



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO

Francisco Yukio Hayashi

MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BASEADA EM INFORMAÇÕES
ANÁLISE DO ART. 27-C DA LEI Nº 6.385/1976 SOB PERSPECTIVA DA TUTELA
CONSTITUCIONAL DA LIBERDADE DE EXPRESSÃO

FLORIANÓPOLIS

2021

Francisco Yukio Hayashi

MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BASEADA EM INFORMAÇÕES
ANÁLISE DO ART. 27-C DA LEI Nº 6.385/1976 SOB PERSPECTIVA DA TUTELA
CONSTITUCIONAL DA LIBERDADE DE EXPRESSÃO

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Direito do Centro de Ciência Jurídicas da Universidade Federal de Santa Catarina, na área de concentração Direito Internacional, Econômico e Comércio Sustentável, na linha de pesquisa Direito Econômico e a Ordem Constitucional Brasileira, para a obtenção do título de Mestre em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Everton das Neves Gonçalves

FLORIANÓPOLIS

2021

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

HAYASHI, Francisco Yukio
Manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações
: Análise do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 sob a
perspectiva da tutela constitucional da Liberdade de
Expressão / Francisco Yukio HAYASHI ; orientador, Everton
das Neves Gonçalves, 2021.
198 p.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa
Catarina, Centro de Ciências Jurídicas, Programa de Pós
Graduação em Direito, Florianópolis, 2021.

Inclui referências.

1. Direito. 2. Manipulação do Mercado de Capitais. 3.
Direito Penal Econômico. 4. Direito Constitucional. 5.
Liberdade de Expressão. I. Gonçalves, Everton das Neves.
II. Universidade Federal de Santa Catarina. Programa de Pós
Graduação em Direito. III. Título.

Francisco Yukio Hayashi

MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BASEADA EM INFORMAÇÕES
ANÁLISE DO ART. 27-C DA LEI Nº 6.385/1976 SOB PERSPECTIVA DA TUTELA
CONSTITUCIONAL DA LIBERDADE DE EXPRESSÃO

O presente trabalho em nível de Mestrado foi avaliado e aprovado por banca examinadora composta pelos seguintes membros:

Prof.(a) Cláudio Macedo de Souza, Dr.(a)
Instituição UFSC

Prof.(a) João dos Passos Martins Neto, Dr.(a)
Instituição UFSC

Prof.(a) Daniel Deggau Bastos, Dr.(a)
Instituição UFSC

Certificamos que esta é a **versão original e final** do trabalho de conclusão que foi julgado adequado para obtenção do título de Mestre em Direito

Coordenação do Programa de Pós-Graduação

Prof. Everton das Neves Gonçalves, Dr.
Orientador

Florianópolis, 2021

O autor é exclusivamente responsável pelo conteúdo da dissertação.

As opiniões não necessariamente refletem os pensamentos do professor orientador ou da banca examinadora.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, a Deus, pela graça da vida, da inteligência e da liberdade.

À minha esposa, Alissa, pela paciência durante a execução desse meu projeto pessoal, dedicando-se apaixonadamente ao cuidado dos nossos pequenos, Joaquim, Henrique e – ainda em ventre – Gabriel, para que o trabalho solitário da dissertação pudesse ser conduzido a bom termo.

Aos meus pais, Maria Bernadette e Flavio, a eterna gratidão de um filho que lhes deve tudo, e aos meus irmãos, Flavio, Felipe e Fernando, os exemplos a serem seguidos.

Agradeço, também, ao meu orientador, professor doutor Everton das Neves Gonçalves, pela preciosa oportunidade de ingressar no Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal de Santa Catarina e, sobretudo, pela orientação com alegria e sabedoria, que permitiram o direcionamento correto da pesquisa e sua conclusão com êxito, de modo a efetivar, ainda que nessa pequena parcela da atividade social da Universidade Pública, o Princípio da Eficiência Econômico-Social.

Ao meu sócio, Gustavo, pela atenta revisão de todo o texto e pela parceria e dedicação que permitiram conciliar os exigentes esforços da advocacia e da Academia. Estendo o agradecimento aos demais membros da equipe do Costa Ferreira & Hayashi Advocacia e Consultoria

Ao meu primo Rafael, pelas discussões de ideias há muitos verões, e ao grande amigo Conrado, companheiro no querer as mesmas coisas desde os tempos da Procuradoria-Geral de Justiça. Um agradecimento especial a ambos pela contribuição quanto à versão prévia deste trabalho. Faço-lhes o registro de estar a inquietação inicial quanto ao estado de coisas contemporâneo da Liberdade de Expressão no Brasil subjacente ao rumo, mais pragmático, que a pesquisa acabou seguindo.

Também, a colega Carolina pela leitura da parte inicial do texto.

Evidentemente, os erros remanescentes no texto final são todos meus.

Ainda, ao Superior Tribunal de Justiça e à Câmara dos Deputados, que, por seus servidores, viabilizaram o acesso às suas bibliotecas no período de restrições impostas em razão da pandemia.

Ao professor Denis Morelli, por ter compartilhado digitalmente sua tese de doutorado.

Aos colegas do Grupo de Estudos em Teoria Econômica do Crime, em especial, aos amigos Luiz Eduardo e Reinaldo, pela disponibilidade de trocar ideias e bibliografias.

Ao professor João dos Passos e aos colegas da disciplina de Liberdade de Expressão, Rafael, Daniel, Bernardo, Vinícius, Belisa, Fernanda, com o perdão aos demais, cujo nome me escapa, por terem reacendido em mim o ânimo da defesa da Liberdade de Expressão.

Por fim, mas não menos importante, aos contribuintes, que custeiam a Universidade Federal de Santa Catarina, a quem devo a minha formação acadêmica.

“I often wonder whether we do not rest our hopes too much upon constitutions, upon law and upon courts. These are false hopes; believe me, these are false hopes. Liberty lies in the hearts of men and women; when it dies there, no constitution, no law, no court can save it; no constitution, no law, no court can even do much to help it. While it lies there it needs no constitution, no law, no court to save it.”

Learned Hand

RESUMO

O problema investigado na presente dissertação é se, considerando o âmbito de proteção da Liberdade de Expressão na Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, é necessário restrição da tipicidade material do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976. O objetivo é verificar a necessidade de recorte material da incidência típica, desde visão da Liberdade de Expressão que integre os seus fundamentos jurídico-políticos e a visão econômico-jurídica da Liberdade de Expressão às premissas da regulação do Mercado de Capitais, harmonizando esse feixe de vetores axiológicos-constitucionais. A hipótese apresentada a este problema é de que, sim, é necessário o recorte material da incidência típica, para que não haja restrição, direta ou indireta, de espaços legítimos de exercício da Liberdade de Expressão e para que, da excessiva proteção dos investidores contra informações inadequadas (falsas, incompletas, exageradas, tendenciosas ou distorcidas), não haja ineficaz mitigação da regra de responsabilidade intransferível pela decisão de investimento. A partir do marco teórico de Cavali, que define o bem jurídico do tipo do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 como a capacidade funcional alocativa do mercado, e do marco teórico de Posner, que, a partir da Análise Econômico-jurídica da Liberdade de Expressão restringe sua proteção em casos de discurso comercial, ao mesmo tempo em que rejeita a ampla interferência Estatal, responde-se ao problema da pesquisa, com a conjunção das premissas e conclusões parciais estabelecidas ao longo da dissertação. Conclui-se que a regulação do Mercado de Valores Mobiliários não pode se dirigir à criação de ambiente econômico-jurídico de mitigação da responsabilidade individual pela decisão de investimento e à implementação de efeito inibidor ao exercício da livre manifestação do pensamento a respeito de companhias abertas, seus valores mobiliários e outras matérias relacionadas. Por isso, o tipo penal do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 somente deve incidir em casos de discurso comercial, quando ao agente foi atribuído juridicamente o papel social de promoção e defesa do Mercado de Capitais e o dever de garantia de prestação de informações fidedignas aos investidores. A regulação que atenda à Eficiência Econômico-Social e, portanto, às diretrizes constitucionalmente impostas para o Sistema Financeiro Nacional, deve assegurar espaço de liberdade de pensamento e expressão aos poupadores, para que eles desenvolvam pensamento crítico quanto às informações em circulação e busquem conhecer as fontes presumidamente fidedignas, assumindo a responsabilidade pelas suas decisões de investimento.

Palavras-chave: Manipulação do mercado de capitais. Manipulação do mercado de capitais baseada em informações. Liberdade de Expressão. Art. 27-C da Lei 6.385/1976.

ABSTRACT

The question posed in this essay is if, due to the constitutional scope of the free speech clause, it is necessary to restrict the application of the Article 27-C of the Brazilian Public Law nº 6,385/1976 in cases of information-based market manipulation. The hypothesis proposed is that the defeasibility of the norm is necessary in some cases, to prevent the interference on the legitimate exercise of free speech and to avoid excessive protection of investors against unreliable information (false, incomplete, exaggerated, biased, or distorted), resulting in economically ineffective mitigation of the *caveat emptor* principle. To verify the hypothesis, in the First Chapter, are introduced the premises of Capital Markets regulation, as established by the 1988 Constitution of the Federal Republic of Brazil, the Law and legal scholars opinions: the fair distribution of investment risk by adequate access to information, economic development by establishing trust, and the reduction of transaction costs. It is also described the convergence of those premises in the protection of full disclosure, reinforced by criminal law protection (Articles 27-C, 27-D, and 27-E of the Brazilian Public Law nº 6,385/1976). The Second Chapter explores the constitutional scope of the free speech clause, from the textual propositions to the mens constitutionis, under the theory of Constitutional Neutrality. Free speech and Capital Markets regulation are approached through Justice Holmes's metaphor of the free market of ideas and the economic analysis of free speech. Lastly, in the Third Chapter, the question posed is answered. The main schemes of market abuse are presented and Brazilian stock manipulation cases are described. Then Article 27-C of the Brazilian Public Law nº 6,385/1976 is thoroughly analyzed. Finally, the factors conditioning the balancing between interests protected through Capital Markets regulation and the constitutional guarantee of free speech are compared. The research proves that the Capital Markets regulation cannot undermine the *caveat emptor* principle and implicate in a chilling effect against speech related to securities, public companies, and related subjects. Thus, the application of Article 27-C of the Brazilian Public Law nº 6,385/1976, in cases of information-based market manipulation (dissemination of unreliable information), needs to be restricted to perpetrators having the social role of gatekeepers of reliable information, inasmuch their speech is classified as commercial speech. Capital Markets regulation must pursue social economic efficiency, safeguarding a space of free thought and free speech about securities and public companies, as well as reaffirming the *caveat emptor* principle.

Key-words: Market abuse. Information-based manipulation. Free speech. Article 27-C of the Brazilian Public Law nº 6.385/1976.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AED – Análise Econômica do Direito

BCB – Banco Central do Brasil

BM&F – Bolsa de Mercadorias e Futuros

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BOVERJ – Bolsa de Valores do Rio de Janeiro

CRFB/88 – Constituição da República Federativa do Brasil de 1988

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

PEES – Princípio da Eficiência Econômico-Social

SCOTUS – Supreme Court of the United States (Suprema Corte dos Estados Unidos da América)

SEC – Securities and Exchange Commission

SFN – Sistema Financeiro Nacional

SUMOC – Superintendência da Moeda e do Crédito

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Modalidades básicas de manipulação do mercado	125
---	------------

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	15
1. TUTELA PENAL DO DIREITO À INFORMAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS	21
1.1 AS PREMISSAS DA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS	21
1.1.1 Investimento, risco e informação: o justo no Mercado de Capitais	22
1.1.2 O objetivo de desenvolvimento econômico e a confiança no Mercado de Capitais Brasileiro	28
1.1.3 A finalidade de redução dos custos de transação	34
1.2 ASPECTOS GERAIS DA TUTELA DA INFORMAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS	38
1.2.1 O registro da companhia aberta.....	39
1.2.1.1 Informações financeiras e o papel do auditor independente	42
1.2.1.2 Registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários e o papel do underwriter	45
1.2.2 O dever do administrador da companhia aberta de informar	48
1.2.3 Os investidores como consumidores e sua relação com outros atores do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários.....	52
1.3 TUTELA PENAL DO MERCADO DE CAPITAIS	54
1.3.1 <i>Insider trading</i> e a questão do caráter informativo dos preços.....	55
1.3.2 Manipulação do Mercado de Capitais: aproximação inicial ao problema de pesquisa	62
1.3.2.1 Manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações	66
1.3.2.2 A questão constitucional brasileira	71
2. A LIBERDADE DE EXPRESSÃO ENCONTRA O MERCADO DE CAPITAIS	73
2.1 O ÂMBITO DE PROTEÇÃO DA LIBERDADE DE EXPRESSÃO	73
2.1.1 Os dispositivos constitucionais: primeira camada de significado	74
2.1.2 A abertura de sentido a partir da dimensão institucional da Liberdade de Expressão.....	80
2.1.3 A teleologia da proteção da Liberdade de Expressão e o Princípio da Neutralidade Constitucional.....	84
2.2 O “LIVRE MERCADO DE IDEIAS”	90
2.2.1 A visão do <i>justice</i> Holmes sobre Liberdade de Expressão	91
2.2.2 O estreitamento do Teste do Perigo Claro e Atual em <i>Whitney v. California</i> (1927)	94
2.2.3 O teste de <i>Dennis v. United States</i> (1951)	95
2.2.4 O Teste do Ato Antijurídico Iminente de <i>Brandenburg v. Ohio</i> (1969)	97
2.3 A ANÁLISE ECONÔMICO-JURÍDICA DA LIBERDADE DE EXPRESSÃO	104
2.3.1 O modelo econômico-jurídico de Posner	106
2.3.2 A proteção do discurso comercial	110
2.3.3 O Mercado de Capitais como Mercado de Ideias	114
3. MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BASEADA EM INFORMAÇÕES	121
3.1 TIPOLOGIAS DE MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS	121
3.1.1 As principais modalidades de manipulação do Mercado de Capitais	124
3.1.2 Casos brasileiros de manipulação do Mercado de Capitais	131
3.1.2.1 Operação Insider	132

3.1.2.2 Operação Marambaia	134
3.1.2.3 Operação Segredo de Midas	136
3.2 ANÁLISE DOGMÁTICA DO ART. 27-C DA LEI Nº 6.385/1976.....	140
3.2.1 Bem jurídico tutelado.....	142
3.2.2 Verbos núcleos e elementos normativos do tipo: realizar operações simuladas e executar outras manobras fraudulentas	145
3.2.3 Fim da conduta: “elevantar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário”	149
3.2.4 Elemento subjetivo especial: “obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros”	152
3.2.5 Competência para processamento e julgamento	153
3.2.7 Suspensão condicional do processo, acordo de não persecução penal e reflexos de termo de compromisso	154
3.3 A MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BASEADA EM INFORMAÇÕES SOB PERSPECTIVA DA TUTELA CONSTITUCIONAL DA LIBERDADE DE EXPRESSÃO.....	155
3.3.1 A fraude como ato comunicativo sem proteção constitucional e as figuras assemelhadas do estelionato e da falsa propaganda.....	156
3.3.2 Restrição da tipicidade material da manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações	159
3.3.2.1 Exercício irregular de profissão: o concurso entre os crimes do art. 27-C e do art. 27-E da Lei nº 6.385/1976	162
3.3.2.2 A harmonização da restrição da tipicidade material da manipulação baseada em informações com a nova redação do tipo de <i>insider trading</i> pela Lei nº 13.506/2017.....	163
3.3.2.3 Excurso: o regime de erro na persecução penal da manipulação do mercado de capitais baseada em informações	164
3.3.2.4 A questão dos investidores profissionais e dos investidores qualificados	166
3.3.3 <i>Overbreadth doctrine</i> e o controle de constitucionalidade do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976	168
3.3.4 Nota final: a regulação economicamente eficiente do Mercado de Capitais e a tutela constitucional da Liberdade de Expressão segundo o Princípio da Eficiência Econômico-Social.....	172
CONCLUSÃO.....	177
REFERÊNCIAS	185

INTRODUÇÃO

A aproximação entre Mercado de Capitais e Liberdade de Expressão é, no mínimo, como incomum. Quando se pensa neste direito fundamental, a primeira imagem que vem à mente são os debates políticos, no Parlamento, nas ruas ou, modernamente, na internet. Já o espaço econômico-jurídico das bolsas de valores é visto, *prima facie*, como alheio a esses embates de paixões vistos nas ágoras físicas ou virtuais. O *locus* de encontro dos investidores seria o espaço não de encontros de espíritos e choque apaixonado de ideologias, mas da busca do lucro – mais ou menos racional, mais ou menos passional, mas busca do lucro.

A intuição fundamental que origina esta pesquisa é de que existe alguma coincidência ou, ao menos, proximidade entre a praça dos embates políticos e o empório em que se negociam valores mobiliários. E se existe essa relação entre ambas as realidades sociais, também haverá entre institutos jurídicos que as regulam. A constatação não é nova – simplesmente porque é inviável a separação entre Política e Economia. Contudo, a existência desse espaço comum é evidenciada pela atual realidade social.

O uso disseminado de redes sociais para exercício da liberdade de expressão e a virtualização dos pregões das bolsas de valores, assim como dos canais de prestação de serviço pelas instituições financeiras intermediárias, transformou a *internet* em espaço comum de Política e Economia. Ali circulam ideias sobre o Estado e a Sociedade, mas também sobre o Mercado Capitais, entrecruzam-se especialistas e leigos. Antes os indivíduos conviviam com certa barreira física separando o espaço dos debates políticos e aquele, *lato sensu*, das atividades comerciais. Hoje, a barreira é a aba do navegador, o *link* de diferentes *sites* ou ela é simplesmente inexistente, na mixórdia de informações circulantes em plataformas criadas exatamente para facilitar o fluxo interminável de dados. Assim, está na raiz desta dissertação a percepção desse novo quadro social, em que a unidade do *homo politicus* e do *homo economicus* se revela plenamente em sua sociabilidade digital, ou seja, em que a *internet* não é somente espaço político tampouco econômico, mas extensão plena da sociedade humana, campo aberto à ação do indivíduo em busca de concretização de seus interesses, independentemente da natureza desses.

O tema da pesquisa é a manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações, mas, especificamente, examinada a partir do âmbito de proteção da Liberdade de Expressão na Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 (CRFB/88).

O problema a ser respondido é se, considerando o âmbito de proteção constitucional da Liberdade de Expressão na CRFB/88, é necessária restrição da tipicidade material do tipo do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976¹ – em terminologia de Direito Constitucional, se seria necessária interpretação conforme à Constituição. Portanto, a variável independente é o âmbito de proteção constitucional da Liberdade de Expressão e a variável dependente é a restrição da tipicidade material do tipo do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976.

A hipótese é afirmativa, porque conclusão distinta converteria o Regulador do Mercado de Capitais em editor das opiniões sobre valores mobiliários e companhias abertas, desse modo, seria necessário o recorte material da incidência típica, para evitar que ocorra restrição, direta ou indireta, de espaços legítimos de exercício da Liberdade de Expressão. Ademais, a excessiva proteção dos investidores contra informações inadequadas (falsas, incompletas, exageradas, tendenciosas ou distorcidas) reduziria a exigência de pensamento crítico dos poupadores quanto às informações em circulação e desincentivaria a busca das fontes presumidamente fidedignas, isto é, daquelas fontes com dever específico de garantir a qualidade da informação ao investidor.

O tema não poderia ser mais atual, diante da expedição do Ofício-Circular nº 13/2020/CVM/SIN, de 11 de novembro de 2020². Nele, o Órgão Regulador do Mercado de Capitais no Brasil, referindo a “crescente popularização das redes sociais e também o maior interesse do investidor sobre o mercado de valores mobiliários exercida nesses canais”, pretende esclarecer em que condições a manifestação de opinião sobre determinado valor mobiliário deve ser caracterizado como exercício da atividade de analista de valores mobiliários, regulada pela Instrução CVM nº 598, de 3 de maio de 2018, suscitando a possibilidade de se configurar “em tese crime contra o mercado de capitais, nos termos do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976”.

Existe tendência de expansão da interferência Estatal sobre atos comunicativos³ referentes a valores mobiliários e companhias abertas, além de defesa doutrinária desse tipo de

¹ O art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 possui a seguinte redação, na redação atual, dada pela Lei nº 13.506/2017: Art. 27-C. 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: Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Ofício-Circular nº 13/2020/CVM/SIN, de 11 de novembro de 2020**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-1320.html>. Acesso em: 14 nov. 2020.

³ Para o conceito de atos comunicativos, v. item 2.1 abaixo.

intervenção⁴. Recentemente a tendência foi reforçada por “alerta” da Comissão de Valores Mobiliários sobre a “possível atuação irregular de pessoas em mídias sociais, com vistas a influenciar o comportamento de investidores”⁵.

A importância do tema decorre do direito fundamental que entra em jogo diante desse tendência regulatória. Há inegável preocupação do Ordenamento Jurídico Brasileiro em tutelar a Liberdade de Expressão. Ora, reconhecida a Liberdade de Expressão como direito fundamental, a importância do seu estudo científico se renova em todos as épocas em que surge a tendência de ampliar a interferência Estatal, oferecendo não necessariamente o contraponto, pois não deve ser essa a meta da pesquisa, mas subsídios para compreender técnica e racionalmente a nova realidade que se apresenta, tanto em sua dimensão ontológica como em sua dimensão axiológica, nos moldes próprios do Direito⁶.

Assim, quando se discute a ampliação da responsabilidade por atos comunicativos, seja aplicando as leis existentes ou editando novas, é natural que surja a controvérsia a respeito da possível violação desse direito fundamental.

Já a novidade do trabalho decorre da inexistência de bibliografia nacional partindo da dúvida quanto à viabilidade da criminalização da manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações, diante da tutela constitucional da Liberdade de Expressão. A doutrina não ignora o problema, mas, unanimemente, aceita a persecução penal mediante aplicação do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976⁷.

⁴ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. et al. **A proteção do investidor em tempos de influenciadores digitais**. Jota, 1 out. 2020. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/disclosure/protecao-investidor-influenciadores-digitais-01102020>. Acesso em: 10 out. 2020.

⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **CVM alerta: possível atuação irregular de pessoas em mídias sociais, com vistas a influenciar o comportamento de investidores**. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-alerta-possivel-atuacao-irregular-de-pessoas-em-midias-sociais-com-vistas-a-influenciar-o-comportamento-de-investidores>. Acesso em: 6 fev. 2021.

⁶ REALE, Miguel. **Teoria tridimensional do Direito**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 1994

⁷ Aceitando a repressão da manipulação baseada em informações: CAVALI, Marcelo Costenaro. **Fundamentos 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 (Doutorado em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017. Disponível em:

https://www.anbima.com.br/pt_br/educar/educacao-do-investidor/premio-anbima.htm. Acesso em: 22. set. 2020.

BREDA, Juliano. **Crimes contra o Mercado de Capitais**. In: BITENCOURT, Cezar Roberto; BREDA, Juliano. Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e contra o Mercado de Capitais. 3.ed. São Paulo: Saraiva, 2014. MIKALOVSKI, Algacir. **Crimes contra o Mercado de Capitais: bem jurídico, tipos e investigação**. Curitiba: Juruá, 2014. Com olhar crítico: MORELLI, Denis. **A manipulação no Mercado de Capitais por administradores e acionistas controladores**. Tese (Doutorado em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

Trata-se de examinar a extensão da incidência desse tipo penal, quando a conduta consiste em disseminação de informações, segundo o âmbito de proteção daquele direito fundamental.

Toda investigação parte de alguma concepção precária do seu objeto, ou melhor, do trajeto a ser percorrido. Quando se medita sobre essa visão inicial, essa síntese confusa de percepções armazenadas na memória, pode-se recuperar a origem do interesse pelo problema.

Caminhando pelo tema da Liberdade de Expressão, é inescapável reconhecer a dimensão desse direito fundamental como veículo para a realização da autonomia individual e como instrumento para a busca da verdade, além de seu caráter essencial ao regime democrático. Esses fundamentos da Liberdade de Expressão, por sua natureza principiológica, fornecem critérios para solucionar casos em que esse direito fundamental conflita com outros interesses, ajudando a identificar a extensão da proteção Constitucional e inclusive permitem extrair, de seu exame conjunto, como patamar mínimo de proteção, a vedação do controle do conteúdo da expressão. Porém, não decorre do reconhecimento desses valores propriamente uma Teoria Geral da Liberdade de Expressão. De fato, o problema persistente, nas discussões sobre Liberdade de Expressão, é a definição de conjunto definido de critérios objetivos que permitam definir a extensão da proteção constitucional. À mingua disso, a solução predominante é a ponderação *ad hoc* e *a posteriori*.

Utilizando especificamente o tipo penal do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 como ponto de referência, a pesquisa explora a possibilidade de abordagem não dependente de ponderação *ad hoc* e *a posteriori* – portanto, não (tão) dependente de arbítrio judicial. Mas, mais do que isso, a pesquisa também explora a possibilidade de novo prisma de análise do Direito Penal Econômico, não exclusivamente subordinado às metas (socialmente desejáveis) da política econômica, pois aberto à compreensão sistêmica dos vetores axiológicos estabelecidos na CRFB/88. Enriquece-se, assim, os esforços doutrinários de contenção da expansão do *ius puniendi* Estatal nessa seara. Nesse sentido, aliou-se o interesse do autor pela Liberdade de Expressão e pelo Direito Penal Econômico.

Contextualizada a atualidade, importância e novidade do tema, bem como o interesse do autor, cabe dizer que o objetivo geral da pesquisa, portanto, é verificar a necessidade de recorte material da incidência típica, desde visão da Liberdade de Expressão que integre os seus fundamentos jurídico-políticos e a visão econômico-jurídica da Liberdade de Expressão às premissas da regulação do Mercado de Capitais, harmonizando esse feixe de vetores axiológicos-constitucionais.

Os objetivos específicos são compreender as premissas da regulação do Mercado de Capitais, as diretrizes gerais, seu histórico, os principais atores envolvidos e o papel da tutela penal; explorar a tensão entre os interesses envolvidos na proteção do Mercado de Capitais brasileiro e a garantia constitucional da Liberdade de Expressão; e, finalmente, examinar o tipo penal do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, analisando-o tipologicamente e dogmaticamente, para responder sobre a viabilidade da subsunção da manipulação baseada em informações ao dispositivo e, nesse caso, sobre a necessidade de restrição da tipicidade material.

Assim, no Primeiro Capítulo, serão apresentadas as premissas da regulação do Mercado de Capitais, conforme estabelecido pela CRFB/88, pela legislação e pela doutrina: a distribuição justa do risco dos investimentos, mediante acesso adequado à informação; o desenvolvimento econômico, através do estabelecimento de confiança pelos investidores; e, a redução dos custos de transação. Também será descrita a convergência dessas premissas na tutela da informação, que recebe o reforço da tutela penal, através dos tipos dos arts. 27-C, 27-D e 27-E da Lei nº 6.385/1976.

Já no Segundo Capítulo, de modo a explorar a tensão entre os interesses envolvidos na proteção do Mercado de Capitais brasileiro e a garantia constitucional da Liberdade de Expressão, será investigado esse direito fundamental, explorando-se o âmbito de proteção da Norma Constitucional, desde o sentido literal do texto até a sua teleologia, sintetizada na formulação do Princípio da Neutralidade Constitucional, e os meios de aproximação entre a Liberdade de Expressão e o Mercado de Capitais, através da concepção do Livre Mercado de Ideias e a Análise Econômico-jurídica da Liberdade de Expressão.

Por fim, no Terceiro Capítulo, será enfrentado o problema da tensão entre a criminalização da manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações e a regra constitucional da Liberdade de Expressão, apresentando-se as principais modalidades de manipulação do Mercado de Capitais, inclusive com descrição de casos de *market abuse* ocorridos no Brasil, explorando-se dogmaticamente o tipo penal do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 e, então, respondendo-se ao problema da pesquisa, com a conjunção das premissas e conclusões parciais estabelecidas ao longo da dissertação.

O método de procedimento é o monográfico, pois se faz recorte do problema, a partir do estudo da norma do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, desde o âmbito da Cláusula Constitucional Brasileira da Liberdade de Expressão – ainda que enriquecida pela visão doutrinária estrangeira, especialmente, norte-americana.

Quanto aos fins, a pesquisa é qualitativa exploratória, porque busca verificar a hipótese levantada, a partir do estudo da norma à luz das teorias de base selecionadas, aprofundando a compreensão do tema.

O método de abordagem será o dedutivo, pois, a partir de premissas fixadas com o estudo da doutrina, serão deduzidas conclusões a respeito da questão jurídica relativa à necessidade de restrição da tipicidade material do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 em razão do âmbito de proteção constitucional da Liberdade de Expressão. Os marcos teóricos, quanto à variável dependente de restrição da tipicidade material do tipo do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, é a obra de Cavali, que define o bem jurídico do tipo penal em questão como a capacidade funcional alocativa do mercado⁸. Quanto à variável independente, adota-se a obra de Posner, que, a partir da Análise Econômico-jurídica da Liberdade de Expressão restringe sua proteção em casos de discurso comercial, ao mesmo tempo em que rejeita a ampla interferência Estatal⁹.

Quanto à técnica de pesquisa, é indireta, com destaque para a pesquisa bibliográfica ao se visar o estudo sistematizado das questões jurídicas do caso afetas à regulação do Mercado de Capitais, à Liberdade de Expressão, inclusive desde a perspectiva da Análise Econômica do Direito, e à manipulação baseada em informações, tendo por referência o art. 27-C da Lei nº 6.385/1976.

⁸ CAVALI, Marcelo Costenaro. **Fundamentos 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 (Doutorado em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/educar/educacao-do-investidor/premio-anbima.htm. Acesso em: 22. set. 2020. p. 319.

⁹ POSNER, Richard. **Free speech in an economic perspective**. Suffolk University Law Review, v. 1, 1986. Disponível em: https://chicagounbound.uchicago.edu/journal_articles/1898/. Acesso em: 2 jun. 2020.

1. TUTELA PENAL DO DIREITO À INFORMAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS

Neste Primeiro Capítulo, será apresentada como a tutela penal do Mercado de Capitais consiste, efetivamente, em reforço da proteção do direito dos investidores à informação. No item 1.1 serão apresentadas as premissas da regulação do Mercado de Capitais, conforme estabelecido pela Constituição Federal, pela legislação e pela doutrina. Então, no item 1.2 será demonstrado como essas premissas convergem na tutela da informação, que recebe o reforço da tutela penal, através dos tipos dos arts. 27-C, 27-D e 27-E da Lei nº 6.385/1976. Já no item 1.3, encerrando o Primeiro Capítulo, serão introduzidos aspectos da tutela penal do Mercado de Capitais, com considerações a respeito dos tipos penais referidos, introduzidos pela Lei nº 10.303/2001 e com redação alterada pela Lei nº 13.506/2017, apresentando-se o problema de pesquisa.

1.1 AS PREMISSAS DA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

O Mercado de Capitais é o segmento do Sistema Financeiro Nacional (SFN) em que ocorre a atividade regular de emissão, compra e venda de valores mobiliários¹⁰.

O SFN, de importância reconhecida pela CRFB/88, em seu art. 192¹¹, é o “conjunto de instituições e instrumentos que viabilizam o fluxo financeiro entre os poupadores e os tomadores de recursos na economia”¹². A mais popular forma de intermediação se dá através de contratos de depósito e mútuo bancários, em que a instituição financeira, de um lado, recebe recursos em depósito de poupadores e, de outro, empresta-os para tomadores de recursos. A diferença entre os juros pagos aos poupadores e aqueles cobrados dos tomadores, o *spread* bancário, remunera o intermediário, que assume o risco da inadimplência.

¹⁰ Introdução dos diversos aspectos do Mercado de Capitais Brasileiro e dos conceitos apresentados a seguir são encontrados nas seguintes publicações da Comissão de Valores Mobiliários: BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 4.ed. Rio de Janeiro: CVM, 2019. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html#TOP>. Acesso em: 18 set. 2020. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: CVM, 2017. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html#TOP>. Acesso em: 18 set. 2020.

¹¹ O dispositivo sofreu alteração de redação pela Emenda Constitucional nº 13, de 1996, e também pela Emenda Constitucional nº 40, de 2003, sendo esta a redação atual: “O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que dispõem, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram”.

¹² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Op.cit.** 2019. p. 29.

Entretanto, existem outras formas de intermediação, como a que ocorre no Mercado de Capitais. Nesse segmento do SFN, as instituições financeiras são somente prestadoras de serviços, pois o poupador e o tomador dos recursos estabelecem relação jurídica direta pela negociação dos valores mobiliários. Assim, não existe contrato de depósito e contrato de mútuo. Por exemplo, a ação emitida por companhia aberta (tomadora de recursos) e adquirida pelo investidor (poupador) estabelece relação direta entre ambos. O risco de fracasso da empresa, nesse caso, é compartilhado entre a companhia aberta e o investidor. Especificamente no caso do acionista, ele detém parcela do negócio.

O Mercado de Capitais possui características econômicas próprias e merece tutela jurídica especial, cabendo compreensão inicial das premissas da regulação, de modo a estabelecer vetores axiológicos para guiar a investigação.

1.1.1 Investimento, risco e informação: o justo no Mercado de Capitais

Em seus diversos segmentos, o SFN coordena poupadores e tomadores.

A pessoa natural do poupador ou do tomador de recursos, o indivíduo, possui acesso a número restrito de agentes com os quais poderia estabelecer relações financeiras. O SFN permite que tanto o poupador como o tomador de recursos acessem diversas instituições, que disponibilizam variados instrumentos para atender as necessidades dos clientes, ampliando as possibilidades negociais.

As necessidades individuais desses agentes econômicos para poupar ou tomar recursos são inumeráveis. Entretanto, existem características econômicas comuns, que definem esses papéis¹³. Os tomadores sabem que, ao se capitalizar com recursos de terceiros, precisam realizar determinadas expectativas dos poupadores. Já os poupadores esperam a valorização ou incremento de sua propriedade, expectativa alinhada com os fins lucrativos dos tomadores.

¹³ Para apresentação, ainda introdutória, desses aspectos econômicos: MANKIW, N. Gregory. **Introdução à Economia**. Tradução da 2.ed. de Maria José Cyhlar Monteiro. Rio de Janeiro: Campus, 2001. p. 555-579. Panorama conceitual é encontrado em: SILVA, Plínio Marcos de Sousa. **Mercado de capitais: sistema protetivo dos interesses coletivos dos investidores e consumidores**. Dissertação (Mestrado em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade de Ribeirão Preto, UNAERP, Ribeirão Preto, 2008. Disponível em: <http://tede.unaerp.br/handle/tede/26>. Para detalhamento dos aspectos técnicos: POSNER, Richard. **Economic Analysis of Law**. 3.ed. 1986. p. 405-428.

No caso de mútuos bancários, a contrapartida paga pelos tomadores é o pagamento de juros e constitui-se como obrigação jurídica no contrato. Entretanto, no Mercado de Capitais, há distribuição de diversos tipos de valores mobiliários, listados no art. 2º da Lei nº 6.385/1976¹⁴. Cada título estabelece vínculos obrigacionais distintos, conforme suas particularidades. Contudo, a motivação econômica do poupador de buscar a valorização ou incremento de sua propriedade é permanente, razão pela qual ele é, com maior frequência, chamado investidor.

O investidor é a pessoa física ou jurídica que negocia valores mobiliários, colocando em risco sua poupança, ou seja, a parcela não consumida da sua renda, com expectativa de retorno.

O valor mobiliário por excelência são as ações de sociedades anônimas. Trata-se de título emitido pelas companhias para captação de recursos que concede ao titular parcela do capital social e, assim, direitos e deveres de sócio. A oferta pública de ações é mecanismo da capitalização que não gera dívida para a empresa. Para o investidor, a expectativa é o sucesso da atividade empresária, manifestado pela distribuição de dividendos ou valorização das ações.

Quando as ações – e demais valores mobiliários – são negociadas no Mercado de Valores Mobiliários, a companhia é aberta, como prevê o art. 4º da Lei nº 6.404/1976: “para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários”.

A grande vantagem competitiva da abertura do capital é a liquidez dos títulos, pela possibilidade de negociação pública entre investidores (mercado secundário), isto é, pelo acesso à rede de coordenação do SFN. Nas companhias fechadas, o investidor que adquire títulos na oferta inicial de valores mobiliários (mercado primário), pode não ter condições de vender, posteriormente, os valores mobiliários e alocar com maior eficiência seus recursos em outros investimentos, por não encontrar interessados na aquisição (risco de liquidez).

¹⁴ Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Para captação de recursos, as companhias também podem emitir outros valores mobiliários como debêntures, que consistem em título representativo de direito de crédito, conforme as condições estabelecidas na emissão¹⁵. Desse modo, o titular de debêntures tem, *prima facie*, expectativa semelhante à instituição financeira que celebra contrato de mútuo. Entretanto, o risco assumido pelo investidor no Mercado de Capitais está, também nesse caso, intimamente atrelado ao sucesso da companhia que emitiu os valores mobiliários – e o risco é inerente à atividade empresária¹⁶.

