



ADVOCACIA-GERAL DA UNIÃO
PROCURADORIA-GERAL FEDERAL

PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA JUNTO À COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA (GABINETE DO PROCURADOR-CHEFE)
RUA 7 DE SETEMBRO, N° 111, CENTRO, RIO DE JANEIRO - RJ

DESPACHO n. 00031/2024/PFE - CVM/PFE-CVM/PGF/AGU

NUP: 19957.012028/2023-13

INTERESSADOS: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM

ASSUNTOS: ATIVIDADE FIM

Aprovo os termos do PARECER n. 00155/2023/GJU - 4/PFE-CVM/PGF/AGUe respectivo DESPACHO n. 00511/2023/GJU - 4/PFE-CVM/PGF/AGU.

Há, contudo, dois aspectos abordados na consulta da SMI sobre os quais entendo pertinentes considerações adicionais.

O primeiro é para registrar que a discussão sobre se o tipo penal de manipulação do mercado previsto no art. 27-C da Lei nº 6.385/76 abrange, ou não, todas as práticas vedadas pela atual Resolução CVM nº 62/2022 (sucessora da Instrução CVM nº 008/1972) gera divergências no seio doutrinário. E assim o é dada a amplitude e caráter genérico dos termos utilizados no tipo penal, suficiente para enquadrar situações diversas, inclusive a de criação de condições artificiais a, oferta ou preço de valores mobiliários.

A título de exemplo, trago à colação as considerações de Denis Morelli quando afirma taxativamente, ao analisar o crime de manipulação de mercado, que nele está contida a infração administrativa de criação de condições artificiais. Muito embora não haja versão atualizada do livro após as alterações introduzidas pela Lei nº 13.306/2017 no art. 27-C da Lei nº 6.385/76, a interpretação do citado autor atende, de forma suficientemente adequada, o propósito da presente análise, conforme se verifica abaixo, *verbis*:

O tipo penal previsto no art. 27-C da Lei nº 6.385/76contém redação bastante ampla, que mantém clara relação com as condutas previstas no inciso V, do art. 4º, da mesma lei, quais sejam, as "modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado".

Sobre o assunto, o art. 18, inciso II, alínea "b", da Lei nº 6.385/76 deu à CVM a competência para definir "a configuração de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou de manipulação de preços; operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores". E a CVM, no exercício dessa atribuição legal, editou a Instrução CVM nº 08/1979, conceituando as condutas de (i) criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários; (ii) manipulação de preços; (iii) operações fraudulentas; e (iv) uso de práticas não equitativas.

Assim, numa tentativa de abranger essa gama de condutas no crime do art. 27-C, o legislador optou por utilizar conceitos bastante abertos, ao prever, como elementos essenciais do tipo penal em comento, "realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas".

(...)

Como se sabe, porém, simulação e fraude não possuem exatamente o mesmo significado. Essa distinção é importante para a correta identificação das condutas tipificadas no art. 27-C.

Conforme hipóteses bem definidas no Código Civil, em seu art. 167, parágrafo primeiro, a simulação ocorre quando os negócios jurídicos (i) apresentarem conferir ou transmitir direitos a pessoas diversas daquelas às quais realmente conferem, ou transmitem; (ii) contiverem declaração, confissão, condição ou cláusula não verdadeira; e quando (iii) os instrumentos particulares forem antedatados, ou pós-datados.

A primeira hipótese de simulação traçada no Código Civil mostra-se especialmente relevante para o crime em questão, pois relaciona-se à ideia de "criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários", na forma definida na alínea "a", do inciso II, da Instrução CVM nº 08/1979.

(...)

Portanto, conforme precedentes da CVM, a criação de condições artificiais configura-se quando o mercado de capitais é utilizado indevidamente, para fins estranhos à regular negociação de valores mobiliários. E, assim sendo, esse tipo de operação enquadra-se no conceito de "operação simulada", do art. 27-C."

