM, é instaurado mediante termo de acusação, emitido pelo diretor responsável. A partir daí, abre-se o

prazo para que o acusado se manifeste e apresente defesa, bem como uma proposta de termo de compromisso, caso tenha interesse¹⁰.

A BSM possui duplo grau de jurisdição no julgamento de processos disciplinares. A primeira instância é composta por uma turma de julgadores, distribuída por sorteio dentre os 10 membros do Conselho de Supervisão da BSM.

A segunda instância, por sua vez, conta com a participação do pleno do Conselho de Supervisão, que votam por maioria, sendo que a decisão do relator sorteado prevalecerá em casos de empate¹¹.

Para melhor ilustrar o procedimento administrativo da BSM, analisaremos um julgado que aborda uma das práticas abusivas anteriormente analisadas, o *Churning*.

O Processo Administrativo nº 17/2014, julgado pela BSM em 22 de outubro de 2015, trata da prática de *Churning*.

Mencionado processo trata da atuação de operador que, de janeiro a março de 2013, realizou operações excessivas na carteira do cliente, com o objetivo de gerar maior receita com taxas de corretagem e comissões, que resultaram no valor de R\$ 108.174,26, não houve apresentação de defesa.

Em seu voto, a Conselheira-Relatora Maria Cecília Rossi dispõe:

O poder de comando do Defendente sobre a carteira do Investidor, bem como a utilização da relação de confiança para obter vantagem patrimonial (...) comprovam o ardil utilizado pelo Defendente para induzir o investidor a erro. O Defendente realizava operações em nome do Investidor (...) dizendo estar buscando o melhor interesse daquele quando, no entanto, omitia os custos incorridos com corretagem (...)¹².

¹⁰ – Conforme disposto no art. 7º, parágrafo segundo do Regulamento Processual da BSM, não são aceitas propostas de Termo de Compromisso, em acusações por infrações a normas de combate e prevenção à lavagem de dinheiro.

¹¹ Artigo 22 do Regulamento Processual da BSM, disponível em <https://www.bsmsupervisao.com.br/legislacao-e-regulamentacao>, acesso em 13/4/2020

¹² Voto da Conselheira-Relatora Maria Cecília Rossi no Processo Administrativo nº 17/2014, julgado em 22 de outubro de 2015, disponível em <https://bsmsupervisao.com.br/>, acesso em 13/4/2020

Do disposto acima, podemos depreender que, em razão da assimetria informacional no que diz respeito ao funcionamento do mercado de capitais, a relação entre o operador e o investidor é baseada na confiança. Um, ao confiar seus recursos a uma instituição financeira, com o objetivo de realizar investimentos, se vê dependente da acurácia das informações fornecidas pelo outro, operador registrado na B3, que deveria atuar com a diligência e boa-fé esperadas.

Ainda sobre a prática, Maria Cecília Rossi continua:

Condutas como a praticada pelo Defendente afetam diretamente a confiança e a integridade do mercado de valores mobiliários e acabam por minar todo o esforço e investimento empregados tanto pela BM&FBOVESPA quanto por seus participantes na automatização de sistemas, controles internos, elaboração de políticas internas, a fim de tornar saudável e seguro aos investidores o ambiente de negociação bursátil.

Aqui, podemos verificar que a obrigação de manter o ambiente de negociação de valores mobiliários seguro não cabe somente às entidades reguladoras, mas também aos participantes de mercado em si.

Isto ocorre porque o sistema de negociação brasileiro utiliza o conceito de *Gatekeeper* para os participantes de mercado, uma vez que estes são os únicos autorizados a operar no mercado, em nome dos investidores.

Taimi Haensel (2014, p. 55) conceitua *Gatekeeper* como:

Indivíduos ou instituições, dotadas de qualificações especializadas (por vezes ligadas a uma profissão), que se valem da confiança e da reputação adquiridas para assegurar, ao mercado de valores mobiliários e aos investidores, a conformidade ao ordenamento jurídico das operações que passarem por seu exame. Tais indivíduos e instituições [...] teriam, concomitantemente, o papel de auxiliares do poder regulador tanto no mercado primário quanto no secundário.

Aos participantes, portanto, é investida a responsabilidade de prezar pela legalidade das operações que tiver conhecimento, pois sua posição como

intermediário garante a entrada no mercado organizado, sendo análoga a função de porteiro, daí o termo *Gatekeeper*, em inglês.

O conceito de *Gatekeeper* é utilizado na prática de infrações, pois os controles internos da corretora podem dificultar ou facilitar a prática de atividades ilícitas. Nesse sentido, Luiz Felipe Amaral Calabro (2010, p.38) dita:

Quanto mais rígidos forem os controles adotados pelos intermediários em todas as etapas do relacionamento com os investidores, menor serão as chances de utilização do mercado de bolsa para a prática de condutas ilegais. Os intermediários funcionam, portanto, como *gatekeepers*, exercendo função relevante para “barrar a ocorrência de infrações, evitando a realização de atos ilícitos por seus investidores e prepostos no mercado de bolsa.