Não há no Mercado de Capitais, como no Mercado de Crédito, a concentração de risco pelas instituições financeiras. Independentemente de se tratar de investidores profissionais (art. 9º-A, Instrução CVM nº 539/2013), qualificados (art. 9º-B)¹⁷ ou de investidor comum, permanece como caractere distintivo no Mercado de Capitais a assunção notória de riscos pelos compradores de valores mobiliários. Como sintetiza Graham, é inseparável da oportunidade de lucro com a negociação desses títulos o risco de perda, porque “o futuro dos preços de valores mobiliários nunca é previsível”¹⁸.

Esse componente de risco no investimento no Mercado de Capitais é premissa fundamental da sua regulação. A constatação do risco, como realidade irrefragável das operações com valores mobiliários, permite atribuir, juridicamente, conjunto especial de direitos e, também, de responsabilidades ao investidor¹⁹.

Para justificar a regra de responsabilidade intransferível pela decisão de investimento, o Ordenamento Jurídico exige a disponibilização, por diversos operadores do Mercado de Capitais, de conjunto adequado de informações, que permitam aos investidores avaliar tanto o risco negativo (possibilidade de perda) como o positivo (expectativa de lucro), permitindo a tomada de decisão esclarecida.

¹⁵ Art. 52. A companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado.

¹⁶ PAULA, Luiz Gonzaga Modesto de. **O princípio da inerência do risco na atividade empresarial**. Tese (Doutorado em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2019. Disponível em: <https://tede2.pucsp.br/handle/handle/22941>. Acesso em: 18 set. 2020.

¹⁷ Para exposição desses conceitos, v. item 3.3.2.4 abaixo.

¹⁸ GRAHAM, Benjamin. **O investidor inteligente**. Tradução de Lourdes Sette. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2007. p. 43.

¹⁹ Em linguagem popular, diz-se nos Estados Unidos da América que o investidor possui o “direito inalienável de se fazer passar por palhaço”, v. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Securities and Exchange Commission. **Speech by SEC Staff: The Advantages of a Dual System: Parallel Streams of Civil and Criminal Enforcement of the U.S. Securities Laws**. 1998. Disponível em:

<https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch222.htm>. Acesso em: 6 mar. 2021.

Os marcos normativos possuem como eixo principal assegurar ao investidor, como explica Dubeux, que “o retorno dos investimentos no mercado de capitais está relacionado apenas ao risco que ele livremente escolher correr”²⁰. Assim, assegurada que a decisão de investimento foi esclarecida, com disponibilização de informações adequadas ao investidor, e existindo condições normais e regulares de operação do mercado e de administração da companhia, ninguém deve ser responsabilizado pelo insucesso do investimento, senão o próprio investidor. O risco de perda se torna consequência econômica e juridicamente esperada da decisão de investimento, como na atividade empresarial em geral.

Caso a caso, cada investidor buscará informações distintas e aplicará metodologias diversas para análise dos dados obtidos²¹. Na chamada análise técnica, a principal informação é a variação, ao longo do tempo, do preço do valor mobiliário e do volume de negociações. A análise fundamentalista, por sua vez, preocupa-se em identificar o valor “justo” ou “real” do valor mobiliário, considerando aspectos macroeconômicos e, principalmente, dados financeiros da empresa, mas também informações de ordem qualitativa, como as estratégias do negócio e condições de governança. Também existem operações especulativas, quando, segundo Graham, não há segurança de preservação do valor investido ou de retorno adequado²².

Essas peculiaridades das técnicas de análise de investimentos, contudo, não interessam tanto ao Direito quanto assegurar a justiça da regra de responsabilidade intransferível pela decisão de investimento²³, ou, fazendo paralelo com o termo empregado por Paula²⁴, do princípio da inerência do risco nas operações de investimento. Em outras palavras, não é imprescindível que o investidor seja qualificado, mas sua decisão deve ser esclarecida.

Inclusive, de modo a democratizar o acesso ao Mercado de Capitais, a ausência de qualificação não impede o acesso do poupador a esse segmento do SFN, mas é suprida pela

²⁰ DUBEUX, Julio Ramalho. **A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro**. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 2006. p. 33.

²¹ Visão geral da análise de investimentos pode ser encontrada em: ASSOCIAÇÃO DE ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTOS NO MERCADO DE CAPITAIS – APIMEC. **Análise de investimentos**: histórico, principais ferramentas e mudanças conceituais para o futuro. Rio de Janeiro: CVM, 2017. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html#TOP>. Acesso em: 18 set. 2020.

²² GRAHAM. **Op.cit.** p. 37.

²³ Há precedentes afastando a responsabilidade da instituição financeira intermediária pelas perdas do consumidor-investidor. Destacando a assunção de risco pelo investidor: BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial nº 1.003.893**. Órgão julgador: Terceira Turma. Relator: Min. Massami Uyeda. Data do julgamento: 10 ago. 2010. Ressaltando a inexistência de responsabilidade da instituição financeira intermediária como regra: BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial nº 799.241**. Órgão julgador: Quarta Turma. Relator: Min. Raul Araújo. Data do julgamento: 14 ago. 2012. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/SCON/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

²⁴ PAULA. **Op.cit.** 2019.

interposição de instituições e profissionais, responsáveis por identificar a compatibilidade das operações ao perfil do consumidor-investidor, como regulado pela Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013, que exige verificação da adequação do negócio aos objetivos do cliente, à sua situação financeira e, inclusive, se ele possui o conhecimento necessário para compreender os riscos relacionados (art. 2º), sob pena de responsabilização (art. 12).

A disponibilização de informação adequada, nessa perspectiva, visa a assegurar, concretamente, “oportunidades iguais de negociação”²⁵. Por isso, as informações sobre atos ou fatos relevantes não apenas precisam ser disponibilizadas, mas isso deve ocorrer imediata e simultaneamente ao público, tal como regulado pela Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002.

Note-se como não se trata, de forma alguma, de evitar a consumação de risco negativo ou, em outras palavras, de garantir resultado positivo ao investidor, porque as perdas são dados da realidade econômica do Mercado de Capitais. O titular de valor mobiliário, diante de informação que avalie como negativa, terá a opção de permanecer com o ativo ou negociá-lo. Apresentada ordem de venda, a liquidação do ativo somente ocorrerá caso alguém aceite o preço proposto e adquira o título para si, portanto, assumindo os riscos positivos e negativos de permanecer com o valor mobiliário em sua carteira. A negociação somente se consuma porque existem opiniões divergentes sobre o título, favorável à venda ou à compra, diante do mesmo conjunto de informações, de acesso igualitário a todo o mercado.

O Mercado de Capitais não funciona como via de “mão única”, sempre ascendente (*Bull Market*). Há possibilidade de perda do investimento tanto por insucesso da companhia aberta (risco de crédito) como pela volatilidade das cotações do valor mobiliário (risco de mercado) ou pela impossibilidade de liquidação dos ativos (risco de liquidez).

Inclusive, existe possibilidade de lucrar com o mercado descendente (*Bear Market*), como na estratégia de *long put options*, em que o investidor adquire a opção de venda de ações por determinado valor, com a expectativa de baixa da cotação. Caso o preço do título tenha baixado antes do vencimento da opção, ele poderá exercê-la pelo preço estipulado no contrato (preço de exercício), forçando a aquisição do valor mobiliário, pelo vendedor da opção, por valor superior ao da cotação vigente. Para visualizar de forma clara o lucro, o comprador da opção de venda, após exercê-la, poderá buscar readquirir as mesmas ações, concluindo a

²⁵ ALVARENGA, Helga Araruna Ferraz de. **Princípios do Direito Societário**. Tese (Doutorado em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2016. Disponível em: <https://tede2.pucsp.br/handle/handle/7089>. Acesso em: 18 set. 2020. p. 127.

estratégia com maior número de ações do que detinha inicialmente. Não se olvide, porém, que o vendedor da opção sairá perdendo.

Portanto, na perspectiva de custos de oportunidade, sempre há ganhadores e perdedores no Mercado de Capitais. À vista disso, o justo, nesse segmento do SFN, não decorre do sucesso dos investimentos, mas, da preservação de regras do jogo, notadamente, através da disponibilização igualitária, ou seja, imediata e simultânea, de informações que possam “influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia”, como prevê o § 4º do art. 157 da Lei nº 6.404/1973²⁶.

As perdas são justas, desde que decorram de decisão esclarecida quanto ao investimento, portanto, da divergência de opiniões dos operadores do mercado a respeito do conjunto de informações adequadas disponibilizadas ao público. Atendidas essas condições, a decisão de investimento é livre e, portanto, o investidor é pessoalmente responsável por ela, não podendo transferir essa responsabilidade a terceiros.

Esse ambiente jurídico de liberdade com responsabilidade individual é a base para a construção da confiança no Mercado de Capitais, elemento imprescindível para viabilizar os objetivos macroeconômicos de capitalização das empresas e, conseqüentemente, de promoção do desenvolvimento equilibrado do País em prol dos interesses da coletividade (art. 192, CRFB/88).

O Mercado de Capitais deve ser confiável para que os poupadores estejam dispostos a colocar em risco sua propriedade, apostando nos tomadores de recursos.

²⁶ Art. 157. § 4º. Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

1.1.2 O objetivo de desenvolvimento econômico e a confiança no Mercado de Capitais Brasileiro

A regulação do mercado de valores mobiliários no Brasil não ocorreu tanto em resposta a problemas identificados na práxis econômica, mas, principalmente, como exposto na exposição de motivos da Lei nº 6.404/1976, visando a “criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País”²⁷. Atentou-se, então, para a necessidade de estabelecer marcos normativos capazes de atrair o capital e estimular seu investimento diretamente nas companhias. À vista disso, paralelamente ao dever de informar constitui-se também um dever de lealdade.

A história das bolsas de valores no Brasil remontam ao Século XIX²⁸, quando se constituiu, em 1848, no Rio de Janeiro, a Junta dos Corretores de Fundos Públicos da Corte, e, em São Paulo, a Bolsa Livre aberta em 1890 e fechada no ano seguinte. Poucos anos depois, em 1895, seria criada a Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo, que seria rebatizada como Bolsa Oficial de Valores de São Paulo, nos anos 30 do Século XX, para se tornar a BOVESPA.

Durante o Estado Novo, as bolsas de valores passaram a ficar sob controle dos Estados federativos e, em 1946, o Decreto-Lei nº 9.873/1946 obrigaria o registro na bolsa local de todas as sociedades anônimas. Junto com outras imposições legislativas, na década de 1950 todos os Estados federativos possuíam bolsas de valores, sendo o mercado bastante descentralizado²⁹.

²⁷ BRASIL. Ministério da Fazenda. **Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976**. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acao_informacao/institucional/sobre/anexos/EM196-Lei6404.pdf. Acesso em: 20 set. 2020.

²⁸ Para síntese histórica: NABARRO, Wagner Wendt. **Bolsas de valores e urbanização**: notas sobre a evolução do mercado de capitais brasileiro. Anais do VII Congresso Brasileiro de Geógrafos, 2014. Disponível em: http://www.cbg2014.agb.org.br/resources/anais/1/1404697572_ARQUIVO_CBG_finalv3.pdf. Acesso em; 20 set. 2020. Para apresentação detalhada: ARRUDA, José. **A florescência tardia**: Bolsa de Valores de São Paulo e mercado global de capitais. Tese (Doutorado em História Econômica) – Programa de Pós-Graduação em História da Universidade de São Paulo, 2008. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/8/8137/tde-27112009-110719/pt-br.php>. Acesso em: 20 set. 2020. p. 150-276. Também: LEITE, Marcelo Pires. **A BM&F Bovespa**: a construção de um mercado nacional de bolsa de valores, mercadorias e de futuros no Brasil. Dissertação (Mestrado em Política Públicas, Estratégias e Desenvolvimento) – Programa de Pós-Graduação do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2011. Disponível em: <https://www.ie.ufrj.br/pos-graduacao-j/pos-graduacao-em-politicas-publicas/dissertacoes-e-teses.html>. Acesso em: 20 set. 2020. p. 19-56.

²⁹ NABARRO, Wagner Wendt. **O mercado de capitais no território brasileiro**: ascensão da BM&F BOVESPA e centralidade financeira de São Paulo (SP). Dissertação (Mestrado em Geografia Humana) – Programa de Pós-Graduação em Geografia da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/8/8136/tde-28112016-111632/pt-br.php>. Acesso em: 20 set. 2020. p. 92-101.

A estrutura jurídica moderna do mercado de capitais brasileiro, no entanto, começou a ser construída na década de 1960, com a reforma do SFN. A Lei nº 4.595/1964 criou o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central do Brasil (BCB), substituindo a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC). No ano seguinte, a Lei nº 4.728/1965 disciplinaria a competência regulatória do CMN e fiscalizatória do BCB em relação ao mercado de capitais. Com a edição da Resolução CMN nº 39, de 20 de outubro de 1966, as bolsas de valores foram classificadas como entidades privadas. Além disso, o Decreto-Lei nº 157/67 estimularia o ingresso no mercado, com incentivos fiscais.

Nos anos setenta, novo impulso regulatório foi dado, com a edição da Lei nº 6.385/1976, que criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e disciplinou de maneira ampla o Mercado de Capitais, e a Lei das S.A., Lei nº 6.404/1976, enquanto, paralelamente, a BOVESPA modernizava seus sistemas operacionais. Contudo, apesar de na década de 1980 ter sido criada a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), as sucessivas crises econômicas e o descontrole do *déficit* público retraíram o mercado de capitais, com os poupadores buscando liquidez imediata e o capital estrangeiro retirando-se do País, diante do risco elevado das operações financeiras. Como pontua Arruda, no final dos anos 1980, “o afastamento dos investidores e a desvalorização dos preços das ações abalaram a credibilidade da Bolsa, definhando a liquidez dos negócios”³⁰.

À época, operação comum realizada pelos operadores no mercado de capitais era a rápida aquisição em uma bolsa de valores e alienações em outra, aproveitando-se da variação nas cotações em cada mercado (chamada arbitragem). Entretanto, evento de destaque, nesse período, foi o processo de manipulação do mercado de capitais que culminou no esvaziamento do caixa da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BOVERJ)³¹.

Segundo relata Arruda, um grupo de investidores manipulava o mercado através de vendas fictícias (*wash sales*)³². Com recursos obtidos por mútuos com instituições financeiras, eram adquiridas opções de compra dos valores mobiliários alvo e, então, realizadas múltiplas operações circulares (*circular trading*) para aumentar as cotações dos ativos, exercendo-se as opções de compra e liquidando-se as posições antes do vencimento dos empréstimos ou prorrogando-se os prazos de pagamento, com oferecimento de garantias.

³⁰ ARRUDA. *Op.cit.* 2008. p. 165.

³¹ NABARRO. *Op.cit.* 2016. p. 114.

³² ARRUDA. *Op.cit.* 2008. p. 170-185.

Essa estrutura era operada sem que os investidores detivessem os títulos para eventual liquidação (“a descoberto”), realizando-se as operações mediante empréstimos ou garantias parciais (“alavancagem”). Os investidores, além disso, entregavam os contratos, adquiridos sem recursos próprios, em garantia de novos empréstimos, para deflagração de novos processos de manipulação. Isso criou uma bolha, valorizando as ações da Petrobrás de janeiro a junho de 1989 em 381% e da Vale do Rio Doce em 112%, quando as instituições financeiras pararam de emprestar recursos ao grupo responsável pela manipulação do mercado e as operações contratadas não puderam ser liquidadas. Por isso, a BOVERJ, responsável por garantir a liquidação das operações, ficou sem recursos para tanto.

Essa estratégia de manipulação do Mercado de Capitais foi viabilizada pelo pequeno volume de transações na década de 1980. Senão em resposta direta a este evento, mas o levando em consideração, o movimento de aprimoramento regulatório do Mercado de Valores Mobiliários prosseguiu nos anos noventa. Realmente, buscava-se enfrentar a condição determinante que permitiu o surgimento da bolha que culminou no fechamento da BOVERJ: o tamanho diminuto do Mercado de Capitais nacional.

Os impulsos regulatórios ao longo dos anos noventa e 2000, destacando-se a Lei 10.303/2001, chamada Nova Lei das S.A.³³, objetivaram inserir o Mercado de Valores Mobiliários brasileiro no circuito do capital estrangeiro, com a prevalência dos investidores institucionais, em detrimento dos especuladores que dominavam a cena entre os anos de 1970 e 1980³⁴. No período, houve a extinção completa das bolsas de valores regionais, concluindo-se longo processo de concentração das atividades do Mercado de Capitais na cidade de São Paulo e de formação do “monopólio bursátil brasileiro”³⁵, da chamada “Bolsa Brasil”³⁶.

Contudo, como demonstra Buscarini, pela alta suscetibilidade da economia nacional a crises externas, apesar dos esforços regulatórios, o modelo de financiamento do desenvolvimento através do Mercado de Capitais (*market based*) continuou sendo superado pelo modelo baseado no Mercado de Crédito (*credit based*), notadamente, bancos públicos, como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)³⁷.

³³ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002.

³⁴ ARRUDA. **Op.cit.** 2008. p. 212-232.

³⁵ NABARRO. **Op.cit.** 2016. p. 102-130 e p. 168-175. Também: NABARRO. **Op.cit.** 2014.

³⁶ ARRUDA. **Op.cit.** 2008. p. 248-276.

³⁷ BUSCARINI, Rodolfo José Galvão. **Financiamento de longo prazo no Brasil**. Monografia (Graduação em Economia) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2012. Disponível em: <http://www.bibliotecadigital.unicamp.br/document/?code=000904354&opt=1>. Acesso em: 20 set. 2020.

À vista disso, a regulação do Mercado de Capitais continua tendo como referência a meta de promover o desenvolvimento desse segmento do SFN, como instituição reconhecidamente imprescindível ao desenvolvimento do País, nos termos do art. 192 da CRFB/88.

E não somente os Reguladores ficam vinculados por essa meta. O art. 117, § 1º, “a”, da Lei nº 6.404/1976, dispõe que é modalidade de abuso do poder de controle orientar a empresa para fins lesivos ao interesse nacional e ou levá-la a favorecer outra companhia em prejuízo da economia nacional. “Interesse nacional” e “economia nacional” são expressões de interesse público (ou “interesse da coletividade”, na terminologia do art. 192). Trata-se de conceitos jurídicos indeterminados cujo preenchimento deve ocorrer desde a perspectiva do Texto Constitucional, pois, “as normas constitucionais prevêm programas de atuação e dão conteúdo à legislação societária e às normas de direito privado em si”³⁸.

Elemento essencial para o desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários, na perspectiva de atração de capital e ampliação do uso desse modelo de financiamento, é a confiança dos investidores. Como apresenta Rego, a confiança viabiliza a criação da integração social necessária à promoção do desenvolvimento, pois atua como fator de agregação³⁹.

A ideia de confiança é indissociável do elemento de risco e incerteza, ou, de imprevisibilidade. Fala-se em confiança entre pessoas ou instituições porque existe risco de quebra – voluntária ou não – de expectativas e porque há sempre elemento de incerteza nas relações sociais concretas, ou seja, de insegurança quanto às consequências. A confiança, assim, estabelece-se quando esse risco e essa incerteza são relevados como fatores impeditivos à agregação social, que se consuma apesar deles. Nessas situações, preponderam na valoração pelos atores envolvidos as expectativas positivas e os elementos previsíveis.

Em matéria de investimento, a ideia de confiança, também expressa como previsibilidade, estabilidade, higidez e outros vocábulos (mas sem exclusão do elemento de risco e incerteza inerente à própria atividade), possui dimensão econômica e jurídica⁴⁰.

³⁸ PARENTE, Norma Jonssen. **A Lei das Sociedades Anônimas sob a ótica dos princípios constitucionais.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 43, n. 134, p. 72-76, abr./jun. 2004. p. 73.

³⁹ REGO, Anna Lygia Costa. **Aspectos jurídicos da confiança do investidor estrangeiro no Brasil.** Tese (Doutorado em Direito) – Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2133/tde-20122010-142820/pt-br.php>. Acesso em: 20 set. 2020. p. 136-148.

⁴⁰ REGO. **Op.cit.** *passim*, mas, destacadamente, a tabela da p. 274.

As dimensões econômica e jurídica se implicam mutuamente. Criando-se ambiente de maior segurança jurídica, para conquistar a confiança dos investidores quanto às regras do jogo, atrai-se mais capital. Com ampliação da base de financiamento, portanto, do universo de poupadores que realiza investimento através do Mercado de Capitais, favorece-se a dimensão econômica. Como visto no caso do “*crash* de 1989” na BOVERJ, o tamanho diminuto do mercado naquele período era fator determinante de desestabilização.

Desse modo, se não forem atendidas as condições de confiança na viabilidade econômica do investimento e na proteção jurídica dele (dentro do limite da regra de responsabilidade intransferível pela decisão de investimento), o investidor não se arriscará. O ponto, porém, exige maior concreção.

Apesar do progressivo fortalecimento da robustez econômica do Mercado de Valores Mobiliários ser elemento imprescindível ao seu desenvolvimento, a tutela jurídica possui alcance limitado (ainda que, dentro desses limites, essencial).

O Direito pode, primeiramente, assegurar regras de propriedade do investimento previsíveis. Esse elemento pode passar despercebido em países com consolidada tradição de proteção da propriedade privada. Porém, o Brasil, no final do Século XX, ainda experimentou “um verdadeiro cataclismo na economia” com o confisco de liquidez de poupanças no Plano Brasil Novo ou Plano Collor⁴¹, implementado pela Medida Provisória nº 168, de 15 de março de 1990. Medida constitucionalmente questionável⁴², essa experiência histórica levaria à inclusão, pela Emenda Constitucional nº 32/2001, do inciso II do § 1º do art. 62 da CRFB/88, proibindo a edição de medidas provisórias que visem “a detenção ou seqüestro de bens, de poupança popular ou qualquer outro ativo financeiro”.

O dispositivo constitucional não pode ser ignorado na regulação do Mercado de Capitais, pois, apesar de em sua dimensão gramatical, afastar a reedição de planos econômicos que utilizem medidas confiscatórias, no plano teleológico o art. 62, § 1º, II, da CRFB/88, como explica Dubeux, soma-se ao art. 192, para deixar clara a função constitucional do SFN de “proteger a poupança popular”⁴³.

⁴¹ FARO, Clovis José Daudt Lyra Darrigue de. **Plano Collor**: os primeiros nove meses. Revista Brasileira de Economia, v. 45, Edição Especial: Plano Collor Avaliações e Perspectivas, 1991, p. 403-411. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/issue/view/45-0>. Acesso em: 20 set. 2020.

⁴² MARTINS, Ives Gandra da Silva. **Aspectos jurídicos do Plano Brasil Novo**. Revista Brasileira de Economia, v. 45, Edição Especial: Plano Collor Avaliações e Perspectivas, 1991, p. 12-26. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/issue/view/45-0>. Acesso em: 20 set. 2020.

⁴³ DUBEUX. **Op.cit.** 2006. p. 28.

Nesse aspecto, soma-se à proteção da propriedade do investimento a prevenção e repressão de práticas comerciais não equitativas, de emissões irregulares, de atos ilegais de administradores, acionistas controladores e administradores de carteira, do uso de informação privilegiada e da manipulação do mercado, bem como o “acesso equitativo de todos os participantes às informações sobre o próprio mercado e sobre os seus produtos”⁴⁴.

Essas finalidades enunciadas no art. 4º da Lei 6.385/1976⁴⁵, porque visam a assegurar o funcionamento justo do mercado e estabelecer vínculo de confiança dos investidores, caminham no sentido da proteção da poupança popular, mas, também, da ampliação do financiamento da atividade empresarial através do Mercado de Capitais. Portanto, elas também cumprem função econômica.

A dimensão de criação de incentivos econômicos à aplicação financeira no Mercado de Capitais, portanto, de desenvolvimento econômico através do Mercado de Capitais, é reforçada pelo disposto no inciso I do art. 4º da Lei 6.385/1976, que prevê o exercício das atribuições do CMN e da CVM para o fim de “estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários”.

A criação desses incentivos à aplicação em valores mobiliários, pelo Direito, ocorre no estabelecimento de confiança. Porém, também é fruto da redução dos custos de transação. Assim, é preciso navegar entre a dimensão econômica e jurídica. No que diz respeito à segurança jurídica, é possível alcançar patamares progressivamente mais sólidos de certeza e previsibilidade, estabelecendo a proteção da propriedade privada e da poupança popular, bem como normas e mecanismos de sancionamento coerentes e efetivos. Entretanto, a expansão regulatória precisa ocorrer de forma racional, preservando a autonomia do mercado para alocação dos recursos e as premissas para seu funcionamento eficiente.

⁴⁴ Ibidem. p. 32.

⁴⁵ Colaciona-se a íntegra do dispositivo, para as referências posteriores: “Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários. c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.”

1.1.3 A finalidade de redução dos custos de transação

Em linguagem econômica, as premissas anteriores da regulação do Mercado de Capitais podem ser sintetizadas na finalidade de reduzir custos de transação, os “custos incorridos pelas partes no processo de efetivação de uma negociação”⁴⁶.

O exemplo mais nítido de custos de transação, no caso da negociação em bolsa ou balcão, são as taxas de corretagem, de custódia e de liquidação, além dos emolumentos e dos tributos⁴⁷. As taxas de corretagem são devidas pelos investidores às corretoras, em cada ordem de compra ou venda. Já as taxas de custódia são devidas pelos intermediários, mas, podem ser repassados aos clientes, incidindo em valor fixo para manutenção de conta e em uma porcentagem sobre o valor da carteira. Quanto às taxas de liquidação e emolumentos, são cobrados pela administradora do ambiente de negociação, sobre o volume das operações.

Esses custos, por si sós, tornam ineficiente a alocação de poupança de pequena monta do mercado. Porém, no Brasil, com os avanços tecnológicos nos sistemas de operação de bolsa e balcão e ampliação da competitividade entre intermediários, esses custos de transação vêm sendo reduzidos, democratizando o acesso ao Mercado de Capitais⁴⁸.

Ocorre que o principal custo de transação envolvido em operações no mercado de capitais são os custos de informação.

Como explicado por Stigler, o agente de mercado que deseje realizar transação com o melhor custo-benefício, deverá procurar o maior número de possíveis contrapartes. Entretanto, como essa procura gera custos, no mínimo pelo dispêndio de tempo, existe “quantidade ótima de procura” (*optimal amount of search*) e instrumentos para reduzir os custos de informação, como a propaganda⁴⁹. Entretanto, Akerlof observa que não basta procurar o maior número de contrapartes, porque existem representações adequadas e inadequadas da qualidade dos produtos⁵⁰. Em situações extremas, a má qualidade das informações, potencializada por atores desonestos, pode aniquilar mercados.

⁴⁶ MANKIW. **Op.cit.** p. 215-217.

⁴⁷ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Op.cit.** 2019. p. 276-277.

⁴⁸ B3. **Uma análise da evolução dos investidores pessoas físicas na B3.** 2020. Disponível em: http://www.bmf.com.br/portal/pages/newsletter/BMFBOVESPA/Downloads/Estudo_PF-final.pdf. Acesso em: 20 set. 2020.

⁴⁹ STIGLER, George J. **The Economics of Information.** Journal of Political Economy, v. 69, n. 3, jun. 1961, p. 213-225. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/1829263>. Acesso em: 20 set. 2020.

⁵⁰ AKERLOF, George A. **The Market for “Lemons”:** Quality Uncertainty and the Market Mechanism. The Quarterly Journal of Economics, v. 84, n. 3, aug. 1970. p. 488-500.

No caso do Mercado de Valores Mobiliários, o problema de procura de contrapartes é solucionado pela centralização do ambiente de negociação, o pregão⁵¹. Antes realizado de forma presencial, no Brasil, é atualmente realizado através de sistemas eletrônicos, com lançamento público das ordens de compra e venda dos valores mobiliários listados. Entretanto, o investidor continua tendo o problema descrito por Akerlof de identificar a qualidade dos investimentos.

Ocorrem assimetrias de informação entre investidores, entre investidores e intermediários e entre todos eles e aqueles com *inside information*, notadamente, os empresários que procuram financiamento. Por isso, segundo Leland e Pyle, adotando as premissas de Akerlof, caso não ocorra transferência de informação para os investidores, o Mercado de Capitais tende a funcionar de modo ineficiente, pois a precificação deverá descontar o risco de erro na avaliação⁵².

Como sintetiza Veiga: “os agentes que se sabem perante um mercado com risco de ser manipulado exigem um prêmio compensador, o que distorce a formação de preços neste mercado, aumenta o *spread*, e influencia negativamente a liquidez do mercado”⁵³.

Assim, as regras de *disclosure* e, também, o credenciamento de intermediários, com qualificação para avaliar determinadas informações, existem para reduzir as assimetrias de informação e, portanto, os custos envolvidos. A consequência da maior divulgação de informações, como se trata de mercado competitivo, tende a ser a redução dos custos de capital, ou seja, o retorno que os investidores esperam ter com a alocação do recurso naquele valor mobiliário⁵⁴. A lógica é de que, como os negócios da companhia são mais transparentes, há maior liquidez aos seus valores mobiliários e isso implica em maior valor de mercado.

⁵¹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Op.cit.** 2019. p. 271.

⁵² LELAND, Hayne E.; PYLE, David H. **Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation**. The Journal of Finance, v. 32, n. 2, may. 1977, p. 371-387. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2326770>. Acesso em: 20 set. 2020.

⁵³ VEIGA, Alexandre Brandão da. **Crime de manipulação, defesa e criação de mercado**. Coimbra: Almedina, 2001. p. 148.

⁵⁴ Para apresentação conceitual: FREIRE, Mac Daves de Moraes; SUZART, Janilson Antônio da Silva; CUNHA, Moisés Ferreira da. **Relação do custo do capital próprio e disclosure nas empresas brasileiras de capital aberto**. Anais do XXXVI Encontro da ANPAD, 2012. Disponível em:

http://www.anpad.org.br/admin/pdf/2012_CON725.pdf. Acesso em: 20 set. 2020. Para um detalhado estudo, com formulação do “índice brasileiro de disclosure” (brazilian disclosure index): LOPES, Alessandro Broedel; ALENCAR, Roberta Carvalho de. **Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: the Brazilian case**. The International Journal of Accounting, v. 45, 2010, p. 443-464. doi: 10.1016/j.intacc.2010.09.003.

Acesso em: 20 set. 2020. Também confirmando a hipótese de que maior *disclosure* resulta em menor custo de capital próprio, a partir do modelo de Lopes e Alencar: GUIA, Leandro Dias. et al. **O impacto de disclosure sobre o desempenho das empresas brasileiras listadas na NYSE**. REUNA, v. 22, n. 3, p. 74-91, jul./set. 2017. doi: <http://dx.doi.org/10.21714/2179-8834/2017v22n3p74-91>. Acesso em: 20 set. 2020.

Essa premissa é compatível com a Hipótese do Mercado Eficiente⁵⁵. Acompanhando Fama, seria eficiente o Mercado de Capitais em que os preços sempre refletissem as informações disponíveis, porque não há custos de transação, todas as informações estão disponíveis gratuitamente para todos os participantes e todos concordam a respeito das implicações da informação para o preço atual e futuro de todos os valores mobiliários.

Ora, apesar da intervenção de intermediários, não são uniformes os modelos de precificação. De fato, os investidores possuem opiniões divergentes a respeito do valor dos títulos admitidos à negociação, interpretando com critérios heterogêneos as informações disponíveis ao público. À vista disso, justifica-se a preponderância na tutela Estatal do objetivo de reduzir os custos de transação e ampliar a disponibilidade de informação.

Parafraseando Veiga, a regulação alcança seu objetivo quando o investidor não fica perguntando-se sobre se as informações que recebeu são verdadeiras, mas confia na qualidade delas⁵⁶. Ou seja, quando ele não realiza dispêndio ineficiente na busca de informações⁵⁷.

Por outro lado, o *full disclosure* aumenta o custo de captação de recursos. Isso pode estimular a procura do Mercado de Crédito pelas empresas e, assim, esvaziar o objetivo do próprio Mercado de Capitais, que é reduzir os custos para obtenção de financiamento. Todavia, pesquisas indicam que os custos de captação de recursos decorrentes da política de *full disclosure* não são proibitivos da obtenção de financiamento de médio e longo prazo⁵⁸.

Nesse cenário, prepondera a dificuldade de atrair os investidores, o “ pilar estruturante ” do mercado⁵⁹, de tal modo que a tutela jurídica deve se voltar à criação de condições mais benéficas a eles.

⁵⁵ FAMA, Eugene F. **Efficient capital markets**: a review of theory and empirical work. The Journal of Finance, v. 25, n. 2, may 1970, p. 383-417. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2325486>. Acesso em: 20 set. 2020. p. 383 e 387.

⁵⁶ VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 148.

⁵⁷ A busca de informação sempre gera custo de oportunidade. Existe uma “desatenção ótima”, v. ABEL, Andrew B.; EBERLY, Janice C.; PANAGEAS, Stavros. **Optimal Inattention to the Stock Market With Information Costs and Transactions Costs**. Econometrica, v. 81, i. 4, jul. 2013. doi: <https://doi.org/10.3982/ECTA7624>. Acesso em: 20 set. 2020.

⁵⁸ Em termos comparativos, o custo de captação de recursos não parece ser fator de desestímulo determinante para acesso ao Mercado de Capitais no Brasil, v. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Utilização do mercado de capitais para o financiamento de pequenas e médias empresas por meio de ações**: diagnóstico do grupo de trabalho experiências internacionais. 2012. Disponível em:

http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/ acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/GT-PMES-Estudo-Experiencias-Internacionais.pdf. Acesso em: 20 set. 2020. Documentando a melhora de desempenho do Mercado de Capitais brasileiro na competição com o Mercado de Crédito: BRASIL. Banco Central do Brasil. **Estudo Especial nº 5/2018**. Relatório de Inflação, v. 20, n. 1, mar. 2018. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/Mercado_capitais_estudos_especiais.pdf. Acesso em: 20 set. 2020.

⁵⁹ VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 170.

A ênfase, desse modo, está no processo de tomada de decisão dos investidores. Sinteticamente, através da redução dos custos de transação *dos investidores*, busca-se criar condições de alocação inicial de poupança no Mercado de Capitais e viabilizar a (re)alocação eficiente dos recursos investidos.

A política de *disclosure*, simultaneamente, pretende proteger o “investidor inocente”⁶⁰ e promover a eficiência econômica⁶¹. Assim, a mitigação do princípio *caveat emptor* (o risco é de quem compra), através da atribuição, aos administradores da companhia e aos intermediários profissionais, do dever de prestar informação adequada ao investidor, dá-se nessa zona onde dialogam a distribuição de riscos segundo princípios distributivos e critérios de eficiência econômica⁶², como ocorre na legislação consumerista⁶³.

Por outro lado, Posner observa que grande parte das informações de divulgação obrigatória é escrita em jargão contábil e jurídico inacessível para o “investidor inocente”⁶⁴. Isso demonstra que a política de *full disclosure* não tem como consequência direta e imediata a proteção do investidor. De fato, esse conjunto de informações técnicas de publicação obrigatória exige a interpolação de deveres atribuídos às instituições financeiras, aos analistas financeiros e a outros intermediários, para alcançar seu objetivo.

A administração da companhia é obrigada a publicar informações relevantes para o mercado. Entretanto, os intermediários devem interpretá-las e comunicá-las aos seus clientes, de conformidade com o vínculo negocial estabelecido. Assim, subjacente à regulação, identifica-se a preferência pela promoção e proteção de determinados perfis de investidores, em detrimento de outros⁶⁵. De fato, protege-se o investidor comum (até o limite em que são asseguradas as condições de justa causa para incidência da regra de responsabilidade intransferível pela decisão de investimento). Mas, até de forma preponderante, também se assegura reserva de mercado aos profissionais que dominam a linguagem técnica.

⁶⁰ A expressão “investidor inocente” é de STIGLER, George J. **Public regulation of the Securities Market**. *The Journal of Business*, v. 37, n. 2, apr. 1964, p. 117-142. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2351027>. Acesso em: 20 set. 2020. p. 120. No texto, porém, Stigler questiona a eficiência da regulação do Mercado de Capitais.

⁶¹ Nesse sentido: DUBEUX. **Op.cit.** 2006. p. 45-46.

⁶² CALABRESI, Guido; MELAMED, Douglas A. **Property rules, liability rules, and inalienability: one view of the cathedral**. *Harvard Law Review*, v. 85, n. 6, p. 1089-112, abr. 1972. Disponível em: <https://www.amherst.edu/media/view/123372/original/CalabresiMelamed.PDF>. Acesso em: 2 jun. 2020.

⁶³ A jurisprudência rejeita a aplicação do princípio *caveat emptor* no Direito do Consumidor: BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial nº 1.364.915**. Órgão julgador: Segunda Turma. Relator: Min. Humberto Martins. Data do julgamento: 14 mai. 2013. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/SCON/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

⁶⁴ POSNER. **Op.cit.** 1986. p. 422.