(grifos sem correspondência no original)

(in "Comentários à Lei do Mercado de Capitais - Lei nº 6.385/76". São Paulo: Quartier Latin, 2015)

Ao abordar a relação intrínseca entre direito penal e institutos do direito administrativo em alguns tipos penais - acessoriada do direito penal -, Marcelo Costenaro Cavali afirma que, no âmbito do processo administrativo sancionador, a CVM, com fundamento no art. 18, inciso II, alínea "b", da Lei nº 6.385/76, editou norma que define a configuração de (i) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, (ii) de manipulação de preço; (iii) operações fraudulentas e (iv) práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores (antiga Instrução CVM nº 08/79 e atual Resolução CVM nº 62/22). E que, muito embora o tipo penal não faça remissão expressa a nenhuma regulamentação administrativa, é indubitável que tanto a regulamentação, quanto a jurisprudência administrativa da CVM exercem "papel relevante no desenho da moldura típica, pois sua análise é fundamental para a compreensão de elementos normativos e para a delimitação do risco proibido ao bem jurídico". Prossegue o autor:

É preciso reconhecer que a caracterização do ilícito administrativo da manipulação de mercado, em ao menos uma das formas previstas na Instrução nº 08/1979, é condição necessária - quanto insuficiente - para a perfectibilização do delito de manipulação de mercado (Lei nº 6.385/76, 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.

Não é pacífica, porém, a determinação de quais são as infrações administrativas que foram incorporadas ao tipo penal. Para alguns estudiosos, o legislador teria reunido no tipo penal elementos de, ao menos, três dos ilícitos administrativos: criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários; manipulação de preços e realização de operação fraudulenta. Com isso, teria sido deixada de fora a punição das condutas enquadradas administrativamente como práticas não equitativas.

Para outros autores, o tipo penal teria abrangido todas as infrações administrativas, inclusive as práticas não equitativas. Há ainda quem entenda que somente a manipulação de preços e a operação fraudulenta estariam abrangidas pelo tipo penal, que não contemplaria, portanto, nem as práticas não equitativas nem a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários.

(grifos sem correspondência no original)

(in Fundamento e limites da repressão penal da manipulação do mercado de capitais: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo - Faculdade de Direito. Disponível em <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2136/tde-15032021-232807/pt-br.php>)

A solução dada pelo autor para a análise sobre se, diante de um caso concreto, uma das espécies de infrações administrativas de manipulação se amolda, ou não, também ao tipo penal, perpassa pelo exame do bem jurídico protegido, afirmando, *verbis*:

De acordo com a tese aqui defendida, o bem jurídico protegidoé a capacidade alocativa funcional do mercado, especificamente o regular mecanismo de formação de preços dos valores mobiliários. Essa premissa reflete de modo determinante na interpretação do tipo penas e nas suas relações com as infrações administrativas.

Conforme já devidamente analisado no Parecer suprarreferido, haverá situações em que, a depender das circunstâncias do caso concreto, também a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço terá potencial suficiente para afetar a capacidade alocativa funcional do mercado - mais especificamente o processo de formação de preços dos valores mobiliários, que sofre os influxos, diretos ou indiretos, da oferta, da demanda e da liquidez do ativo - e, com isso, caracterizar a operação simulada imprescindível à realização do delito.

E aqui aproveito para abordar um segundo aspecto da consulta da SMI, precisamente quando se refere ao elemento subjetivo do tipo penal de manipulação de mercado para sustentar que ele não abrange a infração administrativa de criação de condições artificiais, conforme se verifica no trecho adiante destacado:

O fundamento desse entendimento consiste na percepção de que a configuração do crime exige a utilização de operações simuladas ou outras manobras fraudulentas "destinadas" a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário.

Assim, tem-se que, para a configuração do tipo penal, a conduta do agente de ser realizada com a intenção de alterar cotação, preço ou volume negociado do valor mobiliário.

Não nos parece que a expressão "destinadas" contida no tipo penal está a se referir ao elemento subjetivo do tipo. Essa interpretação era sustentável, não sem críticas, quando da redação original do art. 27-C, que assim dispunha:

Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas, com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e 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 terceiros:

Vê-se da redação original do tipo, criado pela Lei nº 10.303/2001, a exigência de um dolo específico, qual seja, o de realizar operações simuladas ou manobras fraudulentas, acompanhado de três elementos subjetivos especiais: (i) a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado, cumulado com (ii) o fim de obter vantagem indevida ou lucro (iii) ou de causar dano a terceiros.