Podemos concluir, portanto, que a atuação de *enforcement* se restringe a punir infratores após caracterizado o ilícito, mesmo que a pena tenha cunho educacional, sendo obrigação do participante atuar de forma a prevenir a ação ilícita, como auxiliar as entidades reguladora e autorreguladora.

CONCLUSÃO

Tendo em vista os aspectos observados no decorrer desse artigo, verificamos que a autorregulação no mercado de capitais se faz interessante ao regulador brasileiro, uma vez que representa o aumento de eficiência e a diminuição de emprego de recursos do poder público, exigindo uma atuação menos interventiva do Estado como regulador na economia.

A BSM foi criada para prezar pela segurança e credibilidade das operações realizadas no mercado de capitais brasileiro, sendo responsável pela regulamentação e fiscalização sobre os participantes da B3.

Para que a BSM consiga cumprir seu papel, é necessário que haja autonomia de sua função, tanto da atuação do regulador quanto do administrador do mercado organizado. Essa independência é traduzida na segregação funcional, autonomia financeira e no amplo acesso aos documentos que o permitirão fiscalizar o mercado.

O funcionamento atual da BSM garante sua independência, sem dissociá-la completamente do objetivo comercial da B3, pois a autorregulação, ao prezar pela confiabilidade do mercado, age atraindo mais investidores e impacta positivamente o valor do negócio, além de significar o desenvolvimento do mercado de capitais.

A ICVM 8/1979, por sua vez, foi editada com o objetivo de ser uma norma principiológica que define um rol de práticas vedadas aos participantes de mercado e seus prepostos, as quais foram analisadas no decorrer desse artigo.

A atividade disciplinar da BSM, por sua vez, tem caráter fundamentalmente educacional, que inclui, mas não se limita ao poder de instaurar, instruir e julgar processos administrativos, cujo procedimento é disciplinado por meio do Regulamento Processual da BSM.

Assim, os julgamentos realizados pelo Conselho de Supervisão da BSM nas infrações contidas na ICVM 8/1979 têm por objetivo determinar um alto padrão de conduta aos participantes dos mercados organizados da B3, promovendo um crescimento seguro e sustentável do mercado de capitais brasileiro.

BIBLIOGRAFIA

ALONSO, Leonardo. **Crimes contra o Mercado de Capitais**. 2009. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. **Teoria Palco-Platéia: a interação entre regulação e autorregulação do mercado de bolsa**. 2010. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

CARVALHO FILHO, José dos Santos. **Manual de direito administrativo**. Lumen Juris, 2009.

CAVALI, Marcelo Costenaro; GRECO FILHO, Vicente. **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.

DA ROCHA, Glauco. **Autorregulação e poder disciplinar das bolsas de valores, mercadorias e futuros**. Direito & Justiça, v. 41, n. 2, p. 182-194, 2015.

EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais: Regime Jurídico**. Renovar, 2008.

EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3ª edição. Renovar, 2011.

HAENSEL, Taimi. **A figura dos gatekeepers: aplicação às instituições intermediárias do mercado organizado de valores mobiliários brasileiro**. 2014. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

PRADO, Viviane Muller et al. **Além dos números da CVM: *enforcement* no mercado de capitais brasileiro**. FGV, 2019

MOTA, Fernando de Andrade; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Abusos no mercado de capitais: conceituação e repressão pela Comissão de Valores Mobiliários**. 2018.

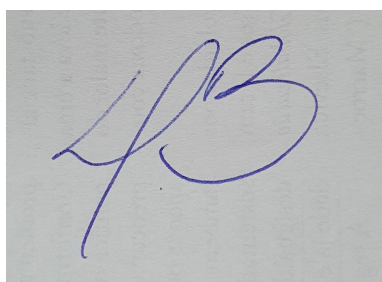
COORDENADORIA DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO (TCC)

TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu, Luísa Leão Ferreira Barbosa, Aluna, regularmente matriculada, no Curso de Direito, na disciplina do TCC da 10ª etapa, matrícula nº 4150261-2, Período matutino, Turma A, tendo realizado o TCC com o título: Atividade Disciplinar Da Autorregulação Em Práticas Abusivas De Mercado Tipificadas Na Instrução Da Comissão De Valores Mobiliários N° 8/1979, sob a orientação do(a) professor(a): Thaís Cíntia Cárnio declaro para os devidos fins que tenho pleno conhecimento das regras metodológicas para confecção do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), informando que o realizei sem plágio de obras literárias ou a utilização de qualquer meio irregular.

Declaro ainda que, estou ciente que caso sejam detectadas irregularidades referentes às citações das fontes e/ou desrespeito às normas técnicas próprias relativas aos direitos autorais de obras utilizadas na confecção do trabalho, serão aplicáveis as sanções legais de natureza civil, penal e administrativa, além da reprovação automática, impedindo a conclusão do curso.

São Paulo, 18 de junho de 2020.



Luísa Leão Ferreira Barbosa