⁶⁵ Há um perfil de operador discriminado: o especulador, v. POSNER. **Op.cit.** 1986. p. 422.

1.2 ASPECTOS GERAIS DA TUTELA DA INFORMAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS

O objetivo de proteção e promoção da poupança popular, a necessidade de estabelecimento de condições para a confiança dos investidores no Mercado de Capitais e a finalidade de diminuição dos custos de transação convergem na tutela jurídica da informação. Ademais, a garantia do nível de informação adequada à tomada de decisão de investimento justifica a aplicação regra de responsabilidade intransferível do investidor, através da distribuição isonômica do conhecimento a respeito dos riscos envolvidos.

No âmbito empresarial, contudo, a lógica prevalente é de proteção do segredo de indústria ou de comércio, ou seja, de informações que atribuem vantagem competitiva à companhia. Inclusive, as pessoas vinculadas à empresa, sob pena de incorrer em crime de concorrência desleal, não podem divulgar, explorar ou utilizar, sem autorização, conhecimentos, informações e dados confidenciais⁶⁶, tampouco é permitido que terceiros quebrem o sigilo de segredos de negócios por meios ilícitos ou fraudulentos⁶⁷.

Em síntese, a pessoa jurídica possui privacidade tutelada pelo direito⁶⁸. Desse modo, a imposição da política de *disclosure* às companhias com capital aberto representa mitigação desse princípio, resultante da ponderação de vetores axiológicos preponderantes no Mercado de Capitais. Tratando-se de mitigação, não se exclui a proteção da privacidade da empresa, incumbindo ao administrador manter reserva sobre seus negócios, nos termos do art. 155 da Lei nº 6.404/1976.

Entretanto, essa privacidade é restringida, para que os interesses dos investidores e da comunidade como um todo sejam devidamente protegidos.

⁶⁶ A violação de segredo de negócios está tipificada no art. 195, XI, da Lei 9.279/1996: “Art. 195. Comete crime de concorrência desleal quem: XI - divulga, explora ou utiliza-se, sem autorização, de conhecimentos, informações ou dados confidenciais, utilizáveis na indústria, comércio ou prestação de serviços, excluídos aqueles que sejam de conhecimento público ou que sejam evidentes para um técnico no assunto, a que teve acesso mediante relação contratual ou empregatícia, mesmo após o término do contrato; Pena - detenção, de 3 (três) meses a 1 (um) ano, ou multa. § 1º Inclui-se nas hipóteses a que se referem os incisos XI e XII o empregador, sócio ou administrador da empresa, que incorrer nas tipificações estabelecidas nos mencionados dispositivos.”

⁶⁷ A espionagem industrial está tipificada no inciso XII do art. 195 da Lei 9.279/1996: “Art. 195. Comete crime de concorrência desleal quem: XII - divulga, explora ou utiliza-se, sem autorização, de conhecimentos ou informações a que se refere o inciso anterior, obtidos por meios ilícitos ou a que teve acesso mediante fraude; Pena - detenção, de 3 (três) meses a 1 (um) ano, ou multa.”

⁶⁸ Nesse sentido, utilizando a expressão privacidade para empresas: BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Medida Cautelar nº 13.103**. Órgão julgador: 2ª Turma. Relator: Min. Herman Benjamin. Data do julgamento: 7 ago. 2007. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/SCON/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

1.2.1 O registro da companhia aberta

Toda sociedade empresária deve se registrar na Junta Comercial do Estado em que está sediada⁶⁹. É com a inscrição no Registro Mercantil que a empresa adquire personalidade jurídica própria, nos termos do art. 985 do Código Civil⁷⁰, limitando a responsabilidade dos sócios pelas suas obrigações⁷¹.

Entretanto, o registro do estatuto social e de outros atos societários, exigido em relação às sociedades por ações no art. 94 da Lei nº 6.404/1976, é somente o primeiro nível de publicidade das informações referentes às atividades econômicas – ainda que seja, por si só, de grande importância para acionistas, credores, clientes, autoridades e outros membros da comunidade.

As companhias abertas submetem-se, também, a registro prévio na Comissão de Valores Mobiliários, como exige o art. 4º, § 1º, da Lei nº 6.404/1976⁷², e conforme regulamentado pela Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009.

Como sintetiza Dubeux, “o registro destina-se a prover uma base sólida de informações ao mercado”⁷³, sendo o principal instrumento da política de *disclosure*, pois garante aos investidores o acesso às informações necessárias para tomada da decisão de investimento. Parente explica que essas informações permitem “uma melhor avaliação da companhia e, em consequência, sua precificação mais consentânea com a sua realidade”⁷⁴.

O art. 21 da Instrução CVM nº 480 lista informações periódicas que devem ser prestadas pela companhia emissora de valores mobiliários, incluindo demonstrações financeiras, informes de governança, editais de convocação da assembleia geral ordinária, proposta da administração sobre os temas a serem deliberados, sumário das decisões tomadas ou a ata da assembleia e mapas de votação sintéticos e detalhados. Além disso, devem ser

⁶⁹ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**: direito de empresa. v.1. 18.ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 129-131. Para detalhes a respeito do procedimento de registro público de empresas mercantis, v. a Lei nº 8.934/1994.

⁷⁰ Art. 985. A sociedade adquire personalidade jurídica com a inscrição, no registro próprio e na forma da lei, dos seus atos constitutivos (arts. 45 e 1.150).

⁷¹ Para um estudo detalhado a respeito da responsabilidade dos sócios da pessoa jurídica: SALAMA, Bruno Meyerhof. **O fim da responsabilidade limitada no Brasil**: história, direito e economia. São Paulo: Malheiros, 2014.

⁷² Art. 4º. § 1º Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários.

⁷³ DUBEUX. **Op.cit.** 2006. p. 56.

⁷⁴ *Ibidem*.

mantidos atualizados o formulário cadastral e de referência, que contêm informações fundamentais a respeito da empresa.

O formulário cadastral traz dados a respeito dos valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados, do auditor independente da companhia, do prestador de serviço de escrituração de ações e do diretor de relações com investidores⁷⁵.

Já o formulário de referência “não se trata de algo estático, mas de documento que deve refletir rotineiramente a vida da companhia e suas alterações eventuais e relevantes”⁷⁶. Por isso, além de detalhamento das informações do formulário cadastral (como descrição da estrutura administrativa da empresa, indicação de atividades principais e extraordinárias da empresa, composição e distribuição do capital social e informações financeiras selecionadas), contém comentários dos diretores, relato dos fatores de risco que possam influenciar na decisão de investimento e da política de gerenciamento de riscos da empresa, detalhes a respeito da remuneração dos administradores, identificação do acionista controlador e de acionistas ou grupo de acionistas que agem em conjunto ou representam o mesmo interesse com participação igual ou superior a 5% de uma mesma classe de ações, bem como de eventual política de negociação de valores mobiliários de administradores e controladores⁷⁷.

O formulário de referência traz, também, detalhamento da política de divulgação de informações da empresa⁷⁸, com descrição das normas e procedimentos internos adotados para assegurar que informações a serem divulgadas sejam recolhidas, processadas e relatadas de maneira precisa e tempestiva, dos canais de comunicação utilizados para disseminar informações sobre atos ou fatos relevantes e dos procedimentos para manutenção de sigilo de informações não divulgadas, além de indicação dos administradores responsáveis pela implementação, manutenção, avaliação e fiscalização da política.

Em resumo, a companhia emissora registrada na CVM é obrigada a prestar periodicamente informações úteis à avaliação dos valores mobiliários emitidos⁷⁹, que devem ser verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro⁸⁰, escritas em

⁷⁵ Anexo 22 da **Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2008**.

⁷⁶ PARENTE, Norma Jonssen. **Mercado de capitais**. 2.ed. Tratado de Direito Empresarial, v. 6. São Paulo: Thompson Reuters Brasil, 2018. p. 290.

⁷⁷ Anexo 24 da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2008.

⁷⁸ Item 21 do Anexo 24 da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2008.

⁷⁹ Art. 17, **Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009**.

⁸⁰ Art. 14, **Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009**.

linguagem simples, clara, objetiva e concisa⁸¹, e cuja divulgação deve ocorrer de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado⁸².

Distinção deve ser feita entre informações factuais, que devem ser acompanhadas de suas fontes, e interpretações, opiniões, projeções e estimativas⁸³.

Essa diferenciação é melhor compreendida com contextualização a respeito das projeções e estimativas. As projeções e estimativas são análises prospectivas, a partir de dados retrospectivos, visando, com alguma objetividade, apresentar expectativas em relação ao desempenho futuro da empresa. Porém, as projeções e estimativas variam em relação aos critérios adotados. São exemplo da chamada “informação *soft*”, caracterizada “pela subjetividade e por um razoável grau de incerteza ou imprecisão”, diferentemente das “informações *hard*”⁸⁴.

Assim, de acordo com o art. 20 da Instrução CVM nº 480, a divulgação desse tipo de informação é facultativa. Entretanto, caso a companhia emissora decida divulgar projeções e estimativas, elas devem ser identificadas como dados hipotéticos, que não constituem promessa de desempenho, e também vir acompanhadas das premissas relevantes, parâmetros e metodologias adotados, incluindo indicação das fontes.

Ademais, apesar de ser *disclosure* originariamente voluntário, uma vez realizada a divulgação de projeções e estimativas, a companhia fica obrigada a revisá-las periodicamente, em períodos não superiores a um ano, e a confrontá-las com os resultados obtidos⁸⁵.

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários, isso ocorre pela “tendência do investidor menos esclarecido em atribuir peso e validade excessiva às previsões divulgadas pelas companhias”⁸⁶, ou seja, pela capacidade dessa informação de “exercer relevante influência sobre a decisão de investir dos participantes do mercado”⁸⁷. Além disso, também há

⁸¹ Art. 15, Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009.

⁸² Art. 16, Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009.

⁸³ Art. 19, *caput* e parágrafo único, Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009.

⁸⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo CVM nº RJ 2005/1717**. Relator: Diretor Sergio Weguelin. Data do julgamento: 21 jun. 2005. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/decisooes/pesquisa/pesquisa.html>. Acesso em: 6 mar. 2021.

⁸⁵ Art. 20, Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2008.

⁸⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo CVM nº RJ 2005/1717**. Relator: Diretor Sergio Weguelin. Data do julgamento: 21 jun. 2005. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/decisooes/pesquisa/pesquisa.html>. Acesso em: 6 mar. 2021.

⁸⁷ *Ibidem*.

necessidade de evitar “que não haja investidores ‘privilegiados’ e investidores ‘não privilegiados’, o que, decerto, deporia contra a confiabilidade do mercado”⁸⁸.

Portanto, apesar da subjetividade das informações, a divulgação de projeções e estimativas é permitida, mas desde que observadas condicionantes que mitiguem a utilização desse tipo de análise com a finalidade de induzir os investidores em erro.

1.2.1.1 Informações financeiras e o papel do auditor independente

Elemento essencial do registro da companhia aberta são as demonstrações financeiras, que devem “expressar com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mudanças ocorridas no exercício”⁸⁹. Nas palavras de Parente, “as demonstrações financeiras são um dos principais meios de proteção dos investidores, por fornecer a possibilidade de análise da situação financeira das companhias pelos investidores e pelos analistas de mercado”⁹⁰.

Conforme dispõe o art. 132, I, da Lei nº 6.404/1976, anualmente, nos quatro primeiros meses seguintes ao término do exercício social, a assembleia geral ordinária deve tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras. Para tanto, conforme disposto no art. 25 da Instrução CVM nº 480, em complemento ao art. 133, II a V, e ao art. 177 da Lei nº 6.404/1976, até um mês antes da data marcada para realização do ato, os administradores devem colocar à disposição do público, entregando à Autarquia Reguladora, o formulário de demonstrações financeiras padronizadas, cópia das demonstrações financeiras, relatório da administração, o parecer do conselho fiscal e o parecer dos auditores independentes, bem como declaração dos diretores responsáveis de que reviram, discutiram e concordaram com as opiniões do parecer da auditoria ou, em caso de discordância, suas razões.

Além das contas anuais, nos termos do art. 163, VI, da Lei nº 6.404/1976, o conselho fiscal da companhia também deve analisar, trimestralmente, o balancete e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente e a administração deve apresentar à CVM, nos termos do art. 29 da Instrução CVM nº 480, o formulário de informações trimestrais,

⁸⁸ Ibidem.

⁸⁹ Art. 176, *caput*, Lei nº 6.404/1976: “Ao fim de cada exercício social, a diretoria fará elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as seguintes demonstrações financeiras, que deverão expressar com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mudanças ocorridas no exercício: I - balanço patrimonial; II - demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados; III - demonstração do resultado do exercício; e IV - demonstração dos fluxos de caixa; e V - se companhia aberta, demonstração do valor adicionado.”

⁹⁰ PARENTE. *Op.cit.* 2018. p. 334.

também acompanhado de relatório de revisão especial, emitido por auditor independente e declaração dos diretores, nos moldes exigidos para as demonstrações anuais.

Apesar das informações financeiras terem uma “rigidez” maior do que outras informações disponibilizadas ao mercado, sendo exemplo típico de *hard information*⁹¹, a elaboração das demonstrações não é absolutamente objetiva.

De fato, “a maioria das informações contábeis está sujeita a algum risco de ser menos do que uma representação fiel daquilo que se propõe a retratar”⁹². Diante da variedade de métodos e critérios contábeis, a CVM entende que devem ser aplicados dois conceitos regentes na elaboração das demonstrações financeiras, permeando “integralmente o processo de reconhecimento, mensuração e divulgação de informações contábeis”: a representação verdadeira e apropriada (*true and fair view*) e a primazia da essência sobre a forma⁹³.

Como exposto no Pronunciamento Conceitual Básico do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, aprovado pela Deliberação CVM nº 539, de 14 de março de 2008, “a essência das transações ou outros eventos nem sempre é consistente com o que aparenta ser com base na sua forma legal ou artificialmente produzida”⁹⁴. Desse modo, para assegurar maior utilidade às informações no que diz respeito à alocação de recursos pelos investidores⁹⁵, os efeitos econômicos devem prevalecer sobre a forma jurídica e a representação dessa realidade econômica deve ser verdadeira e apropriada.

Corolário da representação “apropriada” é a confiabilidade dos dados apresentados⁹⁶. Novamente, como pontuado no Pronunciamento Conceitual Básico: “para ser útil, a informação deve ser confiável, ou seja, deve estar livre de erros ou vieses relevantes e representar adequadamente aquilo que se propõe representar”⁹⁷. Por isso, diz-se que o papel do auditor independente é, exatamente, emitir opinião a respeito da apresentação adequada das informações e livre de distorção relevante, a nível aceitavelmente baixo.

⁹¹ LIBERTI, José María; PETERSEN, Mitchell A. **Information: hard and soft**. The Review of Corporate Finance Studies, v. 8, i. 1, p. 1-41. doi: 10.1093/rcfs/cfy009. Acesso em: 20 set. 2020.

⁹² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Deliberação CVM nº 539, de 14 de março de 2018**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0500/deli539.html>. Acesso em: 20 set. 2020.

⁹³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de Orientação nº 37, de 22 de setembro de 2011**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/pareceres-orientacao/anexos/pare037.pdf>. Acesso em: 20 set. 2020.

⁹⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Deliberação CVM nº 539, de 14 de março de 2018**.

⁹⁵ Esse é um dos objetivos declarados pela CVM, v. **Parecer de Orientação nº 37, de 22 de setembro de 2011**.

⁹⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Deliberação CVM nº 539, de 14 de março de 2018**.

⁹⁷ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Deliberação CVM nº 539, de 14 de março de 2018**.

Busca-se, ao exigir a intervenção desse profissional, “aumentar o grau de confiança nas demonstrações contábeis por parte dos usuários”⁹⁸ e, conseqüentemente, quanto ao Mercado de Capitais como um todo, pois “um mercado seguro é mais atrativo, tem mais chances de captar recursos e maior liquidez”⁹⁹.

Segundo a autarquia, “a atividade fiscalizatória das contas empresariais, no âmbito do que se aborda, se inicia com o Conselho Fiscal, prossegue com a Auditoria Independente, e se conclui pela Comissão de Valores Mobiliários”¹⁰⁰. Por isso, entende-se que a atividade se reveste de múnus público, como Órgão auxiliar da Lei¹⁰¹ e exige-se, nos termos do art. 26 da Lei nº 6.385/1976, e sob as penas criminais do art. 27-E da mesma Lei, o registro do auditor independente na CVM.

Para evitar conflitos de interesses, é vedado ao auditor adquirir ou manter valores mobiliários de emissão da entidade auditada ou de empresas do seu grupo econômico¹⁰² e é previsto rodízio dos auditores, sendo proibida a prestação de serviços para o mesmo cliente por mais de cinco anos consecutivos, exigindo-se intervalo de três anos para a recontração¹⁰³.

Ademais, impõem-se deveres ao auditor independente que explicitam o caráter auxiliar da atividade regulatória. Segundo a Instrução CVM nº 308, de 14 de maio de 1999, o auditor deve verificar não somente a observância da técnica contábil pela administração da companhia, mas, igualmente, o atendimento de obrigações legais a respeito da divulgação de informações e “o eventual descumprimento das disposições legais e regulamentares aplicáveis às atividades da entidade auditada”¹⁰⁴.

Também lhe é exigido conservar os documentos relacionados ao exercício de suas funções e franquear acesso a eles em caso de fiscalização¹⁰⁵. Em caso de culpa ou dolo no exercício de suas funções, ele responde pelos prejuízos causados¹⁰⁶. À vista disso, o auditor

⁹⁸ BRASIL. Conselho Federal de Contabilidade. **NBC TA 200 (R1), de 5 set. 2016**. Disponível em: [https://www2.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=2016/NBCTA200\(R1\)](https://www2.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=2016/NBCTA200(R1)). Acesso em: 20 set. 2020.

⁹⁹ PARENTE. **Op.cit.** 2018. p. 283.

¹⁰⁰ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer CVM/SJU/nº 002, de 28 de fevereiro de 1997**.

Disponível em:

http://docvirt.com/hotpages/hotpage.asp?bib=Juris_CVM_WI&pagfis=869&url=http://docvirt.com/docreader.net. Acesso em: 20 set. 2020.

¹⁰¹ *Ibidem*.

¹⁰² Art. 25, III e V, **Instrução CVM nº 308**, de 14 de maio de 1999.

¹⁰³ Art. 31 e seguintes, **Instrução CVM nº 308**, de 14 de maio de 1999.

¹⁰⁴ Art. 25, I, “d”, **Instrução CVM nº 308**, de 14 de maio de 1999.

¹⁰⁵ Art. 25, I, “d”, **Instrução CVM nº 308**, de 14 de maio de 1999.

¹⁰⁶ Art. 26, § 2º, Lei nº 6.385/1976: “As empresas de auditoria contábil ou auditores contábeis independentes responderão, civilmente, pelos prejuízos que causarem a terceiros em virtude de culpa ou dolo no exercício das funções previstas neste artigo”.

possui independência, podendo se abster de emitir sua opinião ou renunciar ao trabalho quando “não for possível obter segurança razoável e a opinião com ressalva do relatório do auditor for insuficiente nas circunstâncias para atender aos usuários previstos nas demonstrações contábeis”¹⁰⁷.

1.2.1.2 Registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários e o papel do *underwriter*

Parente explica que “distribuir um valor mobiliário significa colocá-lo em um mercado de negociação, ou seja, ofertá-lo publicamente a fim de captar recursos”¹⁰⁸.

Essa distribuição é primária quando se trata de títulos novos. Por exemplo, a chamada IPO (*initial public offer*) ou, em tradução livre, oferta pública inicial, consistente na distribuição primária de ações da companhia ao mercado. Existem, contudo, distribuições secundárias, quando algum investidor deseja se desfazer de seus títulos.

Como esclarece Dubeux, “a CVM tem foco apenas na proteção da poupança pública, e esta não guarda qualquer relação com as ofertas privadas ou particulares”¹⁰⁹. Por isso, a intervenção Estatal ocorre quando há procura de investidores indeterminados, especialmente, com utilização de anúncios publicitários¹¹⁰. Essa oferta pública de distribuição de valores mobiliários deve ser, em regra, registrada na Comissão de Valores Mobiliários, conforme regulado pela Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.

Como explicitado na própria Instrução CVM nº 400, a exigência visa a “assegurar a proteção do público investidor e do mercado em geral”, à luz das premissas de tratamento equitativo e da divulgação ampla, transparente e adequada de informações¹¹¹. Assim, desde que assegurada a proteção desses interesses, o registro pode ser dispensado pela autarquia¹¹². Por outro lado, caso violadas as condições do registro ou seja constatada fraude, a oferta poderá ser suspensa ou cancelada pela autarquia¹¹³.

¹⁰⁷ BRASIL. Conselho Federal de Contabilidade. **NBC TA 200 (R1), de 5 set. 2016**. Disponível em: [https://www2.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=2016/NBCTA200\(R1\)](https://www2.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=2016/NBCTA200(R1)). Acesso em: 20 set. 2020.

¹⁰⁸ PARENTE. **Op.cit.** 2018. p. 269.

¹⁰⁹ DUBEUX. **Op.cit.** 2006. p. 65.

¹¹⁰ Art. 3º, **Instrução CVM nº 400**, de 29 de dezembro de 2003.

¹¹¹ Art. 1º, **Instrução CVM nº 400**, de 29 de dezembro de 2003. Também, o art. 21.

¹¹² Art. 4º, **Instrução CVM nº 400**, de 29 de dezembro de 2003.

¹¹³ Art. 4º, **Instrução CVM nº 400**, de 29 de dezembro de 2003.

Entretanto, além de assegurar o tratamento equitativo e a observância da política de *disclosure* por meio do registro da oferta, o Ordenamento Jurídico Brasileiro também tutela esses interesses, nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, ao exigir a intermediação por instituições financeiras que atuam como agentes da companhia emissora, nos termos do art. 15, I, “a”, da Lei nº 6.385/1976. Essa atuação se dá através de contrato específico, denominado contrato de *underwriting*.

O contrato de *underwriting* ou contrato de distribuição de valores mobiliários¹¹⁴ é celebrado entre a companhia e a instituição financeira intermediária que coordena a captação de recursos dos poupadores, viabilizando o acesso da ofertante ao Mercado de Capitais¹¹⁵. Pode ser formado consórcio para essa finalidade, conforme disposto no art. 15 da Lei nº 4.728/1965.

A distribuição se dá por três regimes distintos, no que diz respeito à responsabilidade do agente intermediário: com garantia firme de subscrição total (*firm commitment*), com garantia de sobras (*stand by*) e de melhores esforços (*best efforts*)¹¹⁶.

Quando há garantia firme de subscrição total, o *underwriter* subscreve a totalidade dos títulos ofertados, para posterior revenda. Já na garantia de sobras, a subscrição pelo intermediário é somente daqueles valores mobiliários não adquiridos pelo público. Nesses dois casos, em que há garantia, total ou parcial, de subscrição, a captação de recursos pela empresa é garantida e a instituição financeira centraliza o risco do empreendimento. Por fim, na modalidade de melhores esforços, não há garantia alguma de subscrição, sinalizando para o mercado a existência de maior risco na operação.

A doutrina identifica três riscos principais, na oferta pública de valores mobiliários: risco de espera (*waiting risk*), risco de precificação (*pricing risk*) e risco de distribuição (*marketing risk*)¹¹⁷.

A captação de recursos pelo Mercado de Valores Mobiliários gera diversos custos para a companhia, desde a constatação da necessidade de investimento, passando pelos registros na CVM, até a efetiva distribuição dos valores mobiliários. Durante esse tempo de espera,

¹¹⁴ Anexo VI, **Instrução CVM nº 400**, de 29 de dezembro de 2003.

¹¹⁵ Para panorama do instituto: CHAVES, Vinicius Figueiredo; SANTOS, Marcelo Pereira dos. **Contrato de *underwriting***. Revista Brasileira de Direito Empresarial, v. 3, n. 2, p. 60-77, jul./dez. 2017. Disponível em: <https://indexlaw.org/index.php/direitoempresarial/article/view/2366>. Acesso em: 20 set. 2020.

¹¹⁶ PARENTE. **Op.cit.** 2018. p. 270.

¹¹⁷ SANTOS, Handemba Mutana Poli dos. **A responsabilização do coordenador líder por infração ao dever de informar**: como indenizar os danos dos investidores? Dissertação (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – Programa de Pós-Graduação em Direito da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2011. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/8371>. Acesso em: 20 set. 2020. p. 79.

mudanças nas condições do mercado afetarão a captação. Considerando essas condições e a situação da companhia, é necessária a precificação adequada dos títulos para que se chegue, concretamente, o mais próximo possível do ponto de equilíbrio entre as curvas de oferta e demanda, sob pena de haver pouco interesse pelo título ou, em caso de *underpricing*, menor retorno com a operação. Não bastasse isso, a informação deve chegar aos poupadores, caso contrário, a assimetria de informação impedirá a distribuição eficiente.

A instituição intermediária mitiga esses riscos, em qualquer dos regimes de *underwriting*, prestando serviços especializados no processo de registro, precificação e distribuição dos valores mobiliários emitidos pela companhia ofertante. Especialmente na garantia firme de distribuição total ou com garantia de sobras, em que existe, *stricto sensu*, a subscrição (*underwriting*), o risco de espera é mitigado, protegendo a emissora das flutuações no preço dos títulos sendo distribuídos¹¹⁸.

Por outro lado, ela cumpre o papel de garante das informações prestadas ao mercado, uma vez que a CVM não se responsabiliza pelo “julgamento sobre a qualidade da companhia, sua viabilidade, sua administração, situação econômico-financeira ou dos valores mobiliários a serem distribuídos”¹¹⁹. O registro de oferta pública de distribuição não envolve opinião a respeito do mérito do investimento. Dubeux diz que “não se comete ao Estado o poder de aprovar ou desaprovar uma emissão pública de títulos por razões de conveniência ou oportunidade”¹²⁰.

Como dispõe o art. 56 da Instrução CVM nº 400, o ofertante é responsável pela “veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição”. As informações de interesse dos investidores estão concentradas no prospecto¹²¹, incluindo dados sobre a emissora, seus administradores, consultores e auditores, sobre a oferta e a destinação dos recursos e, também, sobre o contrato de distribuição e remuneração da instituição financeira intermediária.

Porém, é obrigação do *underwriter* “tomar as cautelas e agir com elevados padrões de diligência” para garantir a observância dessa regra e permitir “aos investidores a tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta”¹²², observando os princípios relativos à qualidade,

¹¹⁸ MANDELKER, Gershon; RAVIV, Arthur. **Investment banking**: an economic analysis of optimal underwriting contracts. *The Journal of Finance*, v. 32, n. 3, jun. 1977, p. 683-694. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2326305>. Acesso em: 20 set. 2020.

¹¹⁹ Art. 56, § 1º, **Instrução CVM nº 400**, de 29 de dezembro de 2003.

¹²⁰ DUBEUX. **Op.cit.** 2006. p. 69.

¹²¹ Art. 40 e Anexo III, **Instrução CVM nº 400**, de 29 de dezembro de 2003.

¹²² Art. 56, § 7º, **Instrução CVM nº 400**, de 29 de dezembro de 2003.

transparência e igualdade de acesso à informação, inclusive no que diz respeito ao seu interesse¹²³. As instituições financeiras intermediárias têm, dessa maneira, o papel de defender o mercado contra atos que ameacem sua regularidade, transparência ou credibilidade¹²⁴.

1.2.2 O dever do administrador da companhia aberta de informar

Diversos Órgãos intervêm na administração das sociedades por ações, conforme disposto no estatuto social. Entretanto, as companhias abertas possuem, necessariamente, controlador e, obrigatoriamente, conselho de administração e diretoria, sendo suas atribuições insuscetíveis de delegação, nos termos do art. 138 e 139 da Lei nº 6.404/1976.

O controlador é quem detém o poder de controle, sua existência decorre da realidade social da companhia. Por isso, ele tem como referência a assembleia geral porque ela é a instância decisória mais alta da sociedade, com poderes para decidir “todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento”, conforme disposto no art. 121 da Lei nº 6.404/1976. Desse modo, nas companhias abertas, sua titularidade pressupõe que uma pessoa ou um grupo de pessoas vinculadas por acordo de acionistas possua direitos de sócio capazes de assegurar, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores, nos termos do art. 116, “a”, e do art. 243, § 2º, da Lei das S.A.

Note-se que, em razão da possibilidade legal de instalação da assembleia geral sem a maioria do capital social, prevista no art. 125 da Lei nº 6.404/1976, pessoa ou pequeno grupo de acionistas sem capital majoritário pode deter o controle da companhia. Com efeito, é flagrante o controle das deliberações no caso da titularidade da totalidade ou maioria das ações ordinárias por uma única pessoa, o que lhe garante maioria permanente na assembleia geral. Esse é o chamado controle totalitário ou majoritário¹²⁵. Entretanto, existe o chamado controle minoritário.

¹²³ Art. 48, V, **Instrução CVM nº 400**, de 29 de dezembro de 2003.

¹²⁴ VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 171-174. v. o art. 311 do Código dos Valores Mobiliários português, **Decreto-Lei nº 486/99**. Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/486/1999/11/13/p/dre/pt/html>. Acesso em: 20 set. 2020.

¹²⁵ Para panorama conceitual: SOUZA, Paloma dos Reis Coimbra de. **A tomada de controle de companhia aberta: a poison pill à brasileira**. Dissertação (Mestrado em Direito) - Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011. Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-21082012-110744/pt-br.php>. Acesso em: 20 set. 2020.

Há situações em que existe acionista majoritário, mas ele não exerce as faculdades decorrentes de sua posição. Nesse caso, não se trata, *stricto sensu*, de controlador, pois o poder de controle se caracteriza, simultaneamente, pelo seu efetivo exercício para direção das atividades sociais e orientação do funcionamento dos órgãos da companhia. O Legislador, como se vê do art. 116, “b”, da Lei nº 6.404/1976, aproxima a norma jurídica da realidade econômica e da situação gerencial concreta da companhia, exigindo para o enquadramento como controlador o efetivo exercício do poder.

Abaixo da assembleia geral, está o conselho de administração, cujos membros são destituíveis a qualquer tempo pela assembleia geral, nos termos do art. 140 da Lei nº 6.404/1976. O conselho de administração tem a competência de fixar a orientação geral dos negócios, eleger e destituir os diretores e fiscalizar sua gestão, como prevê o art. 142 da Lei das S.A. Assegurando a representatividade dos acionistas minoritários na administração, sua eleição pode ser feita por voto múltiplo e parcela minoritária do capital social tem direito de destituir, em votação separada, um membro do conselho ou a prerrogativa de elegê-lo, conforme regramento do art. 141 da Lei das S.A.

Ademais, conforme dispõem os arts. 161 e 163 da Lei nº 6.404/1976, as companhias têm conselho fiscal, competente para fiscalizar os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários, inclusive, podendo solicitar ao auditor independente informações e a apuração de fatos específicos. Essas atribuições e poderes são indelegáveis. Seus membros possuem os mesmos deveres dos administradores, conforme previsto no art. 165 da Lei das S.A.

Além desses órgãos, o estatuto deve constituir as diretorias, podendo estabelecer que determinadas decisões sejam tomadas em reunião dos diretores, como enunciado no art. 143 da Lei nº 6.404/1976.

Os deveres dos administradores são divididos em três categorias: dever de diligência, dever de lealdade e dever de informar, conforme enunciado nos arts. 153 a 157 da Lei nº 6.404/1976. Quanto aos dois primeiros, em resumo, o administrador deve agir com o cuidado e diligência que empregaria na gestão de seus próprios negócios, para alcançar os fins da companhia e no interesse dela, sem prejuízo do bem público e da função social da empresa, servindo com lealdade à companhia e mantendo reserva sobre seus negócios, abstendo-se de intervir em operações em que tenha interesse conflitante.

Conforme proposição do § 4º do art. 157 da Lei das S.A., é dever dos administradores da companhia aberta “comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos”.

A Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, detalha as obrigações relacionadas ao exercício desse dever¹²⁶.

As companhias são obrigadas a ter política de divulgação de ato ou fato relevante, aprovada pelo conselho de administração¹²⁷. Personagem central, na execução dessa política e no cumprimento do dever de informar, é o diretor de relações com investidores. Acionistas controladores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e outros diretores são compelidos a comunicar atos ou fatos relevantes a ele, competindo-lhe zelar pela ampla e imediata disseminação da informação¹²⁸. Caso ele se omita, os demais dirigentes devem prosseguir com a divulgação, sem prejuízo de, em última instância, a própria CVM realizar a publicação, fazer correções ou aditamentos, bem como exigir esclarecimentos¹²⁹.

Ademais, é obrigação do diretor de relações com investidores investigar se há ato ou fato relevante a ser divulgado, quando identificadas oscilações atípicas na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários da companhia¹³⁰.

A divulgação do ato ou fato relevante deve ocorrer pelos jornais de grande circulação habitualmente utilizados pela companhia e por ao menos um portal de notícias da *internet*, com acesso gratuito pelo público¹³¹. Qualquer alteração nos canais de comunicação comumente empregados deve ser precedida de atualização da política de divulgação e do formulário cadastral da companhia, bem como de comunicação da mudança ao mercado¹³².

Compete aos administradores assegurar para que seja guardado sigilo da informação até sua divulgação e abster-se de negociar títulos de emissão da empresa¹³³.

¹²⁶ Para abordagem da manipulação do Mercado de Capitais enfatizando os deveres dos administradores: MORELLI. *Op.cit.* 2019.

¹²⁷ Art. 16, **Instrução CVM nº 358**, de 3 de janeiro de 2002.

¹²⁸ Art. 3º, **Instrução CVM nº 358**, de 3 de janeiro de 2002.

¹²⁹ Art. 3º, §§ 2º e 6º, e art. 4º, **Instrução CVM nº 358**, de 3 de janeiro de 2002.

¹³⁰ Art. 4º, parágrafo único, **Instrução CVM nº 358**, de 3 de janeiro de 2002.

¹³¹ Art. 3º, § 4º, **Instrução CVM nº 358**, de 3 de janeiro de 2002.

¹³² Art. 3º, § 7º, **Instrução CVM nº 358**, de 3 de janeiro de 2002.

¹³³ Art. 8º e art. 13, **Instrução CVM nº 358**, de 3 de janeiro de 2002.

Ademais, para preservar o tratamento equitativo dos investidores, preferencialmente, a divulgação do ato ou fato relevante deve ocorrer antes do início ou após o encerramento do pregão. Caso isso seja inviável, é até mesmo possível suspender as negociações dos valores mobiliários, até que haja adequada disseminação da informação¹³⁴.

Há esferas de privacidade da sociedade empresária fundamentais à proteção dos negócios, excepcionalmente, atos ou fatos relevantes podem deixar de ser divulgados. Porém, se a informação vazar ou ocorrer oscilações atípicas nos valores mobiliários emitidos pela empresa, ela deverá proceder à ampla divulgação¹³⁵.

Exemplos de possíveis atos relevantes, listados na Instrução CVM nº 358, são as mudanças no controle da companhia, acordos de acionistas, negociações de valores mobiliários pelos membros da administração, bem como operações de incorporação, fusão ou cisão de empresas ligadas, mudanças na composição do patrimônio e de critérios contábeis, celebração ou extinção de contratos importantes, aprovação ou desistência de projetos, modificações de projeções e ações judiciais ou processos administrativos que possam afetar a situação econômico-financeira da empresa¹³⁶.

Porém, como pontua Parente, o Ordenamento Jurídico Brasileiro utiliza conceito aberto de “fato relevante”¹³⁷. A indefinição exige que o administrador, em especial, o diretor de relações com investidores realize juízo de valor a respeito da “relevância” da informação ou sobre o momento exato em que o fato “está pronto para ser divulgado ao mercado”¹³⁸. A complexidade do Mercado de Capitais pode recomendar, como medida mais prudente, a divulgação do ato ou fato. Por outro lado, especialmente no caso de negociações em curso, existe interesse da companhia na preservação do sigilo.

Há interpretação subjetiva, inclusive, em relação ao que seria a “influência ponderável” na decisão dos investidores prevista no § 4º do art. 157 da Lei nº 6.404/1976. Em razão disso, Souza observa que, ao mesmo tempo, “o conceito de relevância limita a quantidade de informações que deve ser divulgadas”¹³⁹. Com efeito, ele permite restringir a política de *disclosure*, viabilizando a proteção pelos administradores da reserva dos negócios da companhia imprescindível ao sucesso da empresa e, também, assegurando a eficiência do

¹³⁴ Art. 5º, § 2º, **Instrução CVM nº 358**, de 3 de janeiro de 2002.

¹³⁵ Art. 6º, **Instrução CVM nº 358**, de 3 de janeiro de 2002.

¹³⁶ Art. 2º, 10º, 11, 12, **Instrução CVM nº 358**, de 3 de janeiro de 2002.