Ainda nos valendo do escólio de Marcelo Costenaro Cavali, ao tratar do elemento subjetivo "com a finalidade de alterar artificialmente", o autor sustenta que este deve ser compreendido em seu caráter objetivo, definindo a natureza de delito de aptidão do tipo do artigo 27-C. Essa conclusão é reforçada a partir da comparação entre o tipo penal da Lei 6.385/76 com o tipo do Código dos Valores Mobiliários português de 1999, afirmando que este deixou de trazer previsão semelhante porque se entendeu, a partir de opiniões doutrinárias, que se tratava de "uma forma equívoca de descrever a idoneidade objectiva da prática negocial para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado e que se confundia com um bizarro elemento subjetivo do tipo ." Afirma ainda o seguinte sobre o art. 27-C, sob a égide da Lei 10.303/2001:

Melhor seria a exigência feita de forma clara, seguindo já a atual norma portuguesa, de uma potencialidade lesiva das condutas, que devem ser "idóneas para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários" (artigo 379º, 1, do Código dos Valores Mobiliários).

De toda sorte, mesmo diante da redação típica atualmente vigente, parece possível interpretar essa expressão não apenas como um elemento subjetivo, mas também como exigência de uma potencialidade lesiva ao bem jurídico.

Essa interpretação é coerente com a teoria da imputação objetiva, ao, acrescentando um requisito de potencial lesividade ao bem jurídico protegido, afastar da incidência da regra penal condutas inaptas a produzir este resultado.
(Ibidem)

E nos parece ter sido essa a orientação que inspirou o legislador quando da alteração efetuada na redação do art. 27-C da Lei nº 6.385/76 pela Lei nº 13.506/2017, suprimindo o elemento subjetivo "com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados" e introduzindo elemento típico normativo de aptidão ao injusto: *realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros.*

Valendo-se de um recurso cada vez mais utilizado na seara do Direito Penal Econômico, o legislador brasileiro conferiu ao tipo de manipulação do mercado a natureza de delito de aptidão ou de idoneidade - também chamados de crimes de perigo abstrato-concreto -, inserindo elementos de valoração sobre a potencialidade lesiva da ação do agente, cuja participação deverá ser constatada pelo julgador. (sobre crimes de perigo no direito penal econômico: <https://www.ibccrim.org.br/noticias/exibir/7354/>).

Para crimes dessa natureza, não se exige, para a incriminação, a concretização do perigo, mas sim que a conduta tenha a potencialidade de causar uma lesão ao bem jurídico tutelado. É dizer: a operação simulada ou a manobra fraudulenta deve ter a potencialidade, dentro do que ordinariamente acontece, de elevar, manter ou baixar a cotação, o preço, ou o volume negociado de um valor mobiliário.

Em conclusão:

(i) conforme pormenorizadamente analisado no **PARECER n. 00155/2023/GJU - 4/PFE-CVM/PGF/AGU**, a amplitude conferida à redação do art. 27-C permite que o tipo penal abarque as infrações administrativas previstas atualmente na Resolução CVM nº 62/2022, inclusive a de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço, sempre que elas tiverem potencial suficiente para afetar a capacidade alocativa funcional do mercado - mais especificamente o processo de formação de preços dos valores mobiliários, que sofre os influxos, diretos ou indiretos, da oferta, da demanda e da liquidez do ativo - e, com isso, caracterizar a operação simulada imprescindível à realização do delito;

(ii) a expressão "destinadas a" contida na atual redação do tipo penal de manipulação do mercado não se traduz em elemento subjetivo do tipo, mas sim em elemento de valoração sobre a potencialidade lesiva da ação do agente,

À SMI, em devolução.

Rio de Janeiro, 24 de janeiro de 2024.

LUCIANA SILVA ALVES
Procuradora Federal
Procuradora-Chefe
AGU/PGF/PFE-CVM

Atenção, a consulta ao processo eletrônico está disponível em <https://supersapiens.agu.gov.br> mediante o fornecimento do Número Único de Protocolo (NUP) 19957012028202313 e da chave de acesso 61125f92