¹³⁷ PARENTE. **Op.cit.** 2018. p. 430-431.

¹³⁸ *Ibidem*.

¹³⁹ SOUZA, Newton Sergio de. **Divulgação de informações de natureza subjetiva**: a experiência do direito norte-americano. Revista Brasileira de Mercado de Capitais, v. 7, n. 19, jan./abr. 1981, p. 51-69.

mercado, porque a transparência absoluta geraria custos excessivos para processar as informações disponíveis.

Assim, o regramento do dever de informar confere dinamismo à política de *disclosure*, agregando, às obrigações periódicas decorrentes do registro da companhia na CVM, a prestação de informações eventuais relevantes. Esse modelo promove a eficiência do mercado, na medida em que obriga a apresentação ao público de aspectos essenciais do estado do negócio e garante o equilíbrio de forças entre os investidores, pois mitiga o uso de informações privilegiadas. Novamente, há o encontro de razões éticas e econômicas.

1.2.3 Os investidores como consumidores e sua relação com outros atores do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários

O investidor, para alocar sua poupança no Mercado de Capitais, contrata serviços de empresas integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, sendo qualificável como consumidor.

A Lei nº 8.078/1990 conceitua, no art. 2º, como consumidor, toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final e, no art. 3º, como fornecedor, a pessoa física ou jurídica que desenvolve atividade econômica voltada à distribuição de produtos ou serviços. Conforme a Súmula 297 do Superior Tribunal de Justiça, o Código de Defesa do Consumidor é aplicável às instituições financeiras.

Especificamente em relação ao Mercado de Capitais, a jurisprudência reconhece a responsabilidade das instituições financeiras pelas informações prestadas ao consumidor-investidor na prestação do serviço de intermediação¹⁴⁰. Como dispõem os arts. 6º, III, 31 e 37, § 1º, da Lei nº 8.078/1990, é direito básico do consumidor o acesso à informação correta, adequada, clara, precisa e ostensiva sobre as características, qualidades, preços e garantias dos produtos e serviços, sendo vedada qualquer modalidade de publicidade total ou parcialmente falsa ou capaz de induzi-lo em erro.

Essas disposições, por si sós, estabelecem rigorosa tutela da informação em relação aos destinatários finais dos produtos e serviços das instituições que atuam no sistema de

¹⁴⁰ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial nº 1.326.592**. Órgão julgador: Quarta Turma. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Data do julgamento: 7 mai. 2019. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/SCON/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

distribuição valores mobiliários. Entretanto, a regulação específica também estabelece medidas adicionais, para além do reconhecimento do direito à informação do consumidor-investidor.

O principal vínculo do consumidor é com o agente autônomo de investimento. Trata-se da pessoa física que representa instituições integrante do Mercado de Capitais, prospectando novos clientes, recebendo suas as ordens de operações e lhes prestando informações. O registro, credenciamento e atividade dos agentes autônomos de investimento é regulada pela Instrução CVM nº 497, de 3 de junho de 2011. A profissão exige de seus membros atuação “com probidade, boa-fé e ética profissional, empregando no exercício da atividade todo o cuidado e a diligência esperados de um profissional em sua posição”¹⁴¹.

Também existem os analistas de valores mobiliários. Esses profissionais, cujo credenciamento e atuação também são regulados, conforme Instrução CVM nº 598, de 3 de maio de 2018, são responsáveis por elaborar relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros. A expressão “relatórios” tem sentido amplo, abrangendo quaisquer textos ou manifestação não escritas sobre valores mobiliários ou emissores específicos, “que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento”¹⁴².

Da mesma maneira que os agentes autônomos de investimento, os analistas de valores mobiliários também se submetem a deveres especiais de probidade, boa-fé e ética¹⁴³. Além disso, a CVM exige que sua linguagem seja “serena e moderada”, além de verdadeira, consistente e incapaz de induzir o investidor a erro, não contendo promessa de rentabilidade futura, garantia de resultados ou isenção de risco¹⁴⁴.

Atuação distinta têm os consultores de valores mobiliários, que prestam serviços de orientação, recomendação e aconselhamento sobre investimentos, inclusive com utilização de sistemas automatizados ou algoritmos, mas sempre de forma profissional, independente e individualizada, cabendo ao cliente sua adoção e implementação. O registro e o exercício da atividade é regulamentada pela Instrução CVM nº 592, de 17 de novembro de 2017. Contudo, as exigências a respeito da sua linguagem são idênticos¹⁴⁵. De forma sintética, os consultores devem agir “colocando os interesses de seus clientes acima dos seus”¹⁴⁶.

¹⁴¹ Art. 10, **Instrução CVM nº 497**, de 3 de junho de 2011.

¹⁴² Art. 1º, *caput* e §§ 1º e 2º, **Instrução CVM nº 598**, de 3 de maio de 2018.

¹⁴³ Art. 12, **Instrução CVM nº 598**, de 3 de maio de 2018.

¹⁴⁴ Art. 14, **Instrução CVM nº 598**, de 3 de maio de 2018.

¹⁴⁵ Art. 11, **Instrução CVM nº 592**, de 17 de novembro de 2017.

¹⁴⁶ Art. 15, I, **Instrução CVM nº 592**, de 17 de novembro de 2017.

Quanto ao administrador de carteira, cuja atividade consiste na manutenção e gestão de portfólio por conta do investidor, exige-se a utilização de linguagem “simples, clara, objetiva e concisa”, também insuscetível de induzir o cliente a erro, como prevê o art. 11 da Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015.

Todos esses profissionais estabelecem relações de consumo com os investidores, devendo desincumbir-se do ônus de informar adequadamente, para que incida a regra de responsabilidade intransferível pela decisão de investimento (aplicável, inclusive, em relação ao administrador de carteira, que opera com recursos de terceiros), razão pela qual se regula a sua linguagem publicitária e profissional.

1.3 TUTELA PENAL DO MERCADO DE CAPITAIS

Como a legislação reputa determinadas condições econômicas e jurídicas como essenciais ao funcionamento do Mercado de Capitais em conformidade com os objetivos constitucionais de proteção da poupança popular e de desenvolvimento equilibrado do País, nos termos do art. 62, § 1º, II, e do art. 192 da CRFB/88, são tipificadas certas condutas como crimes, de modo a promover e preservar essa concepção econômico-jurídica do mercado.

A Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, incluiu na Lei nº 6.385/1976, três crimes específicos contra o Mercado de Capitais, tipificados nos arts. 27-C a 27-E, respectivamente: a manipulação de mercado, o uso indevido de informação privilegiada e o exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função. Posteriormente, a Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017 alterou a redação dos tipos penais.

A incriminação dessas condutas sobrepõe-se à incriminação prevista no art. 177 do Código Penal, no art. 3º, VI e IX, da Lei 1.521/1951, e na Lei nº 7.492/1986. Como explica Breda: “A Lei n. 7.492/86 estabeleceu os tipos penais de tutela de todo o sistema financeiro nacional. O Legislador, por intermédio da Lei nº 10.303/2001, criou uma área de tutela específica, segregando parte da proteção ao mercado de capitais de sua legislação geral”¹⁴⁷. Assim, pelo princípio da especialidade, são os tipos introduzidos pela Lei nº 10.303/2001 que prevalecem, quando se trata de conduta praticada no âmbito do Mercado de Capitais.

¹⁴⁷ Breda, Juliano. **Crimes contra o Mercado de Capitais**. In: BITENCOURT, Cezar Roberto; Breda, Juliano. *Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e contra o Mercado de Capitais*. 3.ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 359.

O tipo do art. 27-E da Lei nº 6.385/1976¹⁴⁸ funciona como primeira barreira de proteção penal do Mercado de Capitais, assegurando que não existam falsos *gatekeepers*, ou seja, falsos auditores independentes, agentes fiduciários, agentes autônomos de investimento, analistas de valores mobiliários, consultores de valores mobiliários e administradores de carteira. Esses profissionais, de fato, controlam o acesso ao Mercado de Valores Mobiliários e o fazem no interesse público de preservação da higidez e confiabilidade do SFN. Entretanto, essa é somente a primeira defesa penal do Mercado.

1.3.1 *Insider trading* e a questão do caráter informativo dos preços

Insider trading ou, na expressão do Legislador brasileiro, uso indevido de informação privilegiada, é a negociação de valores mobiliários utilizando informação relevante ainda não divulgada ao mercado. A conduta está tipificada no art. 27-D da Lei nº 6.385/1976:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários: **Pena** – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. § 1º Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor. § 2º A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no caput deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo.

O tipo tutela, especificamente, a informação, “como uma das pedras fundamentais do mercado”¹⁴⁹, estabelecendo proibição geral à negociação de valores mobiliários por agentes com condições ilegítimas de assimetria de informação. Mendonça Netto e Eizirik destacam que, através da proibição, pretende-se garantir “que a cotação de determinada ação reflita, apenas, todas as informações publicamente disponíveis em um dado momento”¹⁵⁰.

Existem assimetrias de informações legítimas, decorrentes do conjunto de conhecimento acumulado de cada agente econômico, que subsidia a sua leitura das

¹⁴⁸ Art. 27-E. Exercer, ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, a atividade de administrador de carteira, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário ou qualquer outro cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado na autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento: Pena – detenção de 6 (seis) meses a 2 (dois) anos, e multa.

¹⁴⁹ VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 154.

¹⁵⁰ MENDONÇA NETTO, Horácio de; EIZIRIK, Nelson Laks. **O privilegiamento de informações e o caso Petrobrás.** Revista Brasileira de Mercado de Capitais, v. 4, n. 10, jan./abr. 1978, p. 7-20. p.8.

“informações publicamente disponíveis”. Essas assimetrias são inerentes à estrutura do Mercado de Capitais, decorrendo delas a formação de opiniões distintas a respeito dos valores mobiliários, diferença que confere liquidez aos títulos negociados.

Realmente, o tipo sanciona a violação da política de acesso equitativo à “informação relevante” (*caput*) e a violação da política de *disclosure* pelos detentores do dever de informar (§ 1º). A qualificação da informação como “relevante” restringe e esclarece o alcance do tipo.

Deve-se mencionar que, na redação anterior à Lei nº 13.506/2017, o crime era próprio, pois somente punia as pessoas com obrigação de manter sigilo da informação¹⁵¹.

Na redação vigente, o dever de sigilo do autor não é mais necessário para configuração da conduta de *insider trading*, resultando na extensão da incriminação para terceiros que realizam operações com valores mobiliários utilizando informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado. Caso se trate de agente com dever de manter sigilo da informação relevante, a quebra é punida (§ 1º) e a pena é agravada se a *inside information* for utilizada para negociação de valores mobiliários (§ 2º).

Como se trata de crime comum, fica reforçada a importância da definição da “informação relevante”. Conforme dispõe o § 4º do art. 157 da Lei nº 6.404/1976, o conceito inclui as deliberações da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, como o conselho de administração, o conselho fiscal e a diretoria, mas, também, todos os fatos que possam “influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia”.

Essa proposição aberta é complementada pela Instrução CVM nº 358, que prevê outros atos ou fatos “potencialmente” relevantes, de caráter “político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro”, apresentando no parágrafo único do art. 2º rol exemplificativo:

I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva; **II** - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; **III** - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia; **IV** - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa; **V** - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro; **VI** - decisão de

¹⁵¹ MIKALOVSKI, Algacir. **Crimes contra o Mercado de Capitais**: bem jurídico, tipos e investigação. Curitiba: Juruá, 2014. p. 141-142.

promover o cancelamento de registro da companhia aberta; **VII** - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas; **VIII** - transformação ou dissolução da companhia; **IX** - mudança na composição do patrimônio da companhia; **X** - mudança de critérios contábeis; **XI** - renegociação de dívidas; **XII** - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações; **XIII** - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia; **XIV** - desdobramento ou agrupamento de ações ou atribuição de bonificação; **XV** - aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas; **XVI** - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro; **XVII** - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público; **XVIII** - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação; **XIX** - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço; **XX** - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia; **XXI** - modificação de projeções divulgadas pela companhia; **XXII** - pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico- financeira da companhia.

Como destacam Mendonça Netto e Eizirik, “uma lista taxativa de fatos relevantes seria certamente superada rapidamente pela própria dinâmica do mercado”¹⁵². O conceito é, propositadamente, indeterminado. Disso decorre certa “margem de incerteza” a ser preenchida no caso concreto, a partir da referência no art. 157, § 4º, da Lei nº 6.404/1976, à capacidade da informação de “influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores” e, no próprio tipo penal, de “propiciar vantagem indevida”.

A elementar “propiciar vantagem indevida” exige nível de conhecimento mínimo do autor da ação quanto ao funcionamento do Mercado de Valores Mobiliários, sem o qual não se preenche o elemento subjetivo. É preciso que seja constatada, em concreto, a consciência do agente quanto aos mecanismos de tomada da decisão de investimento, a revelar que, naquela situação, ele buscava obter benefícios ilegítimos. Isso sem excluir a verificação objetiva da relevância da informação. Somente quando estão presentes esses dois requisitos é possível concluir que a ação se dirige à obtenção de vantagem indevida e que, portanto, é punível.

Desse modo, a mera crença do investidor de que encontrou algum “segredo” desconhecido do público é penalmente irrelevante. Por exemplo, ao inventar novo critério de tomada de decisão de investimento, como um algoritmo de computador. A informação deve ser objetivamente relevante desde a perspectiva “do Mercado”, isto é, “desde a perspectiva “de uma determinada concepção de mercado, um mercado supervisionado, e dirigido aos investidores e à sua proteção”¹⁵³.

¹⁵² MENDONÇA NETTO; EIZIRIK. *Op.cit.* 1978. p. 13.

¹⁵³ VEIGA. *Op.cit.* 2001. p. 170.

Não fosse assim, a nova redação do tipo penal instituiria obrigação generalizada de *disclosure* direcionada aos poupadores, pois toda informação considerada na definição da estratégia de investimento é “relevante” em sentido profano e individual. Ora, tal obrigação de *disclosure* pelo investidor não somente resultaria em excessivo ruído no Mercado de Capitais, mas eliminaria o direito dos investidores à privacidade e ao sigilo de informações pessoais.

Cabe destacar, também, que a realização de operações a partir de opinião pessoal e secreta a respeito de informações relevantes já divulgadas ao mercado não se caracteriza como *insider trading*. Por exemplo, quando o investidor constata certo equívoco generalizado na análise *mainstream* das demonstrações financeiras de emissor ou tem um *insight* ignorado pela opinião pública quanto às expectativas do mercado. Essa é típica assimetria de informações legítima, sem a qual se inviabilizaria a competição no Mercado de Capitais.

A principal alteração decorrente da Lei nº 13.506/2017 é a incriminação da utilização de informação relevante obtida fortuitamente para obtenção de vantagem indevida. Antes atípica¹⁵⁴, a conduta atualmente é punível, sem prejuízo da constatação objetiva da relevância da informação e, também, do elemento subjetivo. Caso alguém, por exemplo, decida adquirir ações porque ouviu terceiro propalar genéricas expectativas otimistas quanto à economia, ainda que acredite se tratar de informação privilegiada, não há crime. Entretanto, se o garçom escuta os diretores de uma companhia deliberando no restaurante a respeito de algum negócio e realiza operações para beneficiar-se da informação não divulgada, há infração penal.

Nessa ótica, atualmente, o tipo do art. 27-D da Lei nº 6.385/1976 não prevê somente consequências penais para a violação do dever de lealdade e de informação pelos detentores dessa obrigação. A política criminal contra o *insider trading* não se restringe à garantia da política de *disclosure*. De modo mais amplo, ela exige lealdade de todos os operadores no Mercado de Valores Mobiliários. A nova lei realizou o intento anunciado por Mendonça Netto e Eizirik de “tornar claro que a própria noção de *insider* deve ser estendida a fim de incluir não apenas aqueles que, funcionalmente, estão dentro da companhia, mas todos aqueles que, mesmo fora, tenham acesso e utilizem informações confidenciais, ainda não divulgadas”¹⁵⁵.

¹⁵⁴ LUCCHESI, Guilherme Brenner. **O objeto da tutela penal no delito de *insider trading***. Revista Brasileira de Ciências Criminais, v. 19, n. 90, mai./jun. 2011.

¹⁵⁵ MENDONÇA NETTO; EIZIRIK. **Op.cit.** 1978. p. 17.

A nova redação do art. 27-D vai ao encontro da inclusão do § 4º do art. 155 da Lei nº 6.404/1976¹⁵⁶, que criou para a totalidade de operadores do Mercado de Capitais “dever geral entre todos os participantes nas transações do mercado de abster-se de operar com informações relevantes não divulgadas”, como pressagiado pela Suprema Corte dos Estados Unidos¹⁵⁷, reforçando a “expectativa justificável do Mercado de Valores Mobiliários de que todos os investidores negociando em transações impessoais detêm acesso relativamente isonômico a informações relevantes”¹⁵⁸.

Isso, porém, exige trazer novamente à tona o debate quanto à eficiência econômica da punição do *insider*.

Posner explica que a criminalização do uso de informações privilegiadas pode ser questionada porque reduz a eficiência do Mercado de Capitais na formação de preços¹⁵⁹. Segundo a Hipótese do Mercado Eficiente¹⁶⁰, “os preços que regem os mercados descontam automaticamente toda nova informação que chega ao mercado e que possa repercutir neles”¹⁶¹.

Desse modo, continua Posner, a operação no mercado de capitais pelo *insider* fornece informação mais adequada quanto ao valor mobiliário negociado através da reavaliação do preço¹⁶². Existe um *tradeoff* a ser levado em consideração. Nessa perspectiva, os custos decorrentes da proibição e punição do uso de informações privilegiadas podem ser maiores do que os benefícios resultantes de um mercado eficiente na determinação dos preços dos títulos negociados publicamente.

O “dilema do *insider trading*”¹⁶³ é ressaltado quando o crime deixa de ser próprio, conforme a nova redação da Lei nº 13.506/2017. Ora, os administradores da companhia se submetem à política de *disclosure* e, por conta disso, possuem à sua disposição canais para difusão equitativa de informações. Entretanto, o investidor que obtém fortuitamente

¹⁵⁶ Art. 155. § 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

¹⁵⁷ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Chiarella v. United States**, 445 US 222, 1980. tradução livre.

¹⁵⁸ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals Second Circuit. **Securities and Exchange Com'n v. Texas Gulf Sulphur Co.**, 401 F. 2d 833, 1968.

¹⁵⁹ POSNER. **Op.cit.** 1986. p. 393.

¹⁶⁰ FAMA. **Op.cit.** 1970.

¹⁶¹ ASSOCIAÇÃO DE ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTOS NO MERCADO DE CAPITAIS – APIMEC. **Op.cit.** 2017. p. 79.

¹⁶² POSNER. **Op.cit.** 1986. p. 393.

¹⁶³ HADDOCK, David D.; MACEY, Jonathan R. **A coasian model of insider trading**. Northwestern University Law Review, v. 80, n. 6, p. 1449, 1985. Disponível em: https://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1774/. Acesso em: 22 set. 2020.

informações sigilosas não tem à sua disposição meios equitativos de comunicação, exceto a proposição de um preço, isto é, a apresentação de uma ordem de compra ou venda no pregão. Quando ele se abstém de negociar, porque proibido de operar no mercado alcançado pela informação privilegiada, o preço não se atualiza. O Mercado de Capitais se afasta, em tese, da hipótese de eficiência. A punição, portanto, justificar-se-ia somente por interesses de preservação de certa percepção de comportamento ético ou leal.

Nesse cenário, a criminalização não visaria à tutela sistêmica do Mercado de Valores Mobiliários¹⁶⁴. Afinal de contas, a lesividade econômica da conduta se esgotaria no custo de oportunidade para a parte contrária da operação realizada. O *insider* obteria vantagem no lugar da pessoa que negociou com ele. Contudo, em primeiro lugar, pode ser que ele tenha prejuízo com sua conduta. Mas, mais importante, a tutela do Mercado de Capitais se justificaria, nesse caso, somente de forma remota ou indireta¹⁶⁵.

A criminalização, constatada a sua ineficiência para o Mercado de Capitais, se justificaria pela necessidade de mecanismo de dissuasão ao comportamento desleal, posição de difícil sustentação no Brasil, porque a tipificação é recente e a persecução dessa conduta é de baixa intensidade¹⁶⁶. O crime de *insider trading*, dentro dessas premissas, seria espécie de crime contra o patrimônio incerto e futuro de terceiros. Estritamente, crime de mera quebra da “expectativa de que os demais participantes operam com os mesmos dados e subsídios”¹⁶⁷.

Scalzilli e Spinelli defendem que o problema do *insider trading* está na seleção adversa¹⁶⁸, como teorizado por Akerlof¹⁶⁹. De acordo com os autores, “caso seja notório que operadores atuem indiscriminadamente com base em informação privilegiada, haveria uma perda de credibilidade generalizada na instituição”¹⁷⁰. Mais especificamente, as perdas sistemáticas dos investidores sem *inside information*, em favor dos lucros de detentores dessas informações, é repassada nos preços e reflete na liquidez dos valores mobiliários.

Porém, como explica Manne, precursor da tese de ineficiência da punição do *insider trading*, esse efeito prejudica, principalmente, os investidores de curto prazo, ou seja, os

¹⁶⁴ Nesse sentido: VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 154.

¹⁶⁵ LUCCHESI. **Op.cit.** 2011.

¹⁶⁶ LUCCHESI. **Op.cit.** 2011.

¹⁶⁷ BREDÁ. **Op.cit.** 2014. p. 404.

¹⁶⁸ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **A racionalidade econômica do combate ao *insider trading***: assimetria de informação e dano ao mercado. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, a. 46, n. 147, jul./set. 2007.

¹⁶⁹ AKERLOF. **Op.cit.** 1970..

¹⁷⁰ SCALZILLI; SPINELLI. **Op.cit.** p. 51.

especuladores¹⁷¹. Nesse sentido, a possibilidade da negociação com informações privilegiadas é até mesmo capaz de favorecer a solidificação desse segmento do SFN, ao “alertar contra o uso do Mercado de Capitais como um jogo de cassino”¹⁷².

Ademais, segundo o mesmo autor¹⁷³, o *insider* transmite aos administradores e controladores das companhias abertas sinais importantes a respeito da opinião do mercado quanto ao estado dos negócios, através da variação do preço do valor mobiliário. Esse efeito é importante sobretudo quando o operador com informações privilegiadas está desobrigado do dever de informar, portanto, não tem acesso a canais de difusão equitativa da informação. A hipótese de Manne é de que o *insider trading* permite resposta mais rápida da companhia a mudanças de circunstâncias que, sem a variação do preço, passariam despercebidas aos administradores e controladores.

A legislação brasileira do Mercado de Capitais não ignora essa possibilidade, regulando o dever de diligência do Diretor de Relações com Investidores na apuração das causas de oscilações atípicas na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores de emissão da companhia¹⁷⁴.

Ainda de acordo com Manne, acionistas que alocam grande volume de capital em determinada companhia aberta, com perspectiva de longo prazo, também têm interesse em permitir o *insider trading*, para obter acesso à informação que, de outro modo, não obteriam¹⁷⁵. Eles se beneficiam da capacidade analítica e preditiva “do Mercado” materializada no sistema de preços, ou seja, como teorizado na obra de Hayek, da informação coletiva resultante da “interação de pessoas que, individualmente, possui somente conhecimento parcial”¹⁷⁶.

Não se pretende solucionar essa controvérsia¹⁷⁷. Contudo, é inescapável reconhecer que o foco principal quando se examina a lesividade da conduta de *insider trading*, está na

¹⁷¹ MANNE, Henry G. **Insider trading**: Hayek, virtual markets, and the dog that did not bark. *Journal of Corporation Law*, v. 31, n. 1, 2005, p. 167-185. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=679662. Acesso em: 22 set. 2020.

¹⁷² *Ibidem*, p. 169. tradução livre.

¹⁷³ *Ibidem. passim*.

¹⁷⁴ Art. 4º, parágrafo único, **Instrução CVM nº 358**, de 3 de janeiro de 2002.

¹⁷⁵ MANNE. **Op.cit.** 2005.

¹⁷⁶ HAYEK, Friedrich August von. **The use of knowledge in Society**. *The American Economic Review*, v. 35, n. 4, 1945, p. 519-530. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1809376>. Acesso em: 22 set. 2020.

¹⁷⁷ Para panorama do debate e das diversas correntes econômicas e jurídicas: BAINBRIDGE, Stephen M. **The Law and Economics of Insider Trading**: a comprehensive primer. 2011. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.261277>. Acesso em: 22 set. 2020.

quebra de confiança da competição em condições equitativas, como enfatizado no caso *O'Hagan* pela Suprema Corte dos Estados Unidos (SCOTUS, na sigla em inglês)¹⁷⁸.

Parente, por exemplo, enfatiza que “tal prática representa iniquidade por parte de qualquer pessoa que se utilize de informações sigilosas ou reservadas, para negociar títulos emitidos pela companhia com outras pessoas que as desconheçam”¹⁷⁹.

Constata-se grau mais intenso de proteção sistêmica, no prisma de confiabilidade dos investidores em relação aos detentores de papéis especiais na promoção e defesa do Mercado de Capitais, quando o aproveitamento da *inside information* se manifesta, simultaneamente, como manobra fraudulenta de omissão de informação, para impedir a reação tempestiva daqueles com direito ao *disclosure* e estabelecer condições artificiais de oferta e demanda. Nesses casos, em que existe o dever específico de garantir a qualidade da informação ao investidor, o *insider trading* associa-se à manipulação de mercado, e há tutela do mercado como um todo¹⁸⁰.

1.3.2 Manipulação do Mercado de Capitais: aproximação inicial ao problema de pesquisa

Breda explica que, enquanto no *insider trading* “omite-se um dado real”, a manipulação do mercado consiste na inserção de “elemento falso no processo de formação dos preços dos valores mobiliários”¹⁸¹. Para Veiga, “os pressupostos típicos de um e outro crimes são tão diferentes que não há lugar a qualquer espécie de confusão”¹⁸².

A conduta está tipificada no art. 27-C da Lei nº 6.385/1976:

Art. 27-C. 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: **Pena** – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

O tipo de injusto foi alterado pela Lei nº 13.506/2017, eliminando o elemento subjetivo especial “com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos

¹⁷⁸ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **United States v. O'Hagan**, 521 US 642, 1997.

¹⁷⁹ PARENTE. **Op.cit.** 2018. p. 430.

¹⁸⁰ VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 153-156.

¹⁸¹ BREDA. **Op.cit.** 2014. p. 402.

¹⁸² VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 154.

mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado”, que existia na redação original da Lei nº 10.303/2001, e incluindo a direção da conduta “a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário”.

Na redação atual, o tipo assemelha-se à definição da “manipulação de preços” no item II da Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979:

II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: **b)** manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, 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;

Entretanto, a observação de Breda de que se trata de “um dos tipos de maiores complexidade no Direito Penal Brasileiro” continua válida¹⁸³. A conduta ainda exige “duplo e especial fim de agir”¹⁸⁴, pois o agente deve realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas para “elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário” e, também, “com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem”.

Porém, a nova redação eliminou componentes complexos do tipo de injusto criado pela Lei nº 10.303/2001, sobretudo as elementares “artificialmente” e “regular funcionamento dos mercados”.

Note-se, a criação do perigo de distorção do mercado continua sendo a essência da ilicitude da conduta, pois a norma protege “o processo de formação de preços”¹⁸⁵. Como “o preço desconta tudo”¹⁸⁶, a execução de manobras fraudulentas tem o potencial de “desviar a função que o mercado deve desempenhar”¹⁸⁷. Entretanto, já não é mais essencial à definição da incidência típica a conceituação do que seja o “regular funcionamento dos mercados” e, portanto, do que são alterações artificiais. É ajuste importante porque é “impossível em última análise distinguir um preço ‘normal’ de um ‘artificial’”¹⁸⁸.

De fato, o crime de manipulação do Mercado de Capitais é de perigo abstrato. Na redação atual, não se exige que a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor

¹⁸³ BRED A. **Op.cit.** 2014. p. 359.

¹⁸⁴ *Ibidem.* p. 387.

¹⁸⁵ BRED A. **Op.cit.** 2014. p. 360.

¹⁸⁶ ASSOCIAÇÃO DE ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTOS NO MERCADO DE CAPITAIS – APIMEC. **Op.cit.** 2017. p. 82.

¹⁸⁷ VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 77.

¹⁸⁸ *Ibidem.* p. 74.

mobiliário sejam elevados, mantidos ou baixados, tampouco que se obtenha vantagem indevida ou que seja causado dano a terceiros. Caso o último resultado se concretize, aplica-se multa de até três vezes o montante da vantagem ilegalmente obtida, porém, ele não é imprescindível à completude do tipo penal. Basta a idoneidade da “manobra fraudulenta” e a intenção do agente de produzir esses resultados.

A nova redação, assim, facilita bastante a incidência do tipo penal e fortalece a racionalidade econômica da incriminação. Veiga explica que “os agentes do mercado não são guardiães da harmonia de curvas de comportamento financeiro enquanto tais”¹⁸⁹. Os investidores são livres para precificar os títulos em negociação. Assim, em ótica econômica, comportamentos “anormais” não são, por si sós, reputados como “artificiais”. Por exemplo, “o comportamento do agente que inverte uma tendência pode ser prenunciador de uma tendência futura”¹⁹⁰. Por isso, “a mera desvalorização artificial de um ativo não configura, necessariamente, indício de crime”¹⁹¹, porque “os falsos alarmes são constitutivos deste mercado”¹⁹².

Citando Veiga, “muitas crises de mercado mais não foram que o ajustamento do mesmo à realidade, verificando-se que a sua regularidade típica, tida como normal e aceite pela consciência comum como evidente, era meramente aparente”¹⁹³. Veja-se que na raiz do Mercado de Capitais está um princípio hedonístico de maximização do prazer ou a racionalidade econômica de maximização de utilidade. Essa é, de fato, a “natureza” do Mercado de Valores Mobiliários, o que implica em permanente incerteza quanto ao comportamento dos preços e dos volumes negociados. O risco é inerente à atividade de investimento¹⁹⁴.

A colocação de conceito de funcionamento “natural” do Mercado, nesse cenário, “seria resolver um problema colocando um problema infinitamente maior”¹⁹⁵. Por isso, a nova redação pela Lei nº 13.506/2017 tem o mérito de colocar a fraude, sua idoneidade de influir na decisão dos investidores e a intermediação dos elementos subjetivos no centro da discussão, dispensando a distinção precisa – para fins de persecução penal – entre o natural e o artificial no Mercado de Capitais.

¹⁸⁹ Ibidem. p. 68.

¹⁹⁰ Ibidem.

¹⁹¹ MIKALOVSKI. **Op.cit.** 2014. p. 136.

¹⁹² VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 69.

¹⁹³ VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 70.

¹⁹⁴ Para descrição do impacto das incertezas no processo de tomada de decisão, inclusive de investimento: TALEB, Nassim Nicholas. **Antifrágil**. Tradução de Eduardo Rieche. Rio de Janeiro: Best Business, 2015.

¹⁹⁵ VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 79.

Além disso, a consciência da criação do perigo, pelo autor da conduta, já não precisa englobar o “real conhecimento de que com o facto está a desviar a função que o mercado deve desempenhar através do acto praticado”¹⁹⁶. A consciência deve englobar, tão somente, a idoneidade da manobra fraudulenta de induzir terceiros a negociar e, assim, a “elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário”.

O tipo penal menciona a realização de operações simuladas como a espécie principal de manobra fraudulenta. No mercado secundário, operações simuladas são as *matched orders* ou ordens casadas – chamadas *cross trading* quando conduzidas pelo intermediário financeiro. Nesses casos, não há real transmissão da propriedade dos valores mobiliários, mas indicação ao mercado de variação do preço e do volume negociado, “criando uma aparente demanda que, em verdade, não reflete a realidade das normais condições de formação livre do mercado”¹⁹⁷. Ou, nas palavras de Veiga, “existe um desvio entre o nexo genético e o funcional na operação em causa”, porque “não há reais translações patrimoniais ou, havendo-as, ocorrem em moldes diferentes dos que são plasmados no negócio”¹⁹⁸.

Existem outras operações, como os negócios transmissivos de valores mobiliários realizados fora do pregão e os negócios criadores de instrumentos financeiros¹⁹⁹. De fato, as operações simuladas podem ocorrer fora do Mercado de Capitais, mas, “com o fim e a potencialidade de alterá-lo”²⁰⁰, pois existe “interdependência dos activos, operações, mercados e agentes”²⁰¹.

Para Veiga, “as manipulações baseadas em operações são as mais difíceis de provar e as mais difíceis de erradicar, exatamente, porque têm com frequência uma aparência anódina”²⁰². Existem outras ações fraudulentas que podem criar induzir os investidores em erro e elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário²⁰³.

Quando o intermediário financeiro opera *reaching across the market*, realizando operações verdadeiras, com recursos próprios, para fraudar o volume negociado e criar a aparência da existência de mercado e da realização de negócios, ele também manipula o

¹⁹⁶ Ibidem. p. 77.

¹⁹⁷ BREDA. **Op.cit.** 2014. p. 372.

¹⁹⁸ VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 51.

¹⁹⁹ VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 49-50.

²⁰⁰ BREDA. **Op.cit.** 2014. p. 389.

²⁰¹ VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 106.

²⁰² Ibidem. p. 47.

²⁰³ Para lista de cenários comuns de manipulação do Mercado: WITHANAWASAM, Rasika Maduranga.

Modelling trade-based manipulation strategies in limit-order markets. 2013. Disponível em:

<https://ourarchive.otago.ac.nz/handle/10523/4047>. Acesso em: 22 set. 2020. p. 33.

mercado²⁰⁴. No caso do *parking*, o manipulador aliena valores mobiliários, mas a fraude repousa em acerto prévio de que eles serão recomprados depois de certo período de tempo, ocultando a titularidade e o histórico de transações para criar escassez²⁰⁵.

Essas práticas são enquadradas, na terminologia de Allen e Gale, como *trade-based manipulations*²⁰⁶, porque “a manipulação ocorre no próprio mercado, através da compra e venda de valores mobiliários”²⁰⁷. Mas, note-se que, como se trata de operações, essas condutas tem o potencial de provocar alterações nas condições de oferta e demanda, no mecanismo de formação dos preços do valores mobiliários. Assim, elas são idôneas a induzir em erro o investidor porque distorcem o conjunto de informações à disposição para tomada da decisão de investimento. Entretanto, é possível distinguir modalidade específica de manipulação baseada em informações (*information-based market manipulation*).

1.3.2.1 Manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações

Veiga esclarece que “o mercado de valores mobiliários é em grande medida um mercado de informação”, razão pela qual “uma das formas privilegiadas de actuar sobre ele consiste na produção e divulgação de informação”²⁰⁸.

Conceituada preliminarmente, a manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações envolve a divulgação de informação que possa induzir a erro os investidores, isto é, a “disseminação de falsas informações ou rumores sobre uma companhia para depreciar ou inflar a cotação de um valor mobiliário”²⁰⁹. Segundo Putniņš, a prática é tão antiga quanto as bolsas de valores²¹⁰.

Allen e Gale relatam que, logo após a criação da Bolsa de Valores de Amsterdã, no início do Século XVII, os corretores descobriram que poderiam lucrar manipulando os preços,

²⁰⁴ VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 110.

²⁰⁵ *Ibidem*. p. 53 e 110.

²⁰⁶ ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. **Stock-price manipulation**. *The Review of Financial Studies*, v. 5, i. 3, 1992, p. 503-529. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2962136>. Acesso em: 22 set. 2020.

²⁰⁷ CAVALI. **Op.cit.** p. 319.

²⁰⁸ VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 41.

²⁰⁹ CAVALI. **Op.cit.** p. 116. Também: PUTNIŅŠ, Tālis J. **Market manipulation: a survey**. 2011. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1805642>. Acesso em: 22 set. 2020.

²¹⁰ PUTNIŅŠ. **Op.cit.** 2011.

realizando intensa atividade de venda de algum título (*bear raid*) e espalhando notícias falsas a respeito do valor mobiliário, para readquirir os papéis posteriormente²¹¹.

Mais recentemente, os autores narram que, na esteira do *crash* de Wall Street em 1929, foi constatada a existência de diversas *trading pools*, grupos de investidores que se associavam para adquirir determinado valor mobiliário, espalhar rumores positivos a respeito da companhia e, então, vender com lucros. Nos dois casos, agrega-se a operações fictícias (*trade-based manipulation*) ou a operações verdadeiras a divulgação de informações falsas, o que caracteriza a chamada *information-based manipulation*²¹².

Allen e Gale também mencionam as *action-based manipulations*. Cavali dá como exemplo o caso da *American Steel and Wire Company*, quando os diretores da companhia venderam a descoberto ações da companhia, fecharam fraudulentamente as minas da empresa para que os preços caíssem, cobrindo suas posições e, depois, reabriram as minas²¹³. Para Putniņš, a manipulação baseada em ações é modalidade de manipulação baseada em informações²¹⁴.

O Ordenamento Jurídico Brasileiro não é alheio à manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações²¹⁵. Ainda no Século XIX, a Lei nº 3.150, de 4 de novembro de 1882, estabeleceu, no art. 27, § 3º, punições para os administradores de companhias que promovessem falsas cotações por “qualquer artifício”, previsão repetida no art. 340, § 3º, do Código Penal de 1890.

Já no Estado Novo, agregou-se modalidades específicas de “artifício” e proibiu-se claramente nos incisos VI, VII e X do art. 2º do Decreto-Lei nº 869, de 18 de novembro de 1938, que definia os crimes contra a economia popular, a provocação de “alta ou baixa de preços, títulos públicos, valores ou salários por meio de notícias falsas, operações fictícias ou qualquer outro artifício”, a conduta de “dar indicações ou fazer afirmações falsas em prospectos ou anúncios, para o fim de subscrição, compra ou venda de títulos, ações ou quotas”, além da fraude de “escriturações, lançamentos, registros, relatórios, pareceres e outras informações devidas a sócios”, com os fins específicos listados no dispositivo e no caso de estarem atendidas certas qualidades da companhia.

²¹¹ ALLEN; GALE. **Op.cit.** 1992.

²¹² *Ibidem*.

²¹³ CAVALI. **Op.cit.** 2017. p. 118.

²¹⁴ PUTNIŅŠ, Tālis J. **Closing price manipulation and the integrity of stock exchanges**. 2009. Disponível em: <https://core.ac.uk/download/pdf/41234083.pdf>. Acesso em: 22 set. 2020. p. 15.

²¹⁵ Veja-se histórico da legislação em MORELLI. **Op.cit.** 2019. p. 176-178.

O Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, também punia, no § 1º do art. 168, “os fundadores, diretores, gerentes e fiscais, que, em prospectos, relatórios, pareceres, balanços ou comunicações ao público ou à assembléia, fizerem afirmações falsas sobre a constituição ou as condições econômicas da sociedade”, bem como aqueles que “fraudulentamente ocultarem, no todo ou em parte, fatos a elas relativos”. Além disso, também se vedava aos diretores, gerentes e fiscais, no § 2º do mesmo dispositivo, promover “por qualquer artifício, falsas cotações das ações ou de outros títulos pertencentes à sociedade”.

Já o Código Penal, ainda vigente, prevê em seu art. 177:

Art. 177 - Promover a fundação de sociedade por ações, fazendo, em prospecto ou em comunicação ao público ou à assembléia, afirmação falsa sobre a constituição da sociedade, ou ocultando fraudulentamente fato a ela relativo: **Pena** - reclusão, de um a quatro anos, e multa, se o fato não constitui crime contra a economia popular. **§ 1º** - Incorrem na mesma pena, se o fato não constitui crime contra a economia popular: **I** - o diretor, o gerente ou o fiscal de sociedade por ações, que, em prospecto, relatório, parecer, balanço ou comunicação ao público ou à assembléia, faz afirmação falsa sobre as condições econômicas da sociedade, ou oculta fraudulentamente, no todo ou em parte, fato a elas relativo; **II** - o diretor, o gerente ou o fiscal que promove, por qualquer artifício, falsa cotação das ações ou de outros títulos da sociedade; (...)

A Lei nº 1.521, de 26 de dezembro de 1951, regulou novamente a matéria, prevendo em seu art. 3º, incisos VI, VII e X, nos moldes do Decreto-Lei nº 869, de 18 de novembro de 1938, com específicas alterações.

Cabe citar, ainda, que a Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986, pune diversas modalidades de fraude. Especialmente no art. 3º, pune-se a divulgação de informação falsa ou prejudicialmente incompleta sobre instituição financeira e, no art. 6º, a burla de sócio, investidor ou repartição pública, sobre operação ou situação financeira, mediante sonegação de informação ou informação falsa. Ademais, no art. 7º, reprime-se a emissão, oferta e negociação de valores mobiliários falsos.

Além disso, nos arts. 9º, 10, 11 e 16, proíbe-se a falsificação de documentos comprobatórios de investimentos em valores mobiliários, a falsificação de demonstrações financeiras de instituições do SFN, a manutenção de contabilidade paralela e a obtenção de autorização de funcionamento de instituição financeira mediante declaração falsa. Nos arts. 14 e 15, incrimina-se as declarações falsas de crédito ou do interventor, liquidante ou síndico na intervenção, liquidação extrajudicial ou falência de instituição financeira. Não bastasse, no art. 21, criminaliza-se a atribuição de falsa identidade, a sonegação de informação ou prestação de informação falsa para realizar operação de câmbio.

Apesar da legislação pretérita utilizar expressões como “notícias falsas” e “afirmações falsas”, o Legislador não empregou no art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, seja na redação da Lei nº 10.303/2001 ou na redação da Lei nº 13.506/2017, expressões análogas, referindo-se exclusivamente à conduta de “executar outras manobras fraudulentas”.

A omissão, forçosamente, exige discussão inicial a respeito da viabilidade de punir a *information-based manipulation* com base nesse tipo penal, pois, como afirma Morelli, “será sempre muito forte o argumento de que o legislador nacional propositadamente excluiu a manipulação informacional”²¹⁶.

Para Cavali, “apesar de a lei não prever expressamente a forma de manipulação informativa, a maioria da doutrina admite que, para a prática do delito, a manobra fraudulenta prevista no tipo pode assumir a forma de divulgação de informações falsas”²¹⁷. O autor defende essa interpretação, tanto porque “o tipo penal comporta essa interpretação” como pela necessidade de evitar “indesejável lacuna de punibilidade”.

Nesse sentido, Breda defende que, apesar da legislação anterior fazer menção àquelas expressões e do Legislador não as ter utilizado no art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, “a manipulação do mercado pode ocorrer com a difusão de notícias falsas, enquadrando-se tal conduta no elemento do tipo ‘outras manobras fraudulentas’”²¹⁸. Também é esse o entendimento de Mikalovski²¹⁹.

Indo além, Cavali admite inclusive a possibilidade de incriminação por omissão²²⁰, portanto, quando aqueles com dever de prestar informações deixam de fazê-lo, para elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário e obter vantagem indevida ou causar dano a terceiros.

Prima facie, a proposição normativa comporta a interpretação que inclui no alcance da incriminação a manipulação do mercado baseada em informações. Por outro lado, o verbo núcleo do tipo “executar” sugere ação comissiva, o que impediria a leitura que estende a tipicidade para condutas omissivas. A tutela, nesse caso, se daria pelo tipo penal que pune o *insider trading* (art. 27-D, Lei nº 6.385/1976). Contudo, não se pode ignorar que, na prática, a omissão do dever de informação tende a se associar à emissão de documentos com informações

²¹⁶ MORELLI. *Op.cit.* 2019. p. 181.

²¹⁷ CAVALI. *Op.cit.* 2017. p. 250.

²¹⁸ BREDÁ. *Op.cit.* 2014. p. 377.

²¹⁹ MIKALOVSKI. *Op.cit.* 2014. p. 137.

²²⁰ CAVALI. *Op.cit.* 2017. p. 251. Também defendendo a possibilidade da consumação do crime por omissão do dever de informar: BREDÁ. *Op.cit.* 2014. p. 384.

incompletas, como o formulário de referência das companhias abertas. Desse modo, o enquadramento seria possível.

Enfim, em primeiro nível de compreensão, o termo “executar outras manobras fraudulentas” é suficientemente abrangente para punir a manipulação baseada em informações. A interpretação é compatível com os limites semânticos do texto da norma.

Entretanto, há outras questões que precisam ser respondidas, uma vez admitido o enquadramento. Por exemplo, que qualidade é exigida da “informação fraudulenta”.

Para Breda, informações “propositadamente exageradas, tendenciosas ou distorcidas” são puníveis²²¹. Como sintetiza Cavali, existe “entre a verdade e a falsidade todo um gradiente de verdades parciais”²²², mas o autor admite recurso à ideia de informação “prejudicialmente incompleta” do art. 3º da Lei nº 7.492/1986.

A leitura de ambos decorre da absorção da legislação estrangeira. Porém, Portugal, Espanha, Reino Unido, Itália e a União Europeia possuem dispositivos explícitos a respeito da manipulação baseada em informações²²³.

No Brasil, diante da incidência ampliada do tipo penal por via hermenêutica, emprestando as palavras de Schmidt, é preciso atentar para possíveis efeitos deletérios, sendo importante aplicar “rigorosos mecanismos de recorte material da incidência típica” e evitar a “sobrecarga de resposta penal”²²⁴. Portanto, ainda que se conclua pela viabilidade da tipificação formal da manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações ao art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, é possível mitigar a expansão do poder de punir através de controle da tipicidade material.

²²¹ BRED A. *Op.cit.* 2014. p. 378.

²²² CAVALI. *Op.cit.* 2017. p. 250.

²²³ *Ibidem.* p. 247-250. BRED A. *Op.cit.* 2014. p. 377-380. Enfatizando de forma crítica a existência em outros países de tipos específicos: MORELLI. *Op.cit.* 2019. p. 171-176.

²²⁴ SCHMIDT, Andrei Zenkner. **O (ainda necessário) debate acerca do conceito material de lavagem de dinheiro.** In: LOBATO, José Danilo Tavares; MARTINELLI, João Paulo Orsini; SANTOS, Humberto Souza. *Comentários ao Direito Penal Econômico brasileiro.* Belo Horizonte: D’Plácido, 2018. p. 676 e 684.

1.3.2.2 A questão constitucional brasileira

Mattos Filho *et al.* relatam o caso de influenciadora digital que, sem atuação profissional no Mercado de Capitais, divulgou em rede social que estariam se dedicando a *day-trades*, colocando a questão da pertinência de “implementar uma política regulatória adequada” quanto à manifestação do pensamento dessas pessoas a respeito de valores mobiliários, visando a proteção dos investidores²²⁵. Os autores não negam a tensão com o direito à Liberdade de Expressão, contudo, preocupam-se com “atuação de pessoas nas mídias sociais com a intenção de provocar alterações indevidas no livre processo de formação de preços”.

Porém, a vulnerabilidade dos investidores a informações em circulação na internet não é problema novo. Na década de 1990, a *Securities and Exchange Commission* processou investidores que adquiriram ações da empresa NEIP, títulos de baixa liquidez (*thinly traded*), e passaram a divulgar em fóruns a informação falsa de que a companhia seria adquirida²²⁶.

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários já julgou investidor, pela prática da conduta vedada no item II, “b”, da Instrução CVM nº 8/1979, porque, em fórum da internet, ele simulara conversas a respeito de ações da Companhia Siderúrgica Paulista S.A. – Cosipa, buscando criar o rumor de “que seria anunciada a recompra das referidas ações a um preço maior que o de mercado”. Na oportunidade, apesar da conduta não ter produzido nenhuma variação na cotação dos títulos, a CVM condenou o autor das mensagens falsas. É interessante notar que, na oportunidade, o Conselheiro Luiz Leonardo Cantidiano examinou a linguagem utilizada pelo investidor (“ele não pergunta, ele não indaga, ele não questiona, ele sai dizendo que há uma decisão já tomada”) e o Conselheiro Luiz Antonio de Sampaio Campos destacou o potencial lesivo da conduta porque “a informação, sem dúvida, é o bem mais sensível no mercado de capitais, e o adequado tratamento ao fluxo de informações é a preocupação talvez maior da regulação no mercado de capitais”²²⁷.

Apesar desses casos não suscitarem grande controvérsia a respeito da legitimidade da persecução Estatal, talvez porque ocorreram na zona clara da divergência completa entre a

²²⁵ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *et al.* **Op.cit.** 2020.

²²⁶ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Securities and Exchange Commission. **Litigation Release nº 18043:** Court Grants SEC Summary Judgment Against Defendant Aziz-Golshani in NEI Webworld Internet Stock Manipulation Case. SEC, 20 mar. 2003. Disponível em: <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18043.htm>. Acesso em: 10 out. 2020.

²²⁷ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2001/6226.** Data do julgamento: 15 mai. 2003. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/pesquisa/pesquisa.html>. Acesso em: 6 mar. 2021.

notícia e o referente²²⁸, não se reputa sem “grande dificuldade” sujeitar condutas semelhantes ao art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, como defende Cavali²²⁹. O autor tem razão quando defende que, no Ordenamento Jurídico Brasileiro, “a disseminação de informações falsas é vedada em vários setores regulados criminalmente”²³⁰. Contudo, não se pode ignorar que a incriminação, por exemplo, da divulgação de informação falsa ou prejudicialmente incompleta sobre instituição financeira, no art. 3º da Lei nº 7.492/1986, é muito mais clara (ainda que sua legitimidade também possa ser questionada).

E, a medida que a repressão deixa de recair sobre “afirmações falsas”, para recair sobre informações incompletas, depois somente exageradas e tendenciosas, torna-se imprescindível avaliar se a extensão da proibição não tem efeitos colaterais desproporcionais. Afinal de contas, nesses casos, “não se pode esquecer que como pano de fundo existe sempre uma reação entre emissor e recepções”²³¹. Porém, essa investigação sobre a idoneidade lesiva da informação questionada é realizada no curso de uma persecução administrativa ou penal.

Ou seja, apesar de ser imprescindível a presença dos elementos subjetivos específicos para caracterização do crime de manipulação do mercado, o recurso ao dolo como medida de contenção da resposta penal é altamente dependente da discricionariedade das autoridades competentes para exercício do *ius puniendi*. A lei penal é mais previsível quando as condutas são delimitadas por critérios materiais e não por imperscrutável elemento psíquico do agente, cabendo à dogmática jurídica contribuir a essa delimitação, quando possível.

Assim, no caso da manipulação do mercado baseada em informações, admitida, *prima facie*, a subsunção da conduta ao art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, cabe perguntar da sua compatibilidade com o direito fundamental à Liberdade de Expressão. Portanto, é preciso investigar se a CRFB/88 garante a manifestação do pensamento em matéria de Mercado de Capitais. Em caso afirmativo, qual a extensão dessa proteção constitucional. Depois, ainda que a divulgação de informações falsas, incompletas, exageradas ou tendenciosas não esteja incluída no âmbito de proteção, se efeitos colaterais desproporcionais da proibição dessas condutas justificam, mesmo assim, interpretação conforme à CRFB/88 do dispositivo.

²²⁸ VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 42.

²²⁹ CAVALI. **Op.cit.** 2017. p. 117.

²³⁰ *Ibidem*.

²³¹ VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 44.

2. A LIBERDADE DE EXPRESSÃO ENCONTRA O MERCADO DE CAPITAIS

Neste Segundo Capítulo será explorada a tensão entre os interesses envolvidos na proteção do Mercado de Capitais brasileiro e a garantia constitucional da Liberdade de Expressão, explorando-se o âmbito de proteção da Norma Constitucional. No item 2.1 será o âmbito de proteção da CRFB/88, expondo-se a necessidade, desde a ótica da tutela constitucional da Liberdade de Expressão, de colocar sob suspeita a incriminação da manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações quando se trata da imposição da opinião das autoridades estatais ou de verdade oficial. Passando ao item 2.2, será apresentada a jurisprudência norte-americana, uma vez que a metodologia da Análise Econômica do Direito (AED) foi empregada para estudo da Liberdade de Expressão no contexto da Primeira Emenda da Constituição dos Estados Unidos da América. Então, no item 2.3, será apresentado o marco teórico da Análise Econômico-jurídica da Liberdade de Expressão, até a formulação de Posner.

2.1 O ÂMBITO DE PROTEÇÃO DA LIBERDADE DE EXPRESSÃO

A questão constitucional material da interpretação do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 que resulta na incriminação da manipulação do mercado baseada em informações, admitida essa leitura do tipo penal²³², repousa na tensão entre os interesses envolvidos na proteção do Mercado de Capitais brasileiro e a garantia constitucional da Liberdade de Expressão.

No sentido amplo dado por Martins Neto, a Liberdade de Expressão “consiste, basicamente, no direito de comunicar-se, ou de participar de relações comunicativas, quer como portador da mensagem (orador, escritor, expositor), quer como destinatário (ouvinte, leitor, espectador)”, sob qualquer forma de linguagem²³³.

Ora, a manipulação do mercado baseada em informações consiste, essencialmente, na instrumentalização de atos comunicativos para “elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário”.

²³² Conforme: CAVALI. **Op.cit.** 2017. p. 250. BREDA. **Op.cit.** 2014. p. 377. MIKALOVSKI. **Op.cit.** 2014. p. 137.

²³³ MARTINS NETO, João dos Passos. **Fundamentos da Liberdade de Expressão**. Florianópolis: Insular, 2008.

São atos comunicativos suscetíveis de proteção pelo direito à Liberdade de Expressão o preenchimento de formulário de referência de companhia aberta, a elaboração de demonstrações financeiras e de parecer a respeito delas, a redação de prospecto de emissão de valores mobiliários, a divulgação de fato relevante e a prestação de outras informações aos investidores, bem como a oferta de produtos financeiros. Ademais, apesar de em tempos de silenciosa negociação eletrônica poder passar despercebida a dimensão comunicativa da apresentação de ordem de compra ou venda no pregão, basta lembrar do pregão à viva voz, para ficar nítida a imagem de que a própria negociação de valores mobiliários é ato comunicativo. Por fim, não se podem ignorar a troca de informações do público em geral a respeito de valores mobiliários.

Em todos esses casos, formam-se relações comunicativas, sujeitas à persecução pelo art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 quando as autoridades entendam preenchidos os requisitos típicos. Desse modo, surge a questão da limitação constitucional do exercício desse poder de controle de atos comunicativos com implicações deletérias ao Mercado de Capitais, haja vista a necessidade de assegurar a Liberdade de Expressão.

2.1.1 Os dispositivos constitucionais: primeira camada de significado

O grande problema é definir quais são exatamente os atos comunicativos protegidos pela Liberdade de Expressão. O jurista brasileiro buscará a resposta, primeiramente, no texto da CRFB/88, que contém diversos dispositivos a respeito. A multiplicidade de proposições e a sua localização topográfica revela a preocupação do Legislador Constituinte em assegurar esse direito fundamental, atestando a afirmação de Barroso de que “a garantia da Liberdade de Expressão, em suas múltiplas formas, foi uma preocupação constante do constituinte”²³⁴.

O inciso IV do art. 5º prevê: “é livre a manifestação do pensamento, sendo vedado o anonimato”. Já o inciso VI do mesmo dispositivo assegura a liberdade de consciência e de crença. Também no art. 5º, o inciso IX dispõe que “é livre a expressão da atividade intelectual, artística, científica e de comunicação, independentemente de censura ou licença”.

Adiante, o *caput* do art. 220 garante: “a manifestação do pensamento, a criação, a expressão e a informação, sob qualquer forma, processo ou veículo não sofrerão qualquer

²³⁴ BARROSO, Luís Roberto. **Liberdade de Expressão, censura e controle da programação de televisão na Constituição de 1988**. Revista dos Tribunais, a. 90, v. 790, ago. 2001. p. 133-134.

restrição, observado o disposto nesta Constituição”. Esse enunciado está no Capítulo V do Título VIII, da Constituição, intitulado “Da Comunicação Social”, contendo em seu § 2º a vedação de “toda e qualquer censura de natureza política, ideológica e artística”.

As previsões permitem extrair a Liberdade de Expressão em seu exercício ativo, em que o sujeito pratica a conduta de manifestar seu pensamento, expressar sua crença ou exercer atividade intelectual, artística, científica ou de comunicação, em que o sujeito é o “portador da mensagem”²³⁵.

Entretanto, o Texto Constitucional Brasileiro de 1988 também contém enunciado garantindo explicitamente o exercício passivo da Liberdade de Expressão, isto é, a conduta de receber comunicações como “destinatário”²³⁶. No inciso XIV do art. 5º, previu-se que “é assegurado a todos o acesso à informação e resguardado o sigilo da fonte, quando necessário ao exercício profissional”. Reforçando essa previsão, o § 1º do art. 220 prevê: “Nenhuma lei conterà dispositivo que possa constituir embaraço à plena liberdade de informação jornalística em qualquer veículo de comunicação social, observado o disposto no art. 5º, IV, V, X, XIII e XIV”.

A remissão, no § 1º do art. 220, aos incisos V e X do art. 5º amplia o leque de dispositivos pertinentes, mas na direção de normas potencialmente limitadoras da Liberdade de Expressão. O inciso V do art. 5º assegura “o direito de resposta, proporcional ao agravo, além da indenização por dano material, moral ou à imagem” e o inciso X prevê que “são invioláveis a intimidade, a vida privada, a honra e a imagem das pessoas, assegurado o direito a indenização pelo dano material ou moral decorrente de sua violação”.

Algumas observações são possíveis, a partir da compilação dessas proposições do Texto Constitucional Pátrio de 1988.

As previsões dos incisos V e X do art. 5º apontam a existência de limites para o exercício da Liberdade de Expressão. A CRFB/88 assegura, nesses dispositivos, de modo genérico, o direito à indenização por dano moral²³⁷. Essas previsões podem ser contrapostas ao direito à Liberdade de Expressão. Pode-se sustentar a existência de garantia constitucional à reparação de todo dano moral, ainda que cometido por ato comunicativo. De forma mais

²³⁵ MARTINS NETO. *Op.cit.* 2008. p. 27.

²³⁶ *Ibidem.*

²³⁷ MORAES, Maria Celina Bodin de. **A constitucionalização do Direito Civil e seus efeitos sobre a responsabilidade civil.** *Direito, Estado e Sociedade*, v. 29, 2006. Disponível em: <https://revistades.jur.puc-rio.br/index.php/revistades/article/view/295/267>. Acesso em: 14 jun. 2020.

abrangente, incluindo qualquer “direito”, o inciso XXXV do art. 5º dispõe que “a lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito”. Contudo, pela remissão à ato normativo infraconstitucional, à “lei”, esse enunciado somente implica a existência de um conflito após atribuições de significado para além da literalidade textual, pois, a princípio, a Constituição pode excluir da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito.

A solução obtida através da interpretação gramatical e sistemática do Texto Constitucional, para conciliação dessas disposições, implica na restrição do conceito de liberdade. “Liberdade” seria a inexistência de controles prévios²³⁸, na terminologia da Constituição, “de censura ou licença” (art. 5º, IX, e art. 220, § 2º, CRFB/88) ou de “embaraço” (art. 220, § 1º, CRFB/88). Portanto, todo indivíduo é livre para manifestar seu pensamento, sem censura, licença ou embaraço, mas o faz por sua conta e risco. O § 1º do art. 220 torna plausível essa solução, quando afirma que “nenhuma lei conterá dispositivo que possa constituir embaraço” mas agrega a possibilidade de responsabilização posterior ao mencionar “o disposto no art. 5º, IV, V, X, XIII e XIV”.

O conceito de liberdade, segundo essa leitura concentrada nas camadas mais superficiais de significado das proposições normativas protetivas da Liberdade de Expressão, não implica a imunidade jurídica contra a responsabilização posterior²³⁹.

Malgrado não seja possível excluir essa linha interpretativa, até mesmo por sua capacidade de unificar as previsões dos diversos enunciados, ela não pode ser cristalizada como leitura definitiva do Texto Constitucional de 1988. Afinal de contas, se “liberdade” implica somente a desnecessidade de ato autorizativo ou, de forma mais abrangente, a proibição de controle prévio, o termo “livre” nos incisos IV e IX do art. 5º da CRFB/88 é desnecessário.

Essa interpretação gramatical, isoladamente considerada, conduz ao esvaziamento do próprio Texto. Ora, bastaria o Legislador Constituinte dizer, sem a expressão “livre”, que “é vedado o anonimato na manifestação do pensamento” e que “a expressão da atividade intelectual, artística, científica e de comunicação independe de censura ou licença”.

O uso dos termos “livre manifestação do pensamento” e “livre expressão da atividade intelectual, artística, científica e de comunicação” não podem ser ignorados como indicativos de ampliação do arco protetivo da norma. Conforme a lição de Carlos Maximiliano,

²³⁸ MORAES, Alexandre de. **Direito constitucional**. 25.ed. São Paulo: Atlas, 2010. p. 44-45.

²³⁹ FERREIRA FILHO, Manoel Gonçalves. **Curso de direito constitucional**. 37.ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 325-327.

“as expressões do Direito interpretam-se de modo que não resultem frases sem significação real, vocábulos supérfluos, ociosos, inúteis”²⁴⁰.

Inclusive, quando aliado à interpretação histórica da CRFB/88, o uso do termo “livre” ganha maior densidade. Diferentemente de todas as Constituições brasileiras anteriores, a Constituição vigente foi a única que não previu expressamente a responsabilidade pelos “abusos” cometidos no exercício da Liberdade de Expressão.

A Constituição do Império 1824, em seu art. 179, inciso IV, previa a liberdade dos cidadãos de comunicação de pensamento, “contanto que hajam de responder pelos abusos, que cometerem no exercício deste Direito, nos casos, e pela forma, que a lei determinar”²⁴¹. Conforme o comentário de Pimenta Bueno, o uso desse direito estaria condicionado a que ele “não se dirija a fazer o mal”²⁴².

A primeira Constituição da República de 1891, as Constituições de 1934 e 1946 e também a de 1967 repetiram essa fórmula²⁴³. A Constituição de 1937, do Estado Novo, “não fez concessões à democracia liberal”²⁴⁴. Portanto, apesar de não fazer menções à responsabilidade por abusos, previu essa possibilidade. A simples leitura do seu art. 112, item 15, revela que a tolerância à interferência Estatal era muito maior, estipulando-se que o exercício da Liberdade de Expressão deveria ocorrer “mediante as condições e nos limites prescritos em lei”²⁴⁵.

A exclusão, na CRFB/88, da responsabilidade pelos “abusos” não implica, por si só, a impossibilidade de responsabilização posterior, mas tampouco pode ser ignorada na

²⁴⁰ MAXIMILIANO, Carlos. **Hermenêutica e Aplicação do Direito**. 20.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011. p. 204.

²⁴¹ BRASIL. **Constituição Política do Império do Brasil, de 25 de março de 1824**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao24.htm. Acesso em: 2 jun. 2020.

²⁴² PIMENTA BUENO, José Antônio. **Direito público brasileiro e analyse da Constituição do Império**. Rio de Janeiro: 1857. Disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/handle/id/185600>. p. 395.

²⁴³ BRASIL. **Constituição da República dos Estados Unidos do Brasil, de 24 de fevereiro de 1891**.

Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao91.htm. Acesso em: 2 jun. 2020.

Art. 79, § 12. BRASIL. **Constituição da República dos Estados Unidos do Brasil, de 16 de julho de 1934**.

Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao34.htm. Acesso em: 2 jun. 2020.

Art. 113, item 9. BRASIL. **Constituição dos Estados Unidos do Brasil, de 18 de setembro de 1946**.

Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao46.htm. Acesso em: 2 jun. 2020.

Art. 141, § 5º. BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1967**. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao67.htm. Acesso em: 2 jun. 2020. Art. 150, § 8º.

²⁴⁴ SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel. **Direito Constitucional: teoria, história e métodos de trabalho**. 2.ed. Belo Horizonte: Fórum, 2017. p. 124.

²⁴⁵ BRASIL. **Constituição dos Estados Unidos do Brasil, de 10 de novembro de 1937**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao37.htm. Acesso em: 2 jun. 2020.

interpretação dos dispositivos, de modo que a leitura e aplicação da Constituição vigente seja realizada com os mesmos critérios da Constituição do Império.

Por outro lado, a utilização do critério hermenêutico gramatical que imponha ao enunciado do inciso IV do art. 5º, isto é, à “livre manifestação do pensamento”, o significado normativo da impossibilidade de responsabilização posterior é ainda menos consistente.

Ora, todo crime cometido com dolo direto, ou seja, com consciência e vontade de praticar o ato, é “manifestação do pensamento”. Essa leitura, portanto, produziria o resultado de esvaziar a repressão penal das condutas realizadas na forma de atos comunicativos, incluindo diversas práticas delitivas envolvendo “grave ameaça”, como constrangimento ilegal, roubo e extorsão, além de outros crimes que se materializam em atos comunicativos, como o tráfico de influência, a corrupção ativa e o falso testemunho²⁴⁶.

Por certo, não é metodologicamente apropriada a hermenêutica do Texto Constitucional realizada desde a perspectiva de disposições infraconstitucionais. Como alerta Müller, as prescrições infraconstitucionais devem “ser medidas e, em caso de conflito, corrigidas com base no programa e no âmbito das normas dos direitos fundamentais”²⁴⁷.

Entretanto, a hermenêutica deve produzir resultados factíveis, pois “o que é insuportável não pode ser de direito”²⁴⁸. O arbítrio é o “não-Direito”²⁴⁹. Essa proposição radical de Liberdade de Expressão, imunizando condutas como o constrangimento ilegal, não é defensável. Como pontua Martins Neto, “em nenhum sistema legal a Liberdade de Expressão é concebida em termos tais que signifiquem conferir proteção e imunidade a toda e qualquer comunicação”²⁵⁰.

Alguma medida de interferência Estatal contra atos comunicativos é necessária. Todavia, as proposições protetivas da Liberdade de Expressão não indicam essa medida.

Diante disso, o perigo metodológico é ignorar a eficácia imediata do direito fundamental à Liberdade de Expressão (art. 5º, § 1º, CRFB/88), preenchendo-lhe de significado a partir de disposições infraconstitucionais. Por exemplo, argumentando que as proposições

²⁴⁶ Respectivamente, arts. 146, 157, 158, 332, 333 e 342 do Código Penal.

²⁴⁷ MÜLLER, Friedrich. **Métodos de trabalho no Direito Constitucional**. Tradução de Peter Naumann. Porto Alegre: Síntese, 1999. p. 67.

²⁴⁸ PERELMAN, Chaïm. **Lógica jurídica: nova retórica**. Tradução de Vergínia K. Pupi. 2.ed. São Paulo: Martins Fontes, 2004. p. 128.

²⁴⁹ REALE, Miguel. **Lições preliminares de Direito**. 27.ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 52.

²⁵⁰ MARTINS NETO. **Op.cit.** 2008. p. 29.

constitucionais não protegeriam o autor do crime de manipulação do mercado de capitais baseada em informações porque se trata de crime.

Certamente, não é indefensável a tese da compatibilidade constitucional de incriminação vigente, ainda que em formulação distinta, há décadas no ordenamento jurídico e existente em outros países democráticos. Porém, como explica Müller, a norma de direito fundamental exige “critérios materiais de aferição que podem ser tornados plausíveis a partir do seu próprio teor normativo, sem viver à mercê das leis ordinárias”²⁵¹.

Adotada a legislação infraconstitucional como critério hermenêutico em matéria de Liberdade de Expressão, e não como um recurso meramente auxiliar, está-se presumindo no texto disposição existente somente na extinta e autoritária Constituição de 1937, que impunha o exercício desse direito “mediante as condições e nos limites prescritos em lei”²⁵².

A consequência final é a mesma produzida pela interpretação gramatical e sistemática, que restringe o conceito de “liberdade”, deslegitimando somente o controle prévio da manifestação do pensamento e legitimando amplamente a apreciação judicial *a posteriori* de alegada responsabilidade – precipuamente, não com base no inciso V do art. 5º, mas no inciso XXXV, que prevê a inafastabilidade do Poder Judiciário e o direito de ação²⁵³.

Em *reductio ad absurdum*, no âmbito do Direito Civil, essa abordagem esvaziaria a pretensão de proteção constitucional de atos comunicativos, em razão do disposto no art. 186 do Código Civil, prevendo a responsabilidade por todo ato ilícito: “Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito”.

De fato, com o abandono pela CRFB/88 da menção à responsabilidade pelo abuso, também se deve abandonar o recurso argumentativo à figura da “responsabilidade pelos abusos cometidos sob sua capa”²⁵⁴, que não resiste ao critério histórico.

Aliás, apesar da Constituição de 1967 ainda prever a responsabilidade pelos abusos cometidos no exercício da Liberdade de Expressão, Pontes de Miranda já pontuava a necessidade de controle de constitucionalidade das normas infraconstitucionais, inclusive

²⁵¹ MÜLLER. *Op.cit.* 1999. p. 67.

²⁵² BRASIL. *Constituição dos Estados Unidos do Brasil, de 10 de novembro de 1937*. Art. 112, item 15.

²⁵³ BARROSO. *Op.cit.* 2001. p. 133-134.

²⁵⁴ FERREIRA FILHO. *Op.cit.* 2011. p. 327.

daquelas apontando “os crimes que, com a manifestação do pensamento, se podem cometer”²⁵⁵. Com efeito, é a Constituição que confere validade aos níveis normativos inferiores.

O problema hermenêutico não se esgota, assim, na primeira leitura dos dispositivos.

Em todo caso, diante da prodigalidade de proposições normativas, é necessariamente distinguível a Liberdade de Expressão, como direito fundamental com caracteres próprios, de outras liberdades²⁵⁶.

A investigação dos traços distintivos da Liberdade de Expressão deve ser refinada pela hermenêutica. Entretanto, independentemente da definição desses contornos, a simples configuração do “direito à Liberdade de Expressão” fundamenta a pretensão de proteção jurídica contra investidas que visem restringir a livre manifestação do pensamento.

Em outros termos, pode-se argumentar a proteção constitucional de todo ato comunicativo não-anônimo. Tais condutas estão potencialmente imunizadas de interferências estatais. Esse impulso centrífugo de proteção, resultante da indefinição de significado das proposições normativas aliada à sua formulação em termos positivos (“é livre”), justifica a depuração hermenêutica, em bases distintas das meramente textuais, para identificar não só os limites opostos ao exercício desse direito, mas o seu âmbito positivo de proteção.

2.1.2 A abertura de sentido a partir da dimensão institucional da Liberdade de Expressão

A Liberdade de Expressão possui dimensão institucional. O Capítulo V do Título VIII, da Constituição, que trata da Comunicação Social, regulamenta a atividade de jornais, revistas, rádios e emissoras de televisão²⁵⁷. Os parlamentares, inclusive vereadores, possuem inviolabilidade por suas opiniões, palavras e votos, conforme disposto no art. 29, VIII, e no art. 53 da Constituição. Já as Universidades possuem garantia de pluralismo de ideias e autonomia didático-científica, assegurada pelo art. 206, III, e pelo art. 207 do Texto Constitucional de 1988.

²⁵⁵ PONTES DE MIRANDA. *Op.cit.* 1968. t. V. p. 154.

²⁵⁶ SILVA, José Afonso da. *Curso de Direito Constitucional positivo*. 33.ed. São Paulo: Malheiros, 2010. p. 234-236.

²⁵⁷ MORAES. *Op.cit.* 2010. p. 843-846.

Nesses casos, a proteção da livre manifestação do pensamento não é atribuída ao indivíduo diretamente, mas, primeiro, como prerrogativa para o funcionamento adequado da instituição.

Evidentemente, essa prerrogativa é exercida por indivíduos, ocupando posições nos quadros institucionais – de modo que há sobreposição do direito individual à Liberdade de Expressão. Contudo, essa distinção é necessária pois, *prima facie*, a proteção coletiva se justifica por razões específicas, distintas da finalidade da proteção conferida aos indivíduos em geral.

A relação de complementaridade entre as duas dimensões da Liberdade de Expressão é nítida no voto da Ministra Cármen Lúcia, no julgamento pelo Supremo Tribunal Federal da Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental nº 548²⁵⁸, proposta contra diversas decisões da Justiça Eleitoral que restringiam propaganda eleitoral ou manifestações de preferências eleitorais em Universidades.

A Ministra Cármen Lúcia conclui pela inconstitucionalidade dessas medidas porque faziam “incidir restrição no ambiente de informação, ensino e aprendizagem como é o universitário, que tem o reforço constitucional da garantia da autonomia”. O voto, entretanto, alterna-se entre o reconhecimento tanto da dimensão individual como da institucional, indissociáveis no caso concreto porque os atos combatidos pressupunham a possibilidade de maior interferência Estatal no ambiente universitário. A Universidade funcionaria, segundo a Ministra, como “espaço de liberdade e de libertação pessoal e política”.

No mesmo julgamento, o Ministro Celso de Mello defendeu a existência de “um núcleo complexo e indissociável de liberdades e de prerrogativas político-jurídicas”.

Essa mesma relação de “entrelace orgânico” é revelada no voto do Ministro Carlos Britto no julgamento da Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental nº 130²⁵⁹. A ação questionava a recepção pela CRFB/88 da Lei de Imprensa, Lei nº 5.250/1967, editada durante o regime militar. O voto do Ministro destaca a peculiaridade da atividade jornalística, que “não se dirige a essa ou aquela determinada pessoa, nem mesmo a esse ou aquele particularizado grupo, mas ao público em geral”. Por isso, apesar das previsões constitucionais

²⁵⁸ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental nº 548**. Órgão julgador: Tribunal pleno. Data do julgamento: 15 mai. 2020. Disponível em: <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=752896813>. Acesso em: 15 jul. 2020.

²⁵⁹ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental nº 130**. Órgão julgador: Tribunal pleno. Relator: Min. Carlos Britto. Data do julgamento: 30 abr. 2009. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/jurisprudencia/>. Acesso em 3 mar. 2021.

que asseguram a Liberdade de Expressão, no art. 220 o Legislador Constituinte “radicaliza e alarga o regime de plena liberdade de atuação da imprensa”.

No mesmo caso, o voto do Ministro Gilmar Mendes explicita as diferentes dimensões, “a pessoal individual e a comunitária institucional”. No caso da liberdade de imprensa, explica o Ministro, “a dimensão objetiva ou institucional é elemento imprescindível de compreensão do significado”.

O caráter orgânico do entrelace, especificamente, entre a Liberdade de Expressão e a liberdade de imprensa é nítido na medida cautelar concedida, também pelo Ministro Gilmar Mendes, na Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental nº 601²⁶⁰, para determinar a abstenção de atos visando a responsabilização do jornalista Glenn Greenwald pela recepção, obtenção ou transmissão de informações, em razão da proteção do sigilo constitucional da fonte jornalística. A decisão menciona reiteradamente o binômio “Liberdade de Expressão e de imprensa”, explicitando essa relação de mútua implicação das dimensões subjetiva e objetiva.

A existência de especial proteção constitucional é mais patente no caso da inviolabilidade ou imunidade material dos membros do Poder Legislativo por suas opiniões, palavras e votos. Segundo Silva, essa prerrogativa é estabelecida “menos em favor do congressista que da instituição parlamentar, como garantia de sua independência perante outros poderes constitucionais”²⁶¹.

Por isso, quando há ilegítimo afastamento da inviolabilidade, como já decidiu o STF, em voto do Ministro Marco Aurélio, coloca-se em risco “a própria democracia, o próprio funcionamento do Poder Legislativo”²⁶².

Ao mesmo tempo, como explica Moraes, a cláusula de irresponsabilidade somente incide “no exercício do ofício congressional”, excluindo-se as “manifestações que não guardem pertinência temática com o exercício do mandato parlamentar”²⁶³. O enunciado do art. 53 da CRFB/88, portanto, não representa irresponsabilidade absoluta por “opiniões, palavras e votos”.

²⁶⁰ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental nº 601**. Decisão monocrática. Relator: Min. Gilmar Mendes. Data da decisão: 7 ago. 2019. Disponível em: <http://www.stf.jus.br/arquivo/cms/noticiaNoticiaStf/anexo/adpf601MC.pdf>. Acesso em: 15 jul. 2020.

²⁶¹ SILVA, José Afonso da. **Curso de Direito Constitucional positivo**. 33.ed. São Paulo: Malheiros, 2010. p. 535.

²⁶² BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Habeas Corpus nº 115.397**. Órgão julgador: Primeira Turma. Relator: Min. Marco Aurélio. Data do julgamento: 16 mai. 2017. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/jurisprudencia/>. Acesso em 3 mar. 2021.

²⁶³ MORAES. **Op.cit.** 2010. p. 448.

Por um lado, a existência dessas disposições especiais, sobretudo da imunidade material dos parlamentares, reforça o argumento obtido pela interpretação literal e sistemática da CRFB/88, de que o Ordenamento Jurídico Brasileiro proíbe o controle prévio, mas não a responsabilização posterior. No caso do art. 53 do Texto Constitucional vigente, há nitidamente a definição de âmbito de proteção do qual é possível extrair a conclusão, *a contrario sensu*, da inexistência de imunidade por opiniões e palavras do cidadão.

Essa interpretação, porém, não é coerente com a restrição teleológica do alcance da imunidade material, que limita o âmbito de proteção às opiniões e palavras com o “desempenho das múltiplas funções que compõem o ofício parlamentar”²⁶⁴.

Ora, se a inviolabilidade não alcança “a conduta de um parlamentar que, por exemplo, como condômino de um prédio, em uma reunião do condomínio, viesse a emitir palavras ofensivas ao síndico”²⁶⁵, por que não é possível “imunizar” o cidadão que emita opinião ou palavra em condição análoga à dos representantes eleitos? A primeira Constituição da República, de 1891, que garantia a imunidade parlamentar em seu art. 19, intui essa possibilidade, ao assegurar a livre manifestação do pensamento “pela imprensa ou pela tribuna” no §12 do art. 72. De fato, a mesma *mens constitutionis* – ou, ao menos, a existência de interesse público na inviolabilidade por opiniões e palavras – é verificável em outras situações, como atesta a proteção institucional à Imprensa e às Universidades.

Há um “espírito” compartilhado pelas proteções especiais, e não redutível a elas. Dessa constatação, reforça-se a necessidade de superar a primeira camada de significado das disposições constitucionais que asseguram a Liberdade de Expressão, portanto, a concepção formalista e exclusivamente dedutiva do Direito Constitucional, explorando a CRFB/88 como meio para “atingir seus fins, para promover certos valores”²⁶⁶.

A “comunhão teleológica” de certas modalidades de discursos individuais com a *mens constitutionis* de modalidades discursivas protegidas a nível coletivo revela a possibilidade de algum grau de proteção *a posteriori*, mesmo em casos em que há violações de direitos de terceiros. Na prática, a identificação dessa harmonia de fins, por exemplo, no discurso de um ativista político, não implica necessariamente na extensão da inviolabilidade

²⁶⁴ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Questão de Ordem no Inquérito nº 1.024**. Órgão julgador: Tribunal pleno. Relator: Min. Celso de Mello. Data do julgamento: 21 nov. 2002. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/jurisprudencia/>. Acesso em 3 mar. 2021.

²⁶⁵ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Inquérito nº 1.710**. Órgão julgador: Tribunal pleno. Relator: Min. Sydney Sanches. Data do julgamento: 27 fev. 2002. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/jurisprudencia/>. Acesso em 3 mar. 2021.

²⁶⁶ PERELMAN. **Op.cit.** 2004. p. 69-71

parlamentar ao não ocupante de cargo eletivo. Isso esvaziaria a especificidade da proteção institucional. Mas, revela a possibilidade de estabelecer proteção adicional, aplicável após a expressão do pensamento, que limite a responsabilidade do emissor da mensagem.

Essa conclusão possui sustentação normativa no inciso IX do art. 5º da CRFB/88, que garante a “livre a expressão da atividade intelectual, artística, científica e de comunicação”.

O Legislador Constituinte não assegurou a liberdade “dos intelectuais, dos artistas, dos cientistas e dos comunicadores”, mas o exercício das atividades desempenhadas por estes a título profissional, que são de livre acesso à população geral – inclusive, o STF dispensa diploma para o exercício da atividade de jornalismo²⁶⁷ e inscrição na Ordem dos Músicos do Brasil para exercício da atividade de músico²⁶⁸. Nessas categorias de discurso especialmente protegidas (atividade intelectual, artística, científica e de comunicação), a comunhão teleológica entre a dimensão individual e institucional da Liberdade de Expressão fica evidente.

Isso explicita a existência de certos valores, subjacentes às proposições normativas do Texto Constitucional Pátrio de 1988. Valores que o Legislador Constituinte buscou resguardar e que se realizam através da livre manifestação do pensamento. Esse fato revela a irreduzibilidade do significado à literalidade dos enunciados textuais e a necessidade de explorar camadas mais profundas de significado, a partir dos fins que justificam a proteção constitucional.

2.1.3 A teleologia da proteção da Liberdade de Expressão e o Princípio da Neutralidade Constitucional

Martins Neto mapeia quatro razões de proteção da Liberdade de Expressão: “a promoção do funcionamento da democracia, da busca da verdade e do conhecimento, da autonomia de consciência e do ensino da tolerância”²⁶⁹.

Diversos autores realizaram esforços teóricos para delimitar o alcance da norma da Liberdade de Expressão a partir de algum desses eixos.

²⁶⁷ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Recurso Extraordinário nº 511.951**. Órgão julgador: Tribunal pleno. Relator: Min. Gilmar Mendes. Data do julgamento: 17 jun. 2009. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/jurisprudencia/>. Acesso em 3 mar. 2021.

²⁶⁸ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Recurso Extraordinário nº 414.426**. Órgão julgador: Tribunal pleno. Relatora: Min. Ellen Gracie. Data do julgamento: 1 ago. 2011. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/jurisprudencia/>. Acesso em 3 mar. 2021.

²⁶⁹ MARTINS NETO. **Op.cit.** 2008. p. 71-74.

Para Bollinger, a Liberdade de Expressão pode ser examinada a partir da perspectiva da tolerância²⁷⁰. Seu argumento, construído com foco na defesa da expressão de ideias radicais, é de que a tolerância, nesses casos, promove a estabilidade e abertura da sociedade, diminuindo as tensões sociais que resultariam da censura e repressão de determinados grupos. Essencialmente, a radical Liberdade de Expressão funciona como lembrete da necessidade de se tolerar a diversidade.

A teoria da tolerância destaca aspecto essencial a ser considerado na formulação de qualquer modelo de análise: a perspectiva do destinatário do ato comunicativo. Não é possível excluir da relação jurídica estabelecida pela expressão do pensamento o seu destinatário que, como normalmente se teme em caso de ideias perigosas, pode ser ofendido, mas também pode estar interessado em conhecer essas ideias, e não necessariamente para aderir a elas, mas para simplesmente conhecê-las ou, ainda, para expor suas inverdades ou incoerências.

Todavia, o vetor axiológico enfatizado por Bollinger não pode ser isolado, pois possui sentido único. Em outras palavras, o valor da tolerância permite justificar a proteção da Liberdade de Expressão, mas não possibilita identificar ou fundamentar as interferências, isto é, as restrições desse direito. De fato, a perspectiva de uma teoria geral da Liberdade de Expressão baseada exclusivamente no valor da tolerância não resiste ao fato incontroverso de que nem toda manifestação individual é tolerável e nem deve ser tolerada²⁷¹. Aliás, realmente, Bollinger não chega a tanto, pois considera a sua perspectiva complementar às demais²⁷².

Assim, ainda que a teoria de Bollinger justifique adiar ao máximo a interferência em atos comunicativos, existe algum momento no qual a expressão do pensamento se qualifica como ato antijurídico iminente (*imminent lawless action*), conforme terminologia da SCOTUS²⁷³. Isto é, quando a tolerância se torna paradoxal. Entretanto, apenas a partir do próprio valor da tolerância, é impossível definir a demarcação dessa linha divisória.

Ainda assim, o eixo da tolerância não pode ser descartado como componente axiológico fundamental da proteção constitucional da Liberdade de Expressão. Afinal de contas, como pontua Orwell: “se a liberdade significa alguma coisa, ela significa a liberdade de

²⁷⁰ BOLLINGER, Lee C. **The tolerant society**: freedom of speech and extremist speech in America. New York: Oxford University Press, 1986.

²⁷¹ POPPER, Karl. **A sociedade aberta e seus inimigos**. Tradução de Milton Amado. Belo Horizonte: Itatiaia, 1974. v.1. p. 289. nota de rodapé 4 ao capítulo 7.

²⁷² BOLLINGER, Lee C. “**The tolerant society**”: a response to critics. *Columbia Law Review*, v. 90, n. 4, may. 1990, p. 979-1003. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1122922>. Acesso em: 2 jun. 2020.

²⁷³ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Brandenburg v. Ohio**, 395 U.S. 444 (1969).

dizer às pessoas o que elas não querem ouvir”²⁷⁴. O problema que se coloca, portanto, é da integração desse eixo aos demais.

De certo modo, o vetor axiológico da tolerância pode ser absorvido no valor da democracia, como demonstra a teoria de Meiklejohn²⁷⁵. Segundo a visão constitucional do autor, como todo poder emana do povo, os Poderes Executivo, o Legislativo e o Judiciário exercem somente atribuições delegadas. As competências não delegadas a essas instâncias do Estado continuam pertencendo ao povo, que exerce o auto-governo (*self-government*)²⁷⁶.

Para Meiklejohn, “o objetivo revolucionário da Primeira Emenda é, então, negar a essas instâncias subordinadas a autoridade de restringir a liberdade do poder eleitoral do povo”²⁷⁷. Não se trataria, assim, somente do reconhecimento de restrição ao Estado, mas da declaração de poder do povo. A Liberdade de Expressão, nessa concepção, não protegeria a liberdade de falar, mas as atividades de pensamento e comunicação por meio das quais o povo exerce o poder político, sendo o voto somente a sua manifestação final.

Como no caso da ênfase na tolerância, o eixo democrático resulta na máxima proteção de algumas manifestações, como os discursos críticos a respeito dos agentes públicos, inclusive com mitigação da sua proteção contra calúnias e difamações²⁷⁸.

Contudo, como defende e demonstra Bork, o vetor democrático exige proteção mitigada de discursos com valor político considerado, *prima facie*, nulo²⁷⁹.

Meiklejohn não ignora essa consequência e expande a sua teoria para todas as atividades que exercem função educativa do cidadão, portanto, indiretamente política. A filosofia, as ciências, a literatura, as artes, todas desenvolveriam a sensibilidade dos indivíduos, para tomar decisões políticas mais bem informadas²⁸⁰. Entretanto, mesmo essa função

²⁷⁴ ORWELL, George. **The freedom of the press**. The New York Times, 8 oct. 1972. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1972/10/08/archives/the-freedom-of-the-press-orwell.html>. Acesso em: 2 jun. 2020.

²⁷⁵ MEIKLEJOHN, Alexander. **Free speech and its relation to self-government**. New York: Harper, 1948. Disponível em: <http://digioll.library.wisc.edu/cgi-bin/UW/UW-idx?id=UW.MeikFreeSp>. Acesso em: 2 jun. 2020. MEIKLEJOHN, Alexander. **The first amendment is an absolute**. The Supreme Court Review, 1961, p. 245-266. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/3108719>. Acesso em: 2 jun. 2020.

²⁷⁶ MEIKLEJOHN. **Op.cit.** 1961. p. 252-254.

²⁷⁷ MEIKLEJOHN. **Op.cit.** p. 1961. 251-252. tradução livre.

²⁷⁸ BLASI, Vincent. **The checking value in first amendment theory**. American Bar Foundation Research Journal, v. 2, n. 3, 1977, p. 521-649. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/827945>. Acesso em: 2 jun. 2020.

²⁷⁹ BORK, Robert H. **Neutral principles and some first amendment problems**. Indiana Law Journal, v. 47, i. 1, 1971. Disponível em: <https://www.repository.law.indiana.edu/ilj/vol47/iss1/1/>. Acesso em: 2 jun. 2020.

²⁸⁰ MEIKLEJOHN. **Op.cit.** 1961. p. 257.

indiretamente política não permite estabelecer critérios para interferência em discursos, ainda assim, reputados politicamente nulos²⁸¹.

Para escapar dessa objeção, Meiklejohn recorre à responsabilidade individual. De fato, o Estado não pode tutelar os cidadãos nos diversos aspectos de sua vida, considerando-os incapazes para tomar decisões por conta própria, sem esvaziar o auto-governo. Nesse ponto, começa-se a tangenciar a matéria da tutela do Mercado de Capitais, especialmente, na perspectiva da regra de responsabilidade intransferível pela decisão de investimento.

O argumento da responsabilidade individual suscita a possibilidade de concentração dos fundamentos em torno do vetor da autonomia de consciência, da ideia de que “sobre a própria mente, o indivíduo deve exercer soberania absoluta”²⁸².

Esse vetor axiológico reforça, novamente, a importância de considerar o destinatário do ato comunicativo como sujeito de direitos, como detentor da liberdade de receber informações e ouvir opiniões, bem como de não ser perturbado. Entretanto, como valor justificativo da proteção constitucional, a autonomia de consciência padece das mesmas limitações de alcance da “teoria da tolerância”²⁸³. Ora, assim como existe o paradoxo da tolerância denunciado por Popper²⁸⁴, há o paradoxo da autonomia.

A busca da verdade, por fim, pode soar caminho fácil. O caráter falso de certos discursos é o motivo determinante para interferências estatais como se defende, inclusive, em relação à manipulação do mercado baseada em informações²⁸⁵.

Porém, quando Holmes, em *Abrams v. United States*²⁸⁶, introduz a metáfora do Livre Mercado de Ideias, ele o faz a partir da tradição do pensamento de Milton, para quem a Verdade “não precisa de polícia, nem de estratégias, nem autorizações para a fazerem

²⁸¹ KALVEN Jr., Harry. **The metaphysics of the law of obscenity**. The Supreme Court Review, 1960, p. 1-45. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/3108685>. Acesso em: 2 jun. 2020.

²⁸² MARTINS NETO. **Op.cit.** 2008. p. 59.

²⁸³ COHEN, Joshua. **Freedom of expression**. Philosophy and Public Affairs, v. 22, n. 3, 1993, p. 207-263. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2265305?origin=JSTOR-pdf>. Acesso em: 2 jun. 2020.

²⁸⁴ POPPER. **Op.cit.** 1974. v.1. p. 289. nota de rodapé 4 ao capítulo 7.

²⁸⁵ CAVALI. **Op.cit.** 2017. p. 117.

²⁸⁶ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Abrams v. United States**, 250 U.S. 616 (1919).

vitoriosa”²⁸⁷, e de Mill, que afirma: “nós nunca podemos ter certeza de ser falsa a opinião que nos esforçamos para sufocar; e, se tivermos certeza, sufocá-la ainda assim seria um mal”²⁸⁸.

A defesa da Liberdade de Expressão segundo o valor da verdade, nesse caso, não se relaciona com o direito à verdade contra a mentira, mas consiste no reconhecimento da limitação epistêmica das autoridades estatais. Portanto, seu objetivo é impedir a existência da verdade oficial. Segundo a SCOTUS, a possibilidade do teste da verdade (*test of truth*)²⁸⁹ desestimula inevitáveis afirmações errôneas no processo de busca da verdade. Ele tem efeito inibidor (*chilling effect*) ao exercício da Liberdade de Expressão em situações de incerteza²⁹⁰.

Porém, novamente, isso não é critério suficiente para delimitação da proteção constitucional. Como sugerido por Emerson, esses diversos valores compõem funções da Liberdade de Expressão, mas que precisam ser coordenados por outros critérios²⁹¹.

De fato, os fins jurídico-políticos se entrecruzam. O funcionamento da democracia exige informação, indivíduos livres e pluralismo de opiniões²⁹². Já a busca da verdade e do conhecimento se realiza na consciência do indivíduo solitário e somente se concretiza após o entrechoque das opiniões divergentes²⁹³. Quanto à autonomia de consciência, sem o espaço de liberdade política assegurado pelo regime democrático, que garanta a defesa das próprias crenças e permita a busca de informações, é falsa autonomia²⁹⁴. Por fim, não se pode considerar ensino da tolerância o pensamento imposto à base de força ou da mentira²⁹⁵.

Nessa senda, investigando a questão fundamental de quanto proteger e restringir a Liberdade de Expressão, Martins Neto defende que a proteção da Liberdade de Expressão impõe ao Estado a atuação segundo o Princípio da Neutralidade Constitucional, ou seja, a posição neutra a respeito das concepções individuais que busquem realizar alguns desses

²⁸⁷ MILTON, John. **Areopagitica**: for the liberty of unlicenc'd printing. 1644. Disponível em: https://www.dartmouth.edu/~milton/reading_room/areopagitica/text.html. Acesso em: 23 mai. 2020. tradução livre.

²⁸⁸ MILL, John Stuart. **On liberty**. Kitchener: Batoche Books, 2001 [1859]. Disponível em: <https://socialsciences.mcmaster.ca/econ/ugcm/3ll3/mill/liberty.pdf>. tradução livre.

²⁸⁹ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **New York Times Co. v. Sullivan**, 376 U.S. 254 (1964).

²⁹⁰ SCHAUER, Frederick. **Fear, risk and the first amendment**: unraveling the chilling effect. Boston University Law Review, v. 879, p. 685-732, 1978. Disponível em: <https://scholarship.law.wm.edu/facpubs/879/>. Acesso em: 2 jun. 2020.

²⁹¹ EMERSON, Thomas I. **Toward a general theory of the first amendment**. Yale Law Journal, v. 72, 1963, p. 877. Disponível em: https://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/2796/. Acesso em: 2 jun. 2020.

²⁹² SILVA. **Op.cit.** 2010. p. 241-243.

²⁹³ MILL. **Op.cit.** 2001 [1859].

²⁹⁴ PONTES DE MIRANDA. **Op.cit.** p. 137-156.

²⁹⁵ SMITH, Steven D. **The restoration of tolerance**. California Law Review, v. 78, n. 2, mar. 1990, p. 305-356. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/3480724>. Acesso em: 2 jun. 2020.

valores²⁹⁶. Esse Princípio colige as diversas funções da proteção da Liberdade de Expressão, exigindo a tolerância com o divergente, a incorporação no processo democrático de todos os indivíduos e grupos e o respeito à autonomia e consciência individuais.

Segundo o autor, “o Estado não está autorizado a proibir o discurso e a punir seu autor com base em razões de mera discordância e contrariedade, seja através da lei, seja através do juiz”²⁹⁷. Portanto, essencialmente, o Princípio da Neutralidade Constitucional proíbe a existência de verdades oficiais. A regra heurística, extraída de Meiklejohn por Martins Neto, é de que nenhuma opinião seja proibida quando a expressão do seu oposto é permitida²⁹⁸.

Alexander menciona a divisão dos problemas da Liberdade de Expressão em dois grandes grupos²⁹⁹. Existem situações nas quais a preocupação dos agentes públicos é com o conteúdo do ato comunicativo. No outro grupo, o problema está no “impacto não-comunicativo do discurso” (*noncommunicative impact of speech*), basicamente, na disputa de tempo e espaço, exigindo a regulação do modo de convivência. O Princípio da Neutralidade Constitucional protege o indivíduo contra as interferências baseadas no conteúdo do ato comunicativo, ou seja, contra interferências baseadas em opiniões das autoridades.

Essa ordem de ideias coloca sob suspeita a incriminação da manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações quando se trata da imposição da opinião das autoridades estatais ou de verdade oficial – que é, senão, espécie de opinião das autoridades. Por isso, na perspectiva da proteção constitucional da Liberdade de Expressão, não se pode concordar com Cavali de que a sujeição de atos comunicativos às penas do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 se justifica sem “grande dificuldade”³⁰⁰. Existe a possibilidade da persecução penal dessa conduta violar o direito à livre manifestação do pensamento.

²⁹⁶ MARTINS NETO, João dos Passos. **Constitutional neutrality**: an essay on the essential meaning of freedom of speech. *Revista de Investigações Constitucionais*, v. 6, n. 2, mai./ago. 2019. Disponível em: <https://revistas.ufpr.br/rinc/article/view/62470>. Acesso em: 2 jun. 2020. Também: MARTINS NETO. **Op.cit.** 2008.

²⁹⁷ MARTINS NETO. **Op.cit.** 2008. p. 93.

²⁹⁸ MARTINS NETO. **Op.cit.** 2019.

²⁹⁹ ALEXANDER, Larry. **Trouble on track two**: incidental regulations of speech and free speech theory. *Hastings Law Journal*, v. 44, 1993, p. 921. Disponível em: https://repository.uchastings.edu/hastings_law_journal/vol44/iss4/8. Acesso em: 2 jun. 2020.

³⁰⁰ CAVALI. **Op.cit.** 2017. p. 117.

2.2 O “LIVRE MERCADO DE IDEIAS”

O Princípio da Neutralidade Constitucional garante proteção robusta à Liberdade de Expressão, agregando à regra de vedação da censura, a presunção, *prima facie*, de ilegitimidade da interferência Estatal *a posteriori*, quando se trata de impor ponto de vista da autoridade em detrimento de outros pontos de vista. Ou seja, o Princípio promove a tolerância de atos comunicativos que explicitam ideias próprias de um grupo ou de um indivíduo, que apesar de dissonantes do senso comum ou das preferências oficiais, podem contribuir à formação do conhecimento comunitário ou mesmo à formação de um único indivíduo.

Ocorre que nenhuma interferência Estatal é neutra. Toda imposição normativa é produto da dialética entre juízos de fato e de valor³⁰¹. Portanto, também o Princípio da Neutralidade Constitucional estabelece tão somente certa direção para o ordenamento. Trata-se de vetor de orientação hermenêutica, às vezes aplicável claramente como regra, que afirma o caráter preferencial da Liberdade de Expressão em situações de colisão de direitos. Nesse sentido, a SCOTUS, na nota de rodapé nº 4 de *United States v. Carolene Products Co.*³⁰², sugere escopo menor para a presunção de constitucionalidade de atos voltados à regulação da Liberdade de Expressão, como se houvesse, nesses casos, presunção de inconstitucionalidade³⁰³.

Nessa toada, Alexander tem razão ao afirmar que não se pode atribuir valor constante para os atos comunicativos³⁰⁴. É preciso levar em consideração os efeitos da expressão: o que é dito, por quem, para quem e produzindo qual efeito. Ou seja, toda construção normativa encontrará limitações práticas. Evidentemente, isso não esvazia a importância do Princípio da Neutralidade Constitucional, como ponto de referência hermenêutico e densificação normativa dos valores jurídico-políticos concretizados na proteção da livre manifestação do pensamento.

³⁰¹ REALE, Miguel. **Teoria tridimensional do direito**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 1994.

³⁰² ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **United States v. Carolene Products Co.**, 304 U.S. 144 (1938).

³⁰³ O caso *United States v. Carolene Products Co.* é conhecido, principalmente, por sua nota de rodapé nº 4, em que o *Justice* Harlan F. Stone registrou, em complemento à conclusão do caso de que intervenções estatais na economia era presumidamente constitucionais, que interferências capazes de restringir canais de deliberação política ou discriminar contra minorias estariam sujeitas a controle mais rigoroso de constitucionalidade. v. MORO, Sérgio Fernando. **Legislação suspeita?** Afastamento da presunção de constitucionalidade da lei. 2.ed. Curitiba: Juruá Editora, 2003.

³⁰⁴ ALEXANDER. **Op.cit.** 1993. p. 935.

Contudo, é necessário explorar em maiores detalhes a fenomenologia da “expressão” como objeto de proteção jurídica³⁰⁵. As teorias econômico-jurídicas, partindo de categorias mais abrangentes, permitem esse olhar complementar.

Porém, a semente da Análise Econômico-jurídica da Liberdade de Expressão está na metáfora do Livre Mercado de Ideias, exposta pelo *Justice* Holmes da SCOTUS em seu voto divergente no caso *Abrams*³⁰⁶, e é no contexto da jurisprudência norte-americana que a metodologia da Análise Econômica do Direito (AED)³⁰⁷ foi empregada para estudo da Liberdade de Expressão.

Desse modo, antes de ingressar na Análise Econômico-jurídica da Liberdade de Expressão e, assim, na encruzilhada entre Mercado de Capitais e essa garantia fundamental, é necessária exposição das linhas gerais que se fixaram na jurisprudência norte-americana sobre a Primeira Emenda da Constituição dos Estados Unidos da América, que dispõe: “*Congress shall make no law abridging the freedom of speech*”³⁰⁸.

2.2.1 A visão do *justice* Holmes sobre Liberdade de Expressão

Oliver Wendell Holmes Jr. é considerado uma das grandes personalidades do Direito norte-americano, ainda hoje produzindo uma influência intelectual sutil no pensamento a respeito do governo democrático, das liberdades civis e da dignidade da pessoa humana³⁰⁹, sendo seus votos constantemente lembrados e citados³¹⁰.

³⁰⁵ KENDRICK, Leslie. **Use your words**: on the “speech” in “freedom of speech”. *Michigan Law Review*, v. 116, 2018, p. 667. Disponível em: <https://repository.law.umich.edu/mlr/vol116/iss5/1>. Acesso em: 2 jun. 2020.

³⁰⁶ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Abrams v. United States**, 250 U.S. 616 (1919). Disponível em: <https://supreme.justia.com/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

³⁰⁷ Para panorama bibliográfico da Análise Econômica do Direito, inclusive com descrição das diversas escolas da *Law and Economics*: GONÇALVES, Everton das Neves; STELZER, Joana. **O Direito e a Law and Economics**: a possibilidade interdisciplinar na contemporânea Teoria Geral do Direito. *Juris – Revista da Faculdade de Direito*, v. 11, p. 201-222, 2008. DOI: <https://doi.org/10.14295/juris.v11i0.595>. Examinando a interação específica entre Direito Penal e Análise Econômica do Direito: CARDOSO, Luiz Eduardo Dias. **O conceito normativo de crime na teoria econômica de Gary Becker**. Dissertação (Mestrado em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/186768>. Acesso em 13 nov. 2018.

³⁰⁸ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **The Constitution of the United States**. Disponível em: <https://constitutionus.com/>. Acesso em: 1 mai. 2020.

³⁰⁹ WYZANSKI Jr., Charles E. **The democracy of justice Oliver Wendell Holmes**. *Vanderbilt Law Review*, v. 7, n. 3, apr. 1954.

³¹⁰ HANTZIS, Catharine Wells. **Legal innovation within the wider intellectual tradition**: the pragmatism of Oliver Wendell Holmes, Jr. *Northwestern University Law Review*, v. 82, 1988. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2213326. Acesso em: 23 mar. 2020.

Segundo o *Justice* Felix Frankfurter, em *Elkins v. United States*, o direito constitucional norte-americano em matéria de direitos fundamentais (*civil liberties*) teria se tornado meros “ecos e aplicações, quando não distorções” dos princípios colocados por ele³¹¹. Apesar das limitações impostas pela colegialidade dos tribunais, que, segundo Tushnet, marcaram sua experiência como juiz desde antes da sua nomeação à SCOTUS³¹², Holmes deixou um legado, inclusive no “grande voto divergente” em *Abrams v. United States*³¹³.

No início de 1919, ainda na sequência da Primeira Guerra Mundial, a SCOTUS julgou *Schenk v. United States*³¹⁴. Os réus Charles Schenck e Elizabeth Baer distribuíram panfletos contra a conscrição e, por isso, foram condenados sob a alegação de causar insubordinação militar e obstruir o recrutamento. O recurso contra a condenação chegou à Suprema Corte, em razão da potencial violação à Primeira Emenda da Constituição dos Estados Unidos da América, que garante a Liberdade de Expressão.

Redator do acórdão, o *Justice* Holmes pontuou que, em muitos lugares e em tempos normais, os acusados estariam acobertados por seus direitos constitucionais, mas, que o caráter de cada ato deveria ser considerado à luz de suas circunstâncias. Assim, concebeu o teste de “perigo claro e atual”³¹⁵ (*clear and present danger*): “A questão em todo caso é se as palavras usadas são usadas em tais circunstâncias e são de tal natureza que criem um perigo claro e atual de causar males substanciais que o Congresso tem o direito de prevenir”³¹⁶.

Para o magistrado, em *Schenk*, a possibilidade de interferência Estatal em razão de atos comunicativos “é uma questão de proximidade e grau”.

Essa fórmula inicial foi melhor desenvolvida no seu voto dissidente de *Abrams*, julgado pela SCOTUS no final de 1919, quando o tribunal decidiu a respeito da condenação de imigrantes russos pela circulação de panfletos contendo também propaganda subversiva, ali, contra ações militares em território russo³¹⁷. A maioria da Corte entendeu, em *Abrams*, estarem

³¹¹ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. *Elkins v. United States*, 364 U.S. 206 (1960). Disponível em: <https://supreme.justia.com/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

³¹² TUSHNET, Mark. **The logic of experience**: Oliver Wendell Holmes on the Supreme Judicial Court. *Virginia Law Review*, v. 63, n. 6, oct. 1977, p. 975-1052. DOI: 10.2307/1072524.

³¹³ CAMERON, Jamie. **The great dissent**: how Oliver Wendell Holmes changed his mind – and changed the history of free speech in America, by Thomas Healy. *Osgoode Hall Law Journal*, v. 52, n. 3, 2016. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2821109. Acesso em: 23 mar. 2020.

³¹⁴ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. *Schenk v. United States*, 249 U.S. 47 (1919). Disponível em: <https://supreme.justia.com/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

³¹⁵ MARTINS NETO. **Op.cit.** Florianópolis: Insular, 2008.

³¹⁶ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. *Schenk v. United States* (1919). tradução livre.

³¹⁷ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. *Abrams v. United States* (1919). tradução livre.

presentes os requisitos para interferência fixados em *Schenk*, enfatizando-se a proteção menor da Liberdade de Expressão em tempos de guerra. Entretanto, Holmes divergiu.

Em seu voto, o *Justice* reconhece que a decisão em *Schenk* não foi equivocada, pois o Congresso tem o poder de limitar a Liberdade de Expressão para evitar certos perigos, poder ampliado em tempos de guerra, “porque a guerra tem perigos inexistentes em outros momentos”³¹⁸. Porém, ele pontifica: “o Congresso certamente não pode proibir todo o esforço de mudar a mentalidade do país”³¹⁹.

O argumento do *Justice* Holmes em *Abrams*, que repercute há mais de um século e obteve a natureza de um “mito fundador”³²⁰, deve ser transcrito:

A perseguição da expressão de opiniões parece a mim perfeitamente lógica. Se você não tem dúvida sobre suas premissas ou seu poder, e deseja um certo resultado com toda sua vontade, você naturalmente expressa esse desejo pela lei e afasta toda oposição. Permitir a oposição pelo discurso parece indicar que você considera o discurso impotente, como quando um homem diz que enquadrou um círculo, ou que você não se preocupa totalmente com o resultado ou que você duvida seja do poder ou das premissas. Mas, quando homens entenderam que o tempo frustrou muitas crenças em disputa, eles podem ter chegado a acreditar, ainda mais do que acreditavam nos fundamentos mesmo de sua própria conduta, que o máximo bem desejado é alcançado pela livre troca de ideias – que o melhor teste da verdade é o poder do pensamento de ser aceito na competição do mercado, e que a verdade é o único território onde seus desejos podem ser alcançados com segurança. Isso, em qualquer medida, é a teoria da nossa Constituição. É um experimento, assim como a vida é um experimento. Todo ano, senão todo dia, nós temos que apostar nossa salvação em alguma profecia baseada em conhecimento imperfeito. Como esse experimento é parte do nosso sistema, eu penso que deveríamos ser eternamente vigilantes contra tentativas de controlar a expressão de opiniões que desprezamos e acreditamos estar carregadas de morte, a não ser que elas ameacem interferir tão iminentemente com os justos e necessários propósitos da lei de modo que um controle imediato seja necessário para salvar o país.

³¹⁸ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Abrams v. United States** (1919). tradução livre. No original: “*Persecution for the expression of opinions seems to me perfectly logical. If you have no doubt of your premises or your power, and want a certain result with all your heart, you naturally express your wishes in law, and sweep away all opposition. To allow opposition by speech seems to indicate that you think the speech impotent, as when a man says that he has squared the circle, or that you do not care wholeheartedly for the result, or that you doubt either your power or your premises. But when men have realized that time has upset many fighting faiths, they may come to believe even more than they believe the very foundations of their own conduct that the ultimate good desired is better reached by free trade in ideas -- that the best test of truth is the power of the thought to get itself accepted in the competition of the market, and that truth is the only ground upon which their wishes safely can be carried out. That, at any rate, is the theory of our Constitution. It is an experiment, as all life is an experiment. Every year, if not every day, we have to wager our salvation upon some prophecy based upon imperfect knowledge. While that experiment is part of our system, I think that we should be eternally vigilant against attempts to check the expression of opinions that we loathe and believe to be fraught with death, unless they so imminently threaten immediate interference with the lawful and pressing purposes of the law that an immediate check is required to save the country.*” Disponível em: <https://supreme.justia.com/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

³¹⁹ Ibidem. tradução livre.

³²⁰ INGBER, Stanley. **The marketplace of ideas**: a legitimizing myth. *Duke Law Journal*, v. 1984, n. 1, 1984, p. 1-91. Disponível em: <https://scholarship.law.duke.edu/dlj/vol33/iss1/1>. Acesso em: 23 mai. 2020.

A mentalidade, o conjunto de crenças de cada indivíduo, deve ser formado pela livre troca de ideias. Assim, em *Abrams*, o *Justice* Holmes introduziu a metáfora do Livre Mercado de Ideias, essa concepção liberal de que uma “mão invisível”³²¹ conduziria os indivíduos, por meio do exercício da Liberdade de Expressão, na direção mais próxima da Verdade, como já havia sido defendido por Milton³²² e Mill³²³.

2.2.2 O estreitamento do Teste do Perigo Claro e Atual em *Whitney v. California* (1927)

A visão do Livre Mercado de Ideias seria reforçada pelo *Justice* Louis Brandeis, em *Whitney v. California*, em voto concorrente que manteria a condenação de Charlotte Anita Whitney, uma das fundadoras do Partido Comunista Trabalhista da Califórnia, por ter auxiliado na constituição do grupo, que propagandearia a mudança violenta de regime³²⁴.

Em *Whitney*, Holmes acompanhou o voto de Brandeis, reafirmando não somente o caráter instrumental da Liberdade de Expressão ao governo deliberativo, isto é, à “descoberta e propagação da verdade política”, mas também sua integração no objetivo maior do Estado de “fazer os homens livres para desenvolver suas faculdades”.

Para o *Justice* Brandeis, os fundadores dos Estados Unidos “sabiam que essa ordem não pode ser assegurada meramente através do medo da punição pela sua violação; que é arriscado desencorajar o pensamento, a esperança e a imaginação”³²⁵. Assim, ele defende que a simples existência de perigo claro não é suficiente, exigindo-se que esse perigo seja “atual”, porque “os homens temiam as bruxas e queimavam mulheres”³²⁶.

Portanto, não representam perigo claro e atual a crítica às leis existentes (*denunciation of existing laws*), a tolerância com violações (*condonation of breach*) ou manifestações de aprovação a essas violações (*expressions of approval*), mesmo a propagação de um estado mental criminoso pela doutrinação (*propagation of the criminal state of mind*) e a promoção da violação da lei (*advocacy of law-breaking*). Deve-se demonstrar que a violência

³²¹ VERMEULE, Adrian. **Liberalism and the invisible hand**. *American Affairs*, v. 3, n. 1, spring 2019. Disponível em: <https://americanaffairsjournal.org/2019/02/liberalism-and-the-invisible-hand/>. Acesso em: 23 mar. 2020.

³²² MILTON. **Op.cit.** 1644.

³²³ MILL. **Op.cit.** 2001 [1859].

³²⁴ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Whitney v. California**, 274 US 357 (1927). Disponível em: <https://supreme.justia.com/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

³²⁵ Ibidem. tradução livre.

³²⁶ Ibidem. tradução livre.

seja séria e imediata a ponto de impedir a oportunidade para plena discussão racional, porque, “caso haja tempo para expor através do debate as falsidades e falácias, para afastar o mal pelo processo de educação, o remédio a ser aplicado é mais discurso, e não o silêncio imposto”³²⁷.

O voto concorrente do *Justice Brandeis* em *Whitney* introduz ainda outro elemento para o *clear and present danger test*, a gravidade do perigo. Diante do caráter fundamental da Liberdade de Expressão, não é todo mal claro e iminente que justifica a interferência Estatal. Assim, medidas de perseguição podem ser inconstitucionais pelo simples fato do “remédio, apesar de efetivo como meio de proteção, ser desproporcionalmente duro ou opressivo”³²⁸.

Sustentando as conclusões dos *Justices* Holmes e Brandeis em favor da liberdade individual, portanto, a perspectiva do Livre Mercado de Ideias, está uma premissa fundamental: a impossibilidade da onisciência, ou seja, a realidade do “conhecimento imperfeito”, que impõe a toda ação humana certo grau de incerteza³²⁹, de opacidade³³⁰. Por isso, a justificação da interferência nessa livre troca de ideias somente quando há perigo claro e atual.

A certeza que legitima a intervenção Estatal, por sua vez, exige perigo claro, de modo que a opacidade a respeito da sua existência seja mínima. Mas, além disso, exige perigo atual, porque, na realidade, caso se interponha certo período de tempo entre o ato comunicativo e o resultado danoso que pode resultar dele, o perigo também deixa de ser claro (afinal de contas, haverá maior grau de incerteza a respeito da efetiva possibilidade de consumação desse risco).

2.2.3 O teste de *Dennis v. United States* (1951)

Nas décadas seguintes ao julgamento de *Schenck, Abrams* e *Whitney*, a SCOTUS se socorreria das fórmulas apresentadas pelos *Justices* Holmes e Brandeis, mas para justificar maior intervenção Estatal em matéria de Liberdade de Expressão. De certo modo, a corte aproveitava brecha deixada pelos dois magistrados em seus votos, quando reconheciam o direito à Liberdade de Expressão como relativizável³³¹.

³²⁷ Ibidem. tradução livre.

³²⁸ Ibidem. tradução livre.

³²⁹ MISES, Ludwig von. **Ação humana**: um tratado de economia. Tradução de Donald Stewart Jr. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2010.

³³⁰ TALEB. **Op.cit.** 2015.

³³¹ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Whitney v. California** (1927).

Em *Dennis v. United States*, julgado em 1951, o *Justice* Felix Frankfurter registraria que a expressão “*clear and present danger*”, na realidade, remetia a um juízo de ponderação (*balancing*), e, ainda assim, limitado pela necessidade de autocontenção judicial em relação à opção política do Congresso³³². A SCOTUS, então, sugeriu ponderar a gravidade do mal em razão da probabilidade de sua ocorrência, mencionando a fórmula do juiz Learned Hand, que decidira o caso na instância inferior.

Esse argumento permitiria a interferência contra graves perigos futuros que somente seriam tolerados, como sustentou o juiz Hand, “por uma indiferença àqueles que vêm depois de nós”³³³. Desse modo, permitiu-se diluir os critérios de clareza e atualidade do perigo em sua gravidade. Reinterpretando o teste de perigo claro e atual, a corte na realidade o abandonava³³⁴. Por isso, para Greenawalt, *Dennis* representou um grave retrocesso para a Liberdade de Expressão³³⁵.

De fato, a maioria da SCOTUS traçou caminho teleologicamente distinto daquele sustentado pelo *Justice* Holmes, quando este afirmava poeticamente que “toda ideia é uma incitação” (*every idea is an incitement*)³³⁶. Em *Dennis*, a Corte reconhecia que toda ideia, sendo incitação, é, por isso mesmo, suprimível caso o Congresso a tenha proibido e o Judiciário entendesse pela necessidade da intervenção diante do risco de consequências danosas futuras.

Frantz é severo na crítica ao afirmar: “A constituição do equilibrista *ad hoc* é vazia até que um tribunal fale por ela. Ela não fala até que uma corte fale por ela”³³⁷.

Segundo o autor, o problema decorre, exatamente, do axioma decretado pelo voto do *Chief Justice* Vinson em *Dennis*: “Nada é mais certo na sociedade moderna do que o princípio de que não há absolutos”³³⁸. Para Frantz, “quando se usa essa abordagem, não há um chão abaixo do qual a liberdade não possa cair”³³⁹. A liberdade pode ser restringida mais e mais.

³³² ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Dennis v. United States**, 341 U.S. 494 (1951). Disponível em: <https://supreme.justia.com/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

³³³ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals Second Circuit. **United States v. Dennis**, 183 F. 2d 201 - Court of Appeals, 2nd Circuit 1950. Disponível em: scholar.google.com. Acesso em: 6 mar. 2021.

³³⁴ FRANTZ, Laurent B. **The first amendment in the balance**. Yale Law Journal, v. 71, i. 8, 1962. Disponível em: <https://digitalcommons.law.yale.edu/ylj/vol71/iss8/2/>. Acesso em: 23 mai. 2020.

³³⁵ GREENAWALT, Kent. **Fighting words: individuals, communities, and liberties of speech**. Princeton: Princeton University Press, 1995. p. 18.

³³⁶ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Gitlow v. New York**, 268 U.S. 652 (1925). Disponível em: <https://supreme.justia.com/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

³³⁷ FRANTZ. **Op.cit.** 1962.

³³⁸ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Dennis v. United States** (1951).

³³⁹ FRANTZ. **Op.cit.** 1962. No original: “*Such are the consequences of distorting the amendment’s thunderous ‘Thou shalt not abridge’ into a quavering ‘Abridge if you must, but try to keep it reasonable’*”.

Essencialmente, Frantz denuncia como a técnica de ponderação coloca em xeque a própria ideia da constituição escrita como mecanismo para limitar o poder do governo. Afinal de contas, ele concluirá, mas aqui se empresta os termos da CRFB/88, ao invés de “a manifestação do pensamento, a criação, a expressão e a informação, sob qualquer forma, processo ou veículo não sofrerão qualquer restrição”, o texto passa a ser lido como “a manifestação do pensamento, a criação, a expressão e a informação, sob qualquer forma, processo ou veículo poderão sofrer restrição, desde que proporcional”.

Evidentemente, no campo das leis éticas, a possibilidade de violação está sempre presente. Diante disso, é inapropriado esperar que, da formulação teórica precisa do campo em que a Liberdade de Expressão deve ser absoluta, decorre limitação ontológica à ocorrência de violações. A norma jurídica é, por natureza, violável. O problema, como Meiklejohn sintetiza, é que “nós não podemos praticar a liberdade, exceto se soubermos o que é liberdade”³⁴⁰.

Como pontuaram Gorfinkel e Mack, logo após a decisão de *Dennis*, a Corte praticamente colocava uma espada de Dâmocles sobre o pensamento dos norte-americanos³⁴¹.

A incerteza passava a poder militar a favor da intervenção Estatal. No exemplo de Rostow, um homem honesto podia ficar em dúvida se devia continuar a visitar seus amigos³⁴². Em tempos atuais, alguém poderia preferir não participar de certos grupos de Whatsapp.

2.2.4 O Teste do Ato Antijurídico Iminente de *Brandenburg v. Ohio* (1969)

Saltando para a década de 60, chega-se à famosa Corte de Warren, e suas decisões nos casos *New York Times v. Sullivan*³⁴³ e *Brandenburg v. Ohio*³⁴⁴. Nesses dois precedentes, a SCOTUS lança as bases para uma nova jurisprudência, radicalmente favorável à Liberdade de Expressão.

³⁴⁰ MEIKLEJOHN, Alexander. **What does the first amendment mean?**. University of Chicago Law Review, v. 20, i. 3. Disponível em: <https://chicagounbound.uchicago.edu/uclrev/vol20/iss3/6/>. Acesso em: 23 mai. 2020.

³⁴¹ GORFINKEL, John A.; MACK II, Julian W. **Dennis v. United States and the clear and present danger rule**. California Law Review, v. 39, n. 4, dec. 1951, p. 475-501. DOI: 10.2307/3477951.

³⁴² ROSTOW, Eugene V. **The democratic character of judicial review**. Harvard Law Review, v. 66, n.2, dec. 1952, p. 193-224. Disponível em: https://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/2135/. Acesso em: 23 mai. 2020.

³⁴³ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **New York Times Co. v. Sullivan**, 376 U.S. 254 (1964). Disponível em: <https://supreme.justia.com/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

³⁴⁴ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Brandenburg v. Ohio**, 395 U.S. 444 (1969). Disponível em: <https://supreme.justia.com/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

Em 1964, a Suprema Corte dos Estados Unidos julgou o caso *New York Times v. Sullivan*. Em 1960, o jornal publicou um anúncio de página inteira, contratado por apoiadores de Martin Luther King Jr., criticando a atuação da polícia de Montgomery no Alabama, mas contendo diversas imprecisões factuais.

Sullivan era chefe da polícia local e, apesar de seu nome nem sequer ser citado no anúncio, processou o *Times* e quatro outras pessoas mencionadas na peça publicitária. O júri fixou compensação de quinhentos mil dólares em favor de Sullivan, mantida pela segunda instância, levando o caso à SCOTUS, onde o julgamento foi reformado. A votação foi unânime.

O *Justice Brennan Jr.* lavrou o voto da maioria, que entendeu ser inviável a responsabilização da imprensa pelo simples fato de uma publicação ter imprecisões factuais ou mesmo conteúdo falso, a indenização somente seria cabível quando demonstrada a existência do elemento subjetivo que poderia ser traduzido como dolo direto (*knowledge*) ou dolo eventual (*gross reckless*).

De modo a fornecer salvaguarda para as liberdades de expressão e de imprensa, a responsabilidade somente se justificaria com o conhecimento e a vontade de publicar a informação falsa ou uma despreocupação completa a respeito da veracidade ou falsidade da informação.

Em voto concorrente, o *Justice Hugo Black*, acompanhado do *Justice William Douglas*, entendeu, indo além, pela impossibilidade de se impor indenizações pela discussão de assuntos públicos ou pela crítica a funcionários públicos, ainda que sob a justificativa de ter havido difamação. Nos termos do próprio voto, a Constituição dos Estados Unidos deixaria “o povo e a imprensa livres para criticar agentes públicos e discutir assuntos públicos com impunidade”, pois se duvida que o país poderia “viver em liberdade quando seu povo pode sofrer física ou financeiramente por criticar seus governantes, suas ações e seus funcionários”.

Ponto importante da decisão em *New York Times v. Sullivan*, além da fixação prévia de um padrão rigoroso para cominação de indenizações em razão de declarações dirigidas contra funcionários públicos qualificadas como difamatórias, é a rejeição da criação de categorias de discurso insuscetíveis de proteção, isto é, de modalidades de atos comunicativos não defensáveis.

Assim como o *Justice Holmes* afirmou ser toda ideia uma incitação, de modo que a simples qualificação de um discurso como incitatório é insuficiente para viabilizar a interferência na Liberdade de Expressão, a mera qualificação de discurso como difamatório

(*libel*) não surte esse efeito. Muito menos, sua qualificação como “abusivo”. Citando Madison, o voto da maioria registra que “algum grau de abuso é inseparável do uso apropriado de qualquer coisa”.

Ademais, para chegar à conclusão que limita, consideravelmente, a possibilidade de utilizar ações indenizatórias por difamação para cercear a Liberdade de Expressão, o voto enfatiza, antes de tudo, o “compromisso nacional” com o “princípio de que o debate sobre assuntos públicos deveria ser desinibido, robusto e amplo, podendo muito bem conter ataques veementes, cáusticos e muitas vezes desagradáveis ao governo e aos agentes públicos”.

De novo, citando Madison, a SCOTUS declara que “o poder de censura está no povo sobre o governo, e não no governo sobre o povo”, porque “o povo, não o governo, detém a soberania absoluta”. A Liberdade de Expressão, assim, refletiria a desconfiança no poder centralizado (*distrust of concentrated power*) e no poder em todos os níveis.

Por isso mesmo, recusa-se quaisquer exceções a essa proteção baseadas em um “teste da verdade” (*test of truth*). Ora, na dinâmica epistemológica da livre manifestação do pensamento, isto é, empregada como instrumento de busca da verdade, “afirmações errôneas são inevitáveis”.

De mais a mais, mesmo a possibilidade de excluir a responsabilidade pela exceção da verdade, isto é, pela comprovação da veracidade das declarações, não seria uma salvaguarda suficiente, segundo a Corte. Afinal de contas, assim como servidores públicos têm salvaguardas para exercer plenamente e com desenvoltura suas funções, o cidadão também deve tê-las para cumprir o múnus público de criticar o governo e seus agentes. Portanto, como “críticos da conduta oficial podem ser dissuadidos de veicular suas críticas, mesmo que acreditem ser verdade e mesmo que sejam, de fato, verdade, pela dúvida de que isso poderá ser provado no tribunal ou pelo medo do custo de ter de fazê-lo”.

Ainda assim, *New York Times v. Sullivan* não marcou giro metodológico na SCOTUS, apesar de marcar o início de uma fase de grande ampliação da proteção da Liberdade de Expressão no Estados Unidos, especialmente em relação a personalidades públicas³⁴⁵.

Em *Bridges v. California*, a Suprema Corte entendeu que não era admissível punir como ato atentório à dignidade da justiça (*contempt of court*) o encaminhamento de telegrama

³⁴⁵ ANDERSON, David A. **The promises of *New York Times v. Sullivan***. Roger Williams University Law Review, v. 20, i. 1, winter 2015. Disponível em: https://docs.rwu.edu/rwu_LR/vol20/iss1/2/. Acesso em: 23 mai. 2020.

a autoridades públicas e sua publicação na imprensa ameaçando a realização de greves caso o Poder Judiciário tomasse uma decisão favorável a um sindicato³⁴⁶.

Afinal de contas, os juízes, como diria o *Justice* William Douglas em *Craig v. Harney*, “devem ser homens de fortaleza, capazes de prosperar em climas hostis”³⁴⁷. Por isso, a corte também afastou uma punição da mesma natureza em *Pennekamp v. Florida*, declarando: “Os juízes devem ser os primeiros na vigilância da proteção da liberdade de terceiros para criticar e repreender o tribunal e na recusa de ser influenciados por injusto ou mal informada censura”³⁴⁸.

Portanto, chegou-se à conclusão em *New York Times v. Sullivan* por um caminho já pavimentado em diversos precedentes. Realmente, o precedente consolidava tendência jurisprudencial da Suprema Corte dos Estados Unidos desenvolvida em diversos casos anteriores envolvendo juízes.

Basicamente, como registra o voto da maioria, lavrado pelo *Justice* Brennan, se juízes estão amplamente sujeitos a críticas, não poderia ser diferente em relação aos demais agentes públicos. Além disso, especialmente na ótica de proteção da honra, pontuou-se que “a crítica da conduta oficial não perde sua proteção constitucional meramente porque é crítica efetiva e, portanto, diminui a reputação dos agentes públicos”. Admitir a hipótese contrária, isto é, aceitar a interefêrencia justificada pela defesa da honra, representaria um esvaziamento da liberdade de crítica. Como registrado, em *Pennekamp v. Florida*, se a honra do funcionário público é um limite, “a liberdade pode repousar na precária base da sensibilidade e do capricho judiciais”.

A metáfora do livre de mercado de ideias, do *Justice* Holmes, essa defesa poética da importância de cada indivíduo manifestar seu pensamento, preservava sua força.

Porém, se *New York Times v. Sullivan* representou uma “grande alteração no pensamento oficial a respeito da Liberdade de Expressão”, como afirma Kalven Jr.³⁴⁹, em *Brandenburg v. Ohio*, a Suprema Corte levaria a distâncias ainda maiores a defesa da Liberdade

³⁴⁶ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Bridges v. California**, 314 U.S. 252 (1941). Disponível em: <https://supreme.justia.com/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

³⁴⁷ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Craig v. Harney**, 331 U.S. 367 (1947). Disponível em: <https://supreme.justia.com/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

³⁴⁸ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Pennekamp v. Florida**, 328 U.S. 331 (1946). Disponível em: <https://supreme.justia.com/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

³⁴⁹ KALVEN JR., Harry. **Uninhibited, robust, and wide-open**: A Note on Free Speech and the Warren Court. *Michigan Law Review*, v. 67, p. 289, 1968. Disponível em: <https://repository.law.umich.edu/mlr/vol67/iss2/7/>. Acesso em: 23 mai. 2020.

de Expressão³⁵⁰, sendo considerado ponto culminante da discussão a respeito da doutrina do *Justice Holmes* do perigo claro e atual³⁵¹.

A Corte de Warren, é preciso lembrar, decidira, em 1954, o caso *Brown v. Board of Education*, marco da derrubada da política *separate but equal* nos Estados Unidos³⁵². Porém, no final dos anos 60, ainda havia profundas tensões motivadas por racismo naquele país.

Como visto, a decisão de *New York Times v. Sullivan* foi proferida na primeira metade da década, e no contexto dessas tensões. Nesse período, por exemplo, Thurgood Marshall deixaria de ser um dos grandes advogados dos direitos civis, à frente da *NAACP Legal Defense and Education Fund*, inclusive atuando em *Brown*, para se tornar *Justice* da Suprema Corte e julgador de *Brandenburg v. Ohio*, decidido no fim da era de Warren.

Brandenburg era líder do Ku Klux Klan em Ohio e foi condenado pela promoção de processos violentos para alteração da ordem política (*criminal syndicalism*). Em resumo, ele convidou emissora de televisão para cobrir reunião do grupo, tendo sido registradas seus discursos na ocasião, posteriormente transmitidos em diversos canais. Suas falas eram agressivas, com expressões extremamente ofensivas. Alguns dos espectadores do discurso de *Brandenburg* portavam armas, além de vestirem os famigerados uniformes do grupo e terem realizado a queima de uma cruz. Além disso, *Brandenburg* mencionou a possibilidade da organização “se vingar” caso “nosso Presidente, nosso Congresso ou a Suprema Corte continuem a suprimir os brancos”.

Ainda assim, entendeu-se que a condenação de *Brandenburg* violou a Liberdade de Expressão. Na oportunidade, a Suprema Corte desenvolveu a doutrina do “ato antijurídico iminente” (*imminent lawless action*), superando o teste do perigo claro e atual (*clear and present danger test*), que fora reformulado em *Dennis*, como visto, e que não representara uma proteção suficiente em *Whitney*, precedente declarado explicitamente como *overruled*.

A decisão foi unânime e o acórdão foi lavrado *per curiam*, portanto, pelo Colegiado. A SCOTUS, basicamente, fez esforço para distinguir a simples promoção ou propaganda de processos violentos de alteração da ordem política da incitação.

³⁵⁰ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Brandenburg v. Ohio** (1969).

³⁵¹ POWE JR., L. A. **Brandenburg**: then and now. Texas Tech. Law Review, v. 44, 2011-2012. Disponível em: <http://texastechlawreview.org/wp-content/uploads/Powe.PUBLISHER.pdf>. Acesso em: 23 mai. 2020.

³⁵² ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Brown v. Board of Education of Topeka**, 347 U.S. 483 (1954). Disponível em: <https://supreme.justia.com/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

A Liberdade de Expressão não garantiria a incitação, caracterizada pela probabilidade do discurso produzir ato ilícito iminente – em evidente associação, como explica Lynd, ao teste do perigo claro e atual³⁵³.

Nesse sentido, a reunião do Ku Klux Klan, em uma fazenda de Ohio, sem nenhuma vítima presente e sem comprovação alguma de que os planos imaginados por Brandenburg eram concretos, não representava risco capaz de justificar a interferência Estatal. O problema, nesse prisma, tornava-se nitidamente de direito probatório³⁵⁴. Tratava-se de manifestação de pensamento odioso, mas, ainda assim, de livre expressão porque não havia evidência de incitação de ato ilícito iminente.

É claro, esse novo critério já representava grande contenção das interferências estatais, representando esforço de traçar linha distintiva entre a livre manifestação do pensamento e ação punível.

Importante, para o presente estudo, é ter a Suprema Corte declarado inconstitucional a lei que tipificava a conduta imputada a Brandenburg, porque, sustentou-se, ela deveria definir claramente a diferença entre a expressão de ideia odiosa e a incitação de ato ilícito iminente. Para os *Justices*, ao falhar em fazer essa separação, a lei acabava alcançando atos comunicativos imunizados do controle governamental. Em seu voto concorrente, o *Justice* William Douglas reforçou que “a linha entre o que é permitido e insuscetível de controle e o que pode ser proibido e submetido à regulação é a linha entre ideias e atos preparatórios” (no original, “*overt acts*”).

Ao mesmo tempo, em *Brandenburg*, a SCOTUS, ao invés de ceder a uma possível tentação de servir como o guardião das mentes dos cidadãos, deixou esse espaço para livre construção pelo indivíduo, pelo exercício da Liberdade de Expressão, tendo firmado solidamente o princípio na jurisprudência norte-americana de que “o Estado não tem o direito de purificar o debate público a ponto de ser gramaticalmente palatável para o mais escrupuloso

³⁵³ LYND, Staughton. **Brandenburg v. Ohio**: a speech test for all seasons? *The University of Chicago Law Review*, v. 43, n. 1, autumn 1975, p. 151-191. DOI: 10.2307/1599194.

³⁵⁴ STRONG, Frank R. **Fifty years of “clear and present danger”**: from Schenck to Brandenburg – and beyond. *The Supreme Court Review*, v. 1969, p. 41-80, 1969. Disponível em: <https://www.journals.uchicago.edu/doi/pdfplus/10.1086/scr.1969.3108673>. Acesso em: 23 mai. 2020. Também: WILSON, Richard Ashby; KIPER, Jordan. **Incitement in an era of populism**: updating Brandenburg after Charlottesville. *University of Pennsylvania Journal of Law and Public Affairs*, v. 5, n. 2, jan. 2020. Disponível em: <https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1064&context=jlpa>. Acesso em: 23 mai. 2020.

entre nós”³⁵⁵. Como pontua Powe Jr., *Brandenburg* é parte de projeto mais amplo para criar a “teoria mais protetiva da Liberdade de Expressão possível”³⁵⁶, por isso, ela ainda repercute³⁵⁷.

Esse ideal seria constante reafirmado ao longo dos anos, decidindo a Corte, que “o governo não pode proibir a expressão de uma ideia simplesmente porque a sociedade considera a própria ideia ofensiva ou desagradável”³⁵⁸, tampouco “suprimir ideias ou informações impopulares ou manipular o debate público através da coerção ao invés da persuasão”³⁵⁹. Até hoje, reitera-se a opção por proteger “até mesmo o discurso doloroso em assuntos públicos”³⁶⁰.

Esse panorama da jurisprudência norte-americana corrobora que, em casos em que está em jogo a Liberdade de Expressão, deve-se adotar postura de ceticismo em relação à interferência Estatal.

Isso decorre da incerteza quanto às consequências deletérias da supressão de discurso reputado, atualmente, perigoso ou danoso. Diante disso, é ônus do Estado justificar a interferência contra atos comunicativos, sem incorrer em violação do Princípio da Neutralidade Constitucional. Portanto, a Liberdade de Expressão tem caráter preferencial³⁶¹, o que foi reconhecido, inclusive, pelo Supremo Tribunal Federal³⁶².

Com essa exposição, é possível introduzir a perspectiva apresentada pela Análise Econômico-jurídica da Liberdade de Expressão – de raízes norte-americanas, especialmente, na metáfora do Livre Mercado de Ideias – e, assim, a interação entre esse direito fundamental e o Mercado de Capitais.

³⁵⁵ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Cohen v. California**, 403 U.S. 15 (1971). Disponível em: <https://supreme.justia.com/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

³⁵⁶ POWE JR. **Op.cit.** 2011-2012.

³⁵⁷ HOWELL, Misty; LEATHERBURY, Thomas S. **Selected free speech developments fifty years after Brandenburg v. Ohio**. ABA Forum Communications Law Annual Meeting, 2019. Disponível em: <https://media.velaw.com/wp-content/uploads/2019/11/28180432/92d7018b-49b2-4398-859e-4d252ef90f10.pdf>. Acesso em: 23 mai. 2020.

³⁵⁸ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Texas v. Johnson**, 491 U.S. 397 (1989). Disponível em: <https://supreme.justia.com/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

³⁵⁹ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Turner Broadcasting System, Inc. v. FCC**, 512 U.S. 622 (1994). Disponível em: <https://supreme.justia.com/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

³⁶⁰ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Snyder v. Phelps**, 562 U.S. 443 (2011). Disponível em: <https://supreme.justia.com/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

³⁶¹ CAHN, Edmond. **The firstness of the first amendment**. Yale Law Journal, v. 65, 1956, p. 464-481. Disponível em: <https://digitalcommons.law.yale.edu/ylj/vol65/iss4/4/>. Acesso em: 23 mai. 2020.

³⁶² Veja-se os votos do Ministro Roberto Barroso em: BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 4.451**. Órgão julgador: Tribunal pleno. Relator: Alexandre de Moraes. Data de julgamento: 21 jun. 2018. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/processos/detalhe.asp?incidente=3938343>. Acesso em: 1 mai. 2020.

2.3 A ANÁLISE ECONÔMICO-JURÍDICA DA LIBERDADE DE EXPRESSÃO

A concepção do Livre Mercado de Ideias, com raízes em Milton³⁶³ e Mill³⁶⁴, mas formulada como metáfora econômica no voto divergente do caso *Abrams*³⁶⁵, justifica a abstenção do Estado intervir em matéria de Liberdade de Expressão, porque, diante do que o *Justice* Holmes chamou de “conhecimento imperfeito” (*imperfect knowledge*) do ser humano, as crenças devem concorrer livremente nesse mercado.

Essa perspectiva converge com a visão liberal a respeito da intervenção Estatal nos mercados de bens e serviços. Hayek explicita que o problema essencial da Economia repousa no fato de que “o conhecimento das circunstâncias das quais precisamos fazer uso nunca existe de forma concentrada ou integrada, mas somente como migalhas de conhecimento incompleto e muitas vezes contraditório que indivíduos separados possuem”³⁶⁶. Segundo o autor, caso existisse o conhecimento total, a alocação eficiente de recursos exigiria somente a aplicação de certas regras lógicas. Contudo, essa não é a realidade que se apresenta ao economista.

As primeiras pesquisas no tema da Análise Econômico-jurídica da Liberdade de Expressão buscaram explorar as semelhanças e diferenças entre o Mercado de Ideias e o mercado de bens e serviços.

Director, da Universidade de Chicago, apontou a contradição existente na defesa do *laissez-faire* para o mercado de ideias contraposta à ampla intervenção Estatal nos demais mercados³⁶⁷. Coase, que já havia tangenciado o tema da Liberdade de Expressão ao tratar das concessões de rádio e televisão³⁶⁸, também questionou a justificação para a intervenção econômica, diante da abordagem predominante para o mercado de ideias³⁶⁹. A questão de fundo, colocada pelos professores da Escola de Chicago, era o motivo para a liberdade política ter ascendência maior do que a liberdade econômica.

³⁶³ MILTON. *Op.cit.* 1644.

³⁶⁴ MILL. *Op.cit.* 2001 [1859].

³⁶⁵ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. *Abrams v. United States* (1919). tradução livre.

³⁶⁶ HAYEK. *Op.cit.* 1945. p.

³⁶⁷ DIRECTOR, Aaron. **The parity of the economic marketplace**. *The Journal of Law & Economics*, v. 7, oct. 1964, p. 1-10. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/724916>. Acesso em: 2 jun. 2020.

³⁶⁸ COASE, Ronald H. **The Federal Communications Commission**. *Journal of Law and Economics*, v. 2, oct. 1959, p. 1-40. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/724927>. Acesso em: 2 jun. 2020.

³⁶⁹ COASE, Ronald H. **The market for goods and the market for ideas**. *The American Economic Review*, v. 64, n. 2, may 1974, p. 384-391. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1816070>. Acesso em: 2 jun. 2020.

Entretanto, Coase voltaria ao assunto, com mais ênfase, explorando especialmente o problema da propaganda comercial. Em *Advertising and free speech*³⁷⁰, o autor critica a assimetria entre a visão otimista quanto às consequências do mercado não regulado de ideias e a pessimista em relação aos mercados de bens e serviços, portanto, a incoerência entre a defesa da Liberdade de Expressão a partir das premissas de extrema racionalidade dos indivíduos e de ceticismo quanto à intervenção do Estado e a crítica da liberdade econômica em bases inversas.

De fato, Coase não defendia a regulação do mercado de ideias, mas buscava apontar as possíveis consequências deletérias da intervenção Estatal em qualquer mercado. Porém, como explica Lee, diante da expansão e consolidação histórica dessa expansão do Poder do Estado em face da Economia, o argumento de Coase acaba, hoje, diminuindo a força retórica do Livre Mercado de Ideias para a defesa contra interferências na Liberdade de Expressão³⁷¹.

Por outro lado, como Hemel esclarece, Director e Coase realizaram a ruptura da barreira divisória entre o mercado de ideias e os mercados de bens e serviços, lançando os fundamentos para a aplicação da Análise Econômica do Direito (AED) à Liberdade de Expressão³⁷².

A intuição original desses autores, de que há paralelismo entre a regulação de trocas de bens e de ideias, permitiria o avanço da pesquisa. Porém, depois das incursões de Director e Coase, o tema, segundo Posner, foi negligenciado pela AED, até que ele próprio fizesse abordagem explicitamente econômica da regulação da Liberdade de Expressão, primeiro, em germen, no tratado *Economic Analysis of Law*³⁷³ e, depois, amplamente desenvolvida, em *Free speech in an economic perspective*³⁷⁴ e *The Law and Economics movement*³⁷⁵.

Posner criou estrutura conceitual para a Análise Econômico-jurídica da Liberdade de Expressão, fornecendo os elementos fundamentais para essa abordagem metodológica.

³⁷⁰ COASE, Ronald H. **Advertising and free speech**. The Journal of Legal Studies, v. 6, n. 1, jan. 1977, p. 1-34. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/724187>. Acesso em: 2 jun. 2020.

³⁷¹ LEE, Ian B. **Can economics justify the constitutional guarantee of freedom of expression?**. Canadian Journal of Law and Jurisprudence, v. 21, n. 2, jul. 2008. Disponível em: <https://doi.org/10.1017/S084182090004458>. p. 356.

³⁷² HEMEL, Daniel Jacob. **Economics perspectives on free speech**. University of Chicago, Public Law Working Paper n. 736, 2019. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3492827. Acesso em: 2 jun. 2020. p. 3-6.

³⁷³ POSNER, Richard. **Economic analysis of law**. 3.ed. Wolter Kluwer, 1986. p. 621-638.

³⁷⁴ POSNER, Richard. **Free speech in an economic perspective**. Suffolk University Law Review, v. 1, 1986. Disponível em: https://chicagounbound.uchicago.edu/journal_articles/1898/. Acesso em: 2 jun. 2020.

³⁷⁵ POSNER, Richard. **Richard T. Ely Lecture: The Law and Economics movement**. The American Economic Review, v. 77, n. 2, may 1987, p. 1-13. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1805421>. Acesso em: 2 jun. 2020.

2.3.1 O modelo econômico-jurídico de Posner

Posner parte do contraponto do Juiz Hand à abordagem do *Justice Holmes*³⁷⁶, que culminaria no julgamento de *Dennis v. United States*³⁷⁷.

Na decisão, mantida pela SCOTUS³⁷⁸, o magistrado Hand, em variação de sua fórmula de negligência³⁷⁹, decidiu ponderar o agravo do ato comunicativo e a probabilidade de sua ocorrência em relação aos custos dessa regulação. Desse modo, a regulação da Liberdade de Expressão se justificaria – ou, em outras palavras, seria eficiente – quando o agravo do ato comunicativo multiplicada pela probabilidade de sua ocorrência (dano vezes probabilidade) é superior à soma do valor que a sociedade atribui à informação suprimida e ao custos em que a sociedade incorre para distinguir informações desejáveis e indesejáveis (custo de oportunidade).

Veja-se a regra de Hand, estabelecida no julgamento de *Dennis*³⁸⁰:

$$B < PL$$

Na fórmula, B é o custo da regulação, incluindo as perdas resultantes da supressão de informações valiosas, P é a probabilidade da ocorrência de dano e L a extensão do dano.

Posner expande a fórmula de *Dennis*, ao formular seu modelo econômico-jurídico da Liberdade de Expressão. A fórmula de Posner, expressa matematicamente, é esta³⁸¹:

$$V + E < P \times L / (1 + i)^n$$

O custo da regulação B, na fórmula de Hand, é separado, na fórmula de Posner, em custo social da supressão de informações valiosas (V) e em custo por erros na precificação de

³⁷⁶ GUNTHER, Gerald. **Learned Hand and the origins of modern first amendment doctrine**: some fragments of history. *Stanford Law Review*, v. 27, n. 3, feb. 1975, p. 719-773. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1228336>. Acesso em: 2 jun. 2020.

³⁷⁷ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals Second Circuit. **United States v. Dennis**, 183 F. 2d 201 - Court of Appeals, 2nd Circuit 1950. Disponível em: scholar.google.com. Acesso em: 6 mar. 2021. O caso, em síntese, envolvia a perseguição penal por promoção da modificação violenta do governo de membros do Partido Comunista dos Estados Unidos da América.

³⁷⁸ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Dennis v. United States** (1951).

³⁷⁹ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals Second Circuit. **United States v. Carroll Towing Co.**, 159 F. 2d 169 - Circuit Court of Appeals, 2nd Circuit 1947. Disponível em: scholar.google.com. Acesso em: 6 mar. 2021.

³⁸⁰ Tradução de POSNER. **Op.cit.** 1986. p. 9. v. também: ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals Second Circuit. **United States v. Dennis**, 183 F. 2d 201 - Court of Appeals, 2nd Circuit 1950. O próprio juiz Hand adaptou essa fórmula da sua clássica fórmula de negligência ou fórmula BPL, em que B é o investimento em precaução, P é a probabilidade de dano e L a extensão do dano.

³⁸¹ POSNER. **Op.cit.** 1986. p. 9.

informações desejáveis e indesejáveis (E). Além disso, o professor de Chicago introduz a importância do tamanho da audiência para quantificação do custo social da supressão de informações, de modo que o valor (V) é estabelecido em função da audiência atual, potencial e perdida. Por fim, o agravo do ato comunicativo (L) é descontado para valores atuais, de modo que, quanto maior o tempo transcorrido entre o ato comunicativo e o agravo, menor o custo social $(1 + i)^n$.

A essencial divergência do seu modelo em relação às visões exclusivamente jurídico-políticas, sintetizadas e densificadas no Princípio da Neutralidade Constitucional, está na sujeição do âmbito de proteção da Liberdade de Expressão à análise casuística de *tradeoffs*. A partir da sua visão pragmática de que a Constituição não pode ser pacto suicida, Posner não faz defesa intransigente da Liberdade de Expressão e propõe um “banho de ácido econômico ao ícone da Liberdade de Expressão”³⁸².

O grande problema, constatável de plano, é a definição do valor da expressão. A solução implícita às visões jurídico-políticas de proteção é presumir valor imensurável ou infinito para certas categorias de discurso. Por exemplo, no eixo da democracia, a crítica de agentes públicos³⁸³.

Posner reconhece que o monopólio de poder político, segundo ele o mais perigoso dos monopólios, seria estabelecido caso o Estado pudesse suprimir as visões contrárias à oficial. Entretanto, o autor não considera isso suficiente para justificar economicamente a atribuição de valor superior à expressão de ideias políticas, tanto pela dificuldade de definir exatamente esse conceito como pela multiplicidade de cenários possíveis³⁸⁴.

Apesar disso, Posner tangencia a justificativa econômica do caráter preferencial da Liberdade de Expressão, a partir exatamente da dificuldade de definição do valor da expressão. Em geral, é razoável presumir alto custo por erros na precificação de informações desejáveis e indesejáveis³⁸⁵. Isso possibilita estabelecer o ônus argumentativo à favor da preservação da liberdade. Porém, ele reconhece que há situações nas quais é clara a inexistência de valor social da expressão, como a grave ameaça do assaltante, ou é baixo o custo por erros na precificação, como em afirmações de fato e não opiniões³⁸⁶. Essa distinção, todavia, alinha-se com a

³⁸² POSNER. *Op.cit.* 1986. p. 7. tradução livre.

³⁸³ POSNER. *Op.cit.* 1987. p. 8. Também: MAYTON, William T. **Seditious libel and the lost guarantee of a freedom of expression**. Columbia Law Review, v. 84, n. 1, jan. 1984, p. 91-142. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1122370>. Acesso em: 2 jun. 2020.

³⁸⁴ POSNER. *Op.cit.* 1986. p. 9.

³⁸⁵ *Ibidem.* p. 9-12, p. 24-29 e p. 36.

³⁸⁶ *Ibidem.* p. 9-12 e p. 27. *Op.cit.* 1987. p. 8-9.

hermenêutica tradicional e com o Princípio da Neutralidade Constitucional, apontando para a maior proteção de atos comunicativos com valor expressivo e para as opiniões.

Em *A Problemática da Teoria Moral e Jurídica*, o autor apresentará os fundamentos dessa visão a partir de outra matriz conceitual³⁸⁷. Pragmático, o autor entende que “as perguntas morais controversas não têm respostas convincentes, a menos que as perguntas sejam redutíveis a questões factuais”³⁸⁸. Desse modo, ao ceticismo moral subjacente à concepção da Neutralidade Constitucional, soma-se necessária dose de empirismo. Há situações em que se produz certo nível de conhecimento que justifica – ou até mesmo se poderia dizer, que impõe – a intervenção Estatal. Ora, o cético que coloque em dúvida a arma apontada para seu rosto e o anúncio do roubo pelo assaltante está desconectado da realidade.

O modelo de Posner ainda explica outros imperativos da estrutura de justificação jurídico-política para a Liberdade de Expressão. A vedação da censura prévia, por exemplo, se justifica pelos altos custos dessa modalidade de regulação³⁸⁹. Já as regulações de espaço, tempo e modo são preferenciais às regulações de conteúdo porque o custo social da supressão de informações valiosas é menor, uma vez que não há restrição mas regulação do ato comunicativo e, desse modo, o custo por erros na precificação também são menores³⁹⁰.

Além disso, Posner mapeia a reação do mercado de ideias à supressão de informações ou opiniões.

A informação possui natureza econômica peculiar, porque são difíceis obter e assegurar direitos de propriedade sobre ela³⁹¹. Exceto pelos instrumentos de propriedade intelectual, os benefícios da informação geralmente são apropriados por diversos indivíduos. Trata-se dos *free-riders*, aqueles que se beneficiam sem pagar pelo produto³⁹².

A ausência de direitos de propriedade claros sobre a informação, torna questionável qualquer medida que aumente os seus custos de produção. Em muitas situações, a utilidade ou o lucro obtido por quem produz a informação é muito baixo e qualquer incremento desses custos

³⁸⁷ POSNER, Richard A. **A Problemática da Teoria Moral e Jurídica**. Tradução de Marcelo Brandão Cipolla. São Paulo: Martins Fontes, 2012. p. 13-24.

³⁸⁸ *Ibidem*. p. 14.

³⁸⁹ POSNER. **Op.cit.** 1986. p. 13-16. **Op.cit.** 1987. p. 7-8.

³⁹⁰ *Ibidem*. p. 16-19.

³⁹¹ *Ibidem*. p. 19.

³⁹² FARBER, Daniel A. **Free speech without romance: public choice and the first amendment**. *Harvard Law Review*, v. 105, n. 2, dec. 1991, p. 554-583. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1341698?seq=1>. Acesso em: 22 set. 2020.

– através da regulação da Liberdade de Expressão – pode fazer com que a curva de oferta deixe de cruzar a curva de demanda³⁹³.

No âmbito do Mercado de Capitais, a pretensão de assegurar direitos de propriedade sobre a informação é contraposta pelo caráter informativo dos preços. Mesmo quem pratica *insider trading* possui janela limitada de tempo para obter proveito indevido, pois, a partir de certo momento, os preços descontarão, também, as informações privilegiadas.

Paralelamente, os profissionais que, legitimamente, realizam análises exclusivas de valores mobiliários sofrem as mesmas consequências. Uma vez colocadas em circulação ou convertidas em operações, suas análises são descontadas pelos preços e, portanto, titularizada pelo público. Por outro lado, esse impacto pode ser irrelevante a depender do alcance da análise. A audiência do analista pode ser pequena e, assim, o volume de negócios decorrentes da opinião dele a respeito de determinado ativo pode ser diluído em meio a outras opiniões em circulação.

Contudo, existe o outro lado da equação expandida de *Dennis*. O agravo e a probabilidade de sua ocorrência.

Posner esforça-se para estabelecer diversas distinções que permitam avaliar com maior clareza a existência de perigo claro e atual (*clear and present danger*), por exemplo, a diferença entre o destinatário do ato comunicativo e a vítima do dano, a intenção do emissor e a conveniência de esperar a progressão do ilícito³⁹⁴. O ponto central é de que, quanto maior a distância temporal, maior a probabilidade do mercado de ideais atuar em substituição ao Estado para evitar a ocorrência do agravo³⁹⁵. A inexistência de tempo suficiente para atuação do sistema de livre concorrência é o fator determinante para justificar a interferência Estatal, e os custos associados a ela.

Por outro lado, seguindo a fórmula fixada em *Dennis*, Posner contabiliza os riscos futuros³⁹⁶, mas reconhecendo a necessidade de aplicar taxa de desconto³⁹⁷. Porém, novamente, a incerteza dos parâmetros de cálculo adotados leva à conclusão de que somente grandes danos futuros justificam os custos para a interferência *ex ante* – especialmente considerando o custo de oportunidade da alocação de recursos para atingir objetivo incerto em detrimento de outras políticas com benefícios sociais imediatos maiores.

³⁹³ POSNER. *Op.cit.* 1986. p. 19-23. No mesmo sentido: FARBER. *Op.cit.* 1991.

³⁹⁴ *Ibidem.* p. 29-34.

³⁹⁵ *Ibidem.* p. 31-32.

³⁹⁶ *Ibidem.* p. 34-36.

³⁹⁷ *Ibidem.* p. 34-36.

A estrutura conceitual do modelo econômico de Posner fornece ferramentas para descompactar o fenômeno da expressão do pensamento, nas categorias do agravo, da probabilidade de sua ocorrência, do momento de sua ocorrência, da taxa de desconto quando o agravo é futuro, da possível distinção entre o destinatário e a vítima, do custo social da supressão de informações valiosas e do custo por erros na precificação de informações desejáveis e indesejáveis.

O problema todo está em responder à pergunta: Qual deve ser a medida da interferência Estatal? Diante da incerteza acerca do real desvalor social da conduta, pode-se optar pela “perspectiva patológica” defendida por Blasi, regulando-se essas hipóteses somente quando há *tradeoffs* extremos, mesmo em situações de convulsão social³⁹⁸. Contudo, a dinâmica própria do Mercado de Capitais exige o estabelecimento da distinção dos atos comunicativos comerciais.

2.3.2 A proteção do discurso comercial

Farber, em *Free speech without a romance*, apresenta outro modelo econômico-jurídico para análise da Liberdade de Expressão³⁹⁹. A partir da Teoria da Escolha Pública (*Public Choice Theory*) e da concepção da informação como bem público, sua formulação econômica permitirá estabelecer distinções analíticas a respeito do alcance da regra da Liberdade de Expressão.

A tese fundamental de Farber, que pode ser considerada o aprofundamento de uma das intuições de Posner⁴⁰⁰, é de ser a proteção especial da Liberdade de Expressão e de outras atividades relacionadas à produção de informações a solução do legislador constitucional para o problema da informação tender a ser subvalorizada pelo mercado e pelo sistema político⁴⁰¹.

Essa tendência de subvalorização da informação decorre da dificuldade de restringir os seus benefícios àqueles que pagam por ela. A informação tende a se disseminar, porém, como o produtor não é remunerado pelo conjunto dos benefícios sociais, a informação não é produzida em nível ótimo. A demanda de informações reage somente aos benefícios para os

³⁹⁸ BLASI, Vincent. **The pathological perspective and the first amendment**. Columbia Law Review, v. 85, n. 3, apr. 1985, p. 449-514. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1122510>. Acesso em: 2 jun. 2020.

³⁹⁹ FARBER, Daniel A. **Op.cit.** 1991.

⁴⁰⁰ POSNER. **Op.cit.** 1986. p. 19-23.

⁴⁰¹ FARBER. **Op.cit.** 1991. p. 555.

compradores, mas não para os *free-riders*⁴⁰². Apesar do efeito carona ocorrer em outros mercados, ele está especialmente presente no mercado de informações, ou no mercado de ideias, porque elas não são bens consumíveis, que se destroem com o consumo.

Por outro lado, em razão dos benefícios difusos da maior produção de informações, existe dificuldade de organizar grupos para restringir os impulsos regulatórios do Estado, justificando não somente a limitação da interferência Estatal contra a Liberdade de Expressão, mas a limitação diretamente na Constituição⁴⁰³.

Entretanto, explica Farber, esse problema é exacerbado quando se trata de informações a respeito do governo, porque o incentivo à obtenção de informação suficiente por alguém interessado na aquisição de determinado bem é maior do que o incentivo ao cidadão. Isso permite estabelecer a distinção do discurso comercial (*commercial speech*)⁴⁰⁴ ou da “Liberdade de Expressão publicitária”⁴⁰⁵.

O Ordenamento Jurídico Brasileiro é bastante tolerante à regulação do discurso comercial. A CRFB/88 prevê, expressamente, a competência da União para legislar sobre propaganda comercial (art. 22, XXIX) e impõe restrições no caso de “produtos, práticas e serviços que possam ser nocivos à saúde e ao meio ambiente”, exemplificando com o caso do tabaco, das bebidas alcoólicas, dos agrotóxicos, de medicamentos e de terapias (art. 220, § 3º, I, e § 4º), medidas que podem ser consideradas à luz do mais abrangente Princípio de Defesa do Consumidor (art. 5º, XXXII, e art. 170, V).

Dentro da estrutura teórica proposta por Farber, isso se justifica pela apropriação dos lucros do discurso pelo produtor⁴⁰⁶. Espera-se que o conteúdo da propaganda se torne de conhecimento público, porque a finalidade específica dessa modalidade de ato comunicativo é aumentar a demanda por determinado bem ou serviço *do produtor*. Ademais, ao mesmo tempo em que existe a possibilidade jurídica de regulação Estatal, ela é contraposta pelos detentores de poder econômico, que detém maior capacidade de organização do que a massa difusa de cidadãos que exerce a “Liberdade de Expressão política”.

⁴⁰² Ibidem. p. 558-559.

⁴⁰³ Ibidem. p. 560-562.

⁴⁰⁴ Ibidem. p. 562-567.

⁴⁰⁵ SABINO, Marco Antonio da Costa. **Publicidade e Liberdade de Expressão**. Curitiba: Juruá, 2019.

⁴⁰⁶ FARBER. **Op.cit.** 1991, p. 565.

Contudo, o âmbito aberto das proposições normativas constitucionais que garantem a Liberdade de Expressão permite a afirmação por Sabino de que “a Liberdade de Expressão comercial goza da mesma proteção dispensada a outras formas de expressão”⁴⁰⁷.

Com efeito, ao dispor, no inciso IV do art. 5º que “é livre a manifestação do pensamento”, o Legislador Constituinte não estabeleceu distinções baseadas em conteúdo.

Nas palavras de Sabino: “A verdade é que a Constituição nunca estabeleceu qualquer consideração a respeito de qual é a expressão por ela tutelada”⁴⁰⁸. Assim, como a Liberdade de Expressão não deve ser considerada somente na ótica do emissor do ato comunicativo, mas, também, na perspectiva do seu destinatário, ainda que existam justificativas econômico-jurídicas para menor proteção da propaganda comercial, ela cumpre importante papel informativo.

Em seu nível mais elementar, mas já essencial nessa dimensão, a ampla disseminação da propaganda comercial viabiliza a comparação de preços pelo consumidor, como reconheceu a SCOTUS, no caso *Virginia State Board of Pharmacy*⁴⁰⁹.

Explica Sabino que “o caráter informativo presente na publicidade comercial é que a qualifica como integrante do livre mercado de ideias”⁴¹⁰. Esse elemento “torna a publicidade comercial fundamental em ambiente de economia de mercado”⁴¹¹, mas ultrapassa, frequentemente, questões econômicas, suscitando e estimulando debates públicos sobre temas relevantes⁴¹², às vezes sob a forma intencional de *shockvertising*⁴¹³.

Entretanto, a existência do direito à informação do consumidor – também referível à Constituição – mitiga a liberdade do fornecedor, transformando-a em espécie de poder-dever de garantir “o exercício, na plenitude, do direito de escolha” do consumidor⁴¹⁴. Desse modo, exatamente a atenção à vulnerabilidade do consumidor, em relação ao fornecedor, implica na regulamentação dessa modalidade de discurso.

⁴⁰⁷ SABINO. **Op.cit.** 2019. p. 174.

⁴⁰⁸ *Ibidem.* p. 169.

⁴⁰⁹ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Virginia Pharmacy Board v. Virginia Consumer Council**, 425 U.S. 748 (1976). Disponível em: <https://supreme.justia.com/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

⁴¹⁰ SABINO. **Op.cit.** 2019. p. 111.

⁴¹¹ *Ibidem.* p. 170.

⁴¹² *Ibidem.* p. 115-116.

⁴¹³ KUBACKA, Natalia. **The power and role of Benetton’s shockvertising**. 2012. Disponível em: https://www.theseus.fi/bitstream/handle/10024/48098/Kubacka_Natalia.pdf. Acesso em: 26 out. 2020.

⁴¹⁴ SABINO. **Op.cit.** 2019. p. 175.

No Brasil, a Lei nº 8.078/1990, o Código de Defesa do Consumidor, proíbe a publicidade enganosa ou abusiva, conceituando em seu art. 37:

Art. 37. É proibida toda publicidade enganosa ou abusiva. § 1º É enganosa qualquer modalidade de informação ou comunicação de caráter publicitário, inteira ou parcialmente falsa, ou, por qualquer outro modo, mesmo por omissão, capaz de induzir em erro o consumidor a respeito da natureza, características, qualidade, quantidade, propriedades, origem, preço e quaisquer outros dados sobre produtos e serviços. § 2º É abusiva, dentre outras a publicidade discriminatória de qualquer natureza, a que incite à violência, explore o medo ou a superstição, se aproveite da deficiência de julgamento e experiência da criança, desrespeita valores ambientais, ou que seja capaz de induzir o consumidor a se comportar de forma prejudicial ou perigosa à sua saúde ou segurança. § 3º Para os efeitos deste código, a publicidade é enganosa por omissão quando deixar de informar sobre dado essencial do produto ou serviço.

O dispositivo normativo mais relevante, contudo, está no art. 38 do mesmo diploma, que atribui ao patrocinador da informação ou comunicação publicitária “o ônus da prova da veracidade e correção”.

Ora, esse enunciado restringe o exercício da Liberdade de Expressão publicitária à informação comprovadamente veraz e correta. Da presunção *prima facie* de sua compatibilidade constitucional, decorre a existência de restrição teleológica à proteção da expressão publicitária. O discurso comercial somente seria protegido quando voltado à redução das assimetrias de informação entre fornecedores e consumidores.

Por outro lado, é possível controverter a constitucionalidade da restrição infralegal, porque a norma de direito fundamental exige “critérios materiais de aferição que podem ser tornados plausíveis a partir do seu próprio teor normativo, sem viver à mercê das leis ordinárias”⁴¹⁵. Porém, vale dizer, mesmo dentro da tradição norte-americana de ampla proteção da Liberdade de Expressão, o discurso comercial recebe proteção mitigada.

Após reconhecer a proteção constitucional da publicidade, no caso *Virginia State Board of Pharmacy*⁴¹⁶, a SCOTUS estabeleceu, na década de 80, em *Central Hudson Gas and Electric Corp. v. Public Service Commission*, o teste para avaliar a compatibilidade com a Primeira Emenda das regulações dessa modalidade de discurso⁴¹⁷.

⁴¹⁵ MÜLLER. **Op.cit.** 1999. p. 67.

⁴¹⁶ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Virginia Pharmacy Board v. Virginia Consumer Council**, 425 U.S. 748 (1976). Disponível em: <https://supreme.justia.com/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

⁴¹⁷ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Central Hudson Gas and Electric Corp. v. Public Service Commission**, 447 U.S. 557 (1980). Disponível em: <https://supreme.justia.com/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

Nesse julgamento, reconhecendo que a proteção da Liberdade de Expressão publicitária se justifica por seu papel informativo, a Suprema Corte dos Estados Unidos rejeitou qualquer argumento de que seria incompatível com a Primeira Emenda “a supressão de mensagens comerciais que não informam adequadamente o público sobre atividades lícitas”. Entretanto, ainda assim, admitiu a regulamentação da publicidade veraz e correta de atividades comerciais lícitas por razões de interesse público, devidamente justificadas, comprovadas e restritivamente aplicadas.

Desse modo, não se exclui o discurso comercial do âmbito de proteção da norma constitucional da Liberdade de Expressão. Porém, ele recebe tratamento próprio pelos incentivos econômicos à sua produção, em comparação com os discursos políticos, intelectuais, artísticos, científicos, e sua tensão, na trama de valores tutelados pela Constituição, com outras garantias, notadamente, com a garantia de proteção dos direitos dos consumidores à informação.

Ainda assim, também vigoram em relação aos atos comunicativos cometidos no desenvolvimento de atividade empresária as reconhecidas limitações epistemológicas das autoridades públicas, realidade fática que sustenta a concepção do Livre Mercado de Ideias e da qual decorrem os padrões decisórios jurídicos em matérias de intervenção Estatal sobre atos comunicativos. Em outras palavras, ainda que seja tolerável constitucionalmente a proibição do discurso comercial enganoso ou abusivo, o problema da distinção *in concreto* entre o falso e o veraz, entre o adequado e o abusivo, continua existindo.

2.3.3 O Mercado de Capitais como Mercado de Ideias

Ainda que de forma mitigada, a extensão do âmbito de proteção da Norma Constitucional de 1988 da Liberdade de Expressão para alcançar o discurso comercial permite restabelecer o paralelismo entre o mercado de ideias e os mercados de bens e serviços. Especificamente, entre o mercado de ideias e o Mercado de Capitais.

Em certa medida, as operações com valores mobiliários são valorações econômicas de opiniões sobre esses bens. Não se trata exclusivamente de apostas – a forma essencial da valoração econômica de opiniões – porque os títulos se referem a realidades econômicas, por exemplo, as ações representam parcela do capital social de uma companhia. Entretanto, o elemento da aposta sempre está presente. Quem realiza operações com valores mobiliários está,

simultaneamente, opinando que obterá lucros ou, ao menos, que seus custos serão menores. E, atribui um preço a essa opinião.

Esse juízo é feito pelo investidor a partir do conjunto de informações que lhe estão disponíveis – públicas ou exclusivas, difundidas ou privilegiadas. Portanto, a tomada de decisão de investimento é a valoração econômica de uma opinião a respeito de determinada operação com valores mobiliários. Quando o poupador emite a ordem de compra ou de venda, ele enuncia uma opinião sobre o valor do bem em negociação. Ele pratica um ato comunicativo. Ao concluir a operação, ele assume uma posição de investimento que precifica seu juízo anteriormente enunciado ao Mercado.

A posição do Regulador do Mercado de Capitais, diante desse fenômeno, é a mesma propugnada pelo *Justice Holmes*, em seu voto divergente de *Abrams*: “o máximo bem desejado é alcançado pela livre troca de ideias”⁴¹⁸. O Estado não opina a respeito dos preços dos valores mobiliários. Essa atividade compete exclusivamente aos agentes econômicos. Assim como os indivíduos são livres para formar sua opinião a respeito de qual é a melhor ideologia política ou a mais bela obra de arte, eles também são livres para formar sua opinião a respeito de valores mobiliários. A partir das trocas realizadas, em razão das diversas opiniões individuais, forma-se o conhecimento coletivo do Mercado, a oferta e a demanda. Essa estrutura de livre competição entre as diversas “crenças” dos agentes econômicos é reputada como a melhor para alcançar “o máximo bem” ou, em termos econômicos, a máxima eficiência alocativa.

Por outro lado, pela forte dimensão econômica desse “mercado de ideias” capitalizado, diferentemente do mercado de ideias políticas, em que a tendência é que se pretenda conquistar o máximo de mentes, razão pela qual muitos discursos serão propositadamente divulgados, pode ser do interesse de determinados operadores reter informações para si.

Quando essa assimetria de conhecimento se constitui pela violação de deveres de lealdade entre os agentes econômicos, o Estado intervém, punindo o uso da informação privilegiada, nos termos do art. 27-D da Lei nº 6.385/1976. Porém, existe assimetria de conhecimento inerente à estrutura competitiva do Mercado de Capitais. Inclusive, existem instituições e profissionais especializados em fornecer melhores opiniões sobre os investimentos.

⁴¹⁸ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. *Abrams v. United States* (1919). tradução livre.

Além disso, pelo interesse público envolvido na captação de poupança para desenvolvimento da Economia, o Estado também intervém com medidas destinadas a reduzir os custos de informação dos investidores. Esse custo é transferido para as empresas que buscam capitalização, através da política de *disclosure*. Naturalmente, existe incentivo para que os emissores de valores mobiliários forneçam informações publicitárias ao público. Algumas companhias abertas adotam, inclusive, rigorosas políticas de *disclosure* voluntário. Contudo, a verificação dessas informações exige dispêndios pelos poupadores que pode desestimular a realização do investimento.

Dentro dessa perspectiva, o Estado impõe a divulgação de determinadas informações, como aquelas contidas, por exemplo, no formulário de referência das companhias abertas. Além disso, também se exige a interposição de instituições, como os *underwriters* e os auditores independentes, responsáveis por aumentar a confiabilidade dessas informações de divulgação obrigatória. A própria existência da legislação que prevê o *disclosure*, a definição de infrações e a efetiva punição de suas violações visa a sinalizar maior confiabilidade para o Mercado.

Esse arcabouço mínimo e obrigatório de informações, ao mesmo tempo, pretende assegurar a legitimidade da presunção de que todos os operadores do Mercado de Capitais possuem acesso a dados mínimos para formar opinião racional sobre os valores mobiliários, ou seja, para tomar decisão de investimento esclarecida. Em outras palavras, pretende-se assegurar a presunção de que ninguém pode alegar desconhecimento, para escapar da regra de responsabilidade intransferível pela decisão de investimento ou do princípio da inerência do risco nas operações de investimento.

A existência dessa regra de responsabilidade potencializa, no Mercado de Capitais, a necessidade de considerar a perspectiva do destinatário de atos comunicativos a respeito de valores mobiliários. Ora, a opinião dos investidores não se forma somente pelo acesso a informações de divulgação obrigatória e por dados como preço e volume negociado, mas, pelo intercâmbio de opiniões entre indivíduos. Enquanto o voto de um indivíduo mal informado dilui-se na multidão, os prejuízos da má alocação de poupança são arcadas exclusivamente pelo investidor. Portanto, apesar da grande relevância teórica das ideias políticas, pode ser mais preocupante para o cidadão concreto ter acesso à informação especializada, ainda que publicitária, que impacte seu patrimônio aplicado no Mercado de Valores Mobiliários.

Desse modo, as autoridades públicas podem reputar certas comunicações como falsas, incompletas, exageradas, tendenciosas ou distorcidas e, ainda assim, o seu destinatário

reputá-las adequadas para a formação da sua opinião individual e tomada de decisão de investimento. Pode-se estabelecer tensão entre “verdade oficiais” e as concepções individuais dos agentes do mercado, caso em que a interferência Estatal colide com o Princípio da Neutralidade Constitucional.

Aliás, não se pode ignorar a relevância, para certos cidadãos, das informações que os afastam do Mercado de Capitais. Esse é interesse individual legítimo, ainda que na contramão do objetivo Estatal de estimular a aplicação da poupança em valores mobiliários, previsto no art. 4º, I, da Lei nº 6.385/1976. Assim, à proibição da circulação de determinadas informações no Mercado de Capitais também se associam custos. Esses custos podem ser divididos, como propõe Posner, no custo social da supressão de informações valorosas e dos erros na precificação de informações pelo Estado⁴¹⁹. Poder-se-ia, em tese, até mesmo quantificar esses custos, como no caso do poupador que deixasse de realizar aplicação ou de abandonar posição de investimento por lhe ter sido suprimido acesso à comunicação publicitária reputada inadequada pelas autoridades públicas.

Isso demonstra a dificuldade de traçar *oficialmente* a linha divisória entre a informação adequada e inadequada no âmbito do Mercado de Capitais. Veja-se que, a princípio, o próprio Estado abstém-se de realizar esse juízo de valor, ao não emitir opinião de mérito a respeito dos valores mobiliários em circulação.

Essa dificuldade de definir os atos comunicativos toleráveis e intoleráveis aponta, então, para postura de abstenção Estatal – ou, de neutralidade.

As analogias do Mercado de Capitais com o “mercado de ideias” recomendam que a intervenção para regular o intercâmbio de informações ou a livre troca de opiniões também ocorram somente quando exista perigo claro e atual (*clear and present danger*)⁴²⁰, quando se esteja diante de ato antijurídico iminente (*imminent lawless action*)⁴²¹ ou, na mais sofisticada fórmula de *Dennis*, quando o agravo do ato comunicativo multiplicada pela probabilidade de sua ocorrência é superior à soma do valor que a sociedade atribui à informação suprimida e aos custos em que a sociedade incorre para distinguir informações desejáveis e indesejáveis⁴²².

⁴¹⁹ POSNER. **Op.cit.** 1986.

⁴²⁰ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Schenck v. United States** (1919). tradução livre.

⁴²¹ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Brandenburg v. Ohio**, 395 U.S. 444 (1969).

⁴²² ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals Second Circuit. **United States v. Dennis**, 183 F. 2d 201 - Court of Appeals, 2nd Circuit 1950. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Dennis v. United States** (1951).

Também aqui, seria possível adotar a “perspectiva patológica” de Blasi⁴²³, regulando-se essas hipóteses somente quando há *tradeoffs* extremos. Vermeule chamará essa visão de “constitucionalismo da precaução”⁴²⁴.

Para o autor, o Direito, diante de diversos riscos, pode adotar duas posturas distintas. A do “constitucionalismo de precaução” (*precautionary constitutionalism*) ou do “constitucionalismo de otimização” (*optimizing constitutionalism*)⁴²⁵. Basicamente, o constitucionalismo de precaução desenha e gerencia as instituições tendo em mente o pior cenário. A incerteza funciona em desfavor da atuação governamental. Em regra, o constitucionalismo de precaução é obcecado por determinado risco político, com a evitação dos riscos de caudas grossas (*fat tails*), eventos altamente improváveis mas catastróficos. Já o constitucionalismo da otimização é aquele em que se procura considerar os diversos riscos e ponderá-los.

A Cláusula Constitucional de Liberdade de Expressão é salvaguarda contra múltiplos riscos. Ao extremo, busca-se evitar o monopólio do poder político e a ditadura do pensamento único, que colocam sob ameaça de morte a tolerância, a democracia, a autonomia de consciência e a verdade. Por outro lado, as interferências que limitam a Liberdade de Expressão também são salvaguardas de bens jurídicos importantes. No caso do Mercado de Capitais, pretende-se tutelar a poupança popular, assim como a eficiência e confiabilidade do SFN.

A manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações situa-se nessa encruzilhada. Admitir a sua punição pelo art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 cria essa tensão com a Cláusula Constitucional da Liberdade de Expressão. Os indivíduos possuem, *prima facie*, a liberdade de se comunicar, emitindo ou recebendo informações, a respeito dos valores mobiliários. A pretensão de autoridades públicas de controlar a adequação dos juízos de fato ou de valor das pessoas, nitidamente, gera o receio do monopólio da opinião Estatal.

Diante das elementares típicas, essa pode soar preocupação vazia. Afinal de contas, além da constatação de que se trata de “manobras fraudulentas” – repousando a tensão constitucional na definição da fraude – exige-se que sua prática seja destinada “a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário” e, ainda, que essa

⁴²³ BLASI. *Op.cit.* 1985.

⁴²⁴ VERMEULE, Adrian. *The constitution of risk*. New York: Cambridge University Press, 2014. p. 41.

⁴²⁵ VERMEULE. *Op.cit.* 2014. p. 10-14.

conduta seja praticada “com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros”.

Entretanto, o boicote contra companhias abertas é exemplo de conduta com o fim deliberado de causar dano – ou, lucros cessantes – e cujas táticas podem ser reputadas tanto fraudulentas como dirigidas ao Mercado de Capitais. Ora, o famoso caso Lüth, do Tribunal Constitucional Federal alemão, consistiu exatamente no reconhecimento da eficácia horizontal da Liberdade de Expressão e na impossibilidade de responsabilização civil de cidadão que emitira opiniões favoráveis a boicote⁴²⁶. Nos Estados Unidos, esse conflito entre os interesses de determinados grupos econômicos e a Liberdade de Expressão é representado pelo litígio no qual a *National Organization for Women* buscava enquadrar como organizações criminosas grupos que atuavam para fechar clínicas de aborto⁴²⁷. Caso os alvos desses boicotes fossem companhias abertas, poderia-se acusar os responsáveis de manipulação do mercado.

Em 1985, a SCOTUS julgou o caso *Lowe*, que também revela tensões potenciais entre a tutela da informação no Mercado de Capitais e a Liberdade de Expressão⁴²⁸. Após ter o registro de sua consultoria de investimentos revogado e ser proibido de se associar para essa finalidade, *Lowe* iniciou uma publicação sobre investimentos. A *Securities and Exchange Commission*, porém, reputou que ele estava violando a determinação e obteve ordem judicial para proibir a publicação. A Suprema Corte reverteu a decisão.

O caso *Lowe* lembra, primeiramente, da importância da regra de vedação da censura prévia. Independentemente da justificativa e dos fins buscados, o Estado não possui o direito de calar, mas, tão somente, de adotar medidas *a posteriori*. Esse princípio é afirmado pelo STF em reiterados julgamentos, desde quando definiu a impossibilidade de censura prévia da imprensa na Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental nº 130⁴²⁹, passando pela impossibilidade de exigir autorização prévia para publicação de biografias na Ação Direta de

⁴²⁶ ALEMANHA. Tribunal Constitucional Federal. **BVerfGE 7, 198 – Lüth**. Tradução de Tony Weir. Disponível em: <https://germanlawarchive.iuscomp.org/?p=51>. Acesso em: 26 out. 2020.

⁴²⁷ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Scheidler v. National Organization for Women, Inc.**, 537 U.S. 393 (2003). Disponível em: <https://supreme.justia.com/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

⁴²⁸ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Lowe v. SEC**, 472 U.S. 181 (1985). Disponível em: <https://supreme.justia.com/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

⁴²⁹ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental nº 130**. Órgão julgador: Tribunal pleno. Relator: Carlos Britto. Data do julgamento: 30 abr. 2009. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/jurisprudencia/>. Acesso em 3 mar. 2021.

Inconstitucionalidade nº 4.815⁴³⁰ até a derrubada da vedação de censura da sátira contra políticos no período eleitoral⁴³¹.

Associada a essa regra, está o princípio de sempre combater discurso com mais discurso – e não com a restrição prévia dos atos comunicativos. Nesse sentido, o caso *Lowe* lembra que o direito de se manifestar publicamente a respeito de suas decisões de investimento, das suas fontes de informação e estratégias, realiza os valores tutelados pela Liberdade de Expressão da promoção da tolerância, da autonomia de consciência e da busca da verdade.

Mais do que isso, o caso revela que o alcance de público mais amplo no exercício do direito não justifica, por si só, o esvaziamento da proteção constitucional. No cenário atual de democratização do Mercado de Capitais, no qual se multiplicam os investidores, e de expansão das redes sociais, que amplificam o alcance dos atos comunicativos, essa preocupação é relevante – como explicita a possibilidade de regulação do direito de opinião de *digital influencers*⁴³².

As pessoas têm a liberdade de se manifestar a favor ou contra companhias abertas, opinar a respeito de valores mobiliários anunciados ou em circulação, criticar a atuação do Órgão Regulador e de seus agentes. Disso não decorre a impossibilidade da regulação do discurso comercial, tampouco impede a punição da manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações.

Porém, no último caso, exige preciso delineamento dessa intervenção Estatal, a definição de marcos objetivos que delimitem as “manobras fraudulentas” reprimíveis pelo art. 27-C da Lei nº 6.385/1976.

⁴³⁰ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 4.815**. Órgão julgador: Tribunal pleno. Relator: Carmen Lúcia. Data do julgamento: 10 jun. 2015. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/jurisprudencia/>. Acesso em 3 mar. 2021.

⁴³¹ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 4.451**. Órgão julgador: Tribunal pleno. Relator: Alexandre de Moraes. Data de julgamento: 21 jun. 2018. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/jurisprudencia/>. Acesso em 3 mar. 2021.

⁴³² MATTOS FILHO. et al. **Op.cit.** 2020.

3. MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BASEADA EM INFORMAÇÕES

Neste Terceiro Capítulo será enfrentado o problema da tensão entre a criminalização da manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações e a Regra Constitucional da Liberdade de Expressão, apresentando-se as principais modalidades de manipulação do Mercado de Capitais, inclusive com descrição de casos de *market abuse* ocorridos no Brasil, explorando-se dogmaticamente o tipo penal do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 e, então, respondendo-se ao problema da pesquisa.

No item 3.1, será realizada análise tipológica, apresentando-se as principais modalidades de manipulação do Mercado de Capitais.

Já no item 3.2, análise será dogmática, examinando-se o bem jurídico tutelado pelo tipo penal do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, os verbos núcleos e os elementos normativos do tipo, o fim da conduta exigido pelo Legislador e o elemento subjetivo especial necessário à criminalização, apresentando-se, também, considerações sobre aspectos processuais.

Então, no item 3.3, será respondido o problema de pesquisa, estudando-se, à luz dos marcos teóricos apresentados, a hipótese em que estão presentes todos os elementos do tipo penal do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, mas, ainda assim, o controle da sua incidência, mediante interpretação sistêmica e teleológica, à luz da Liberdade de Expressão, exigiria o reconhecimento da impossibilidade de persecução penal.

3.1 TIPOLOGIAS DE MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

A CVM, através da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais, expediu o Ofício-Circular nº 13/2020/CVM/SIN, de 11 de novembro de 2020, que comprova a importância de estabelecer distinções entre os diversos atos comunicativos que podem influenciar a tomada de decisão de investimento e, conseqüentemente, o Mercado de Capitais⁴³³.

⁴³³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Ofício-Circular nº 13/2020/CVM/SIN, de 11 de novembro de 2020**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-1320.html>. Acesso em: 14 nov. 2020.

O expediente do Órgão Regulador visa a, essencialmente, esclarecer em que condições a manifestação de opinião sobre determinado valor mobiliário deve ser caracterizado como exercício da atividade de analista de valores mobiliários, regulada pela Instrução CVM nº 598, de 3 de maio de 2018. Os analistas de valores mobiliários são os profissionais responsáveis por elaborar relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, considerando-se nessa expressão quaisquer atos comunicativos “que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento”⁴³⁴.

Ainda que sem referência explícita à *commercial speech doctrine*, a CVM distingue a opinião a respeito de valores mobiliários “em caráter profissional”⁴³⁵. Segundo o Ofício-Circular nº 13/2020/CVM/SIN, “além da habitualidade, ajudam a caracterizar o serviço profissional quaisquer benefício, remunerações ou vantagens que se obtenham, de forma recorrente, na oferta dessas recomendações”. Ademais, para a autarquia, “mensagens de teor mais assertivo ou apelativo reforçam a configuração de uma tentativa do agente convencer e induzir os destinatários a segui-lo”.

Nesses casos, em que se caracteriza o exercício da atividade profissional de analista de valores mobiliários, o entendimento da CVM é de que o registro na autarquia é obrigatório, nos termos da Instrução CVM nº 598. Haveria, portanto, possível incidência do tipo penal do art. 27-E da Lei nº 6.385/1976, caso ocorra o exercício irregular, caracterizado – veja-se – pela manifestação de pensamento, “em caráter profissional”, a respeito de valores mobiliários, de modo a auxiliar ou influenciar investidores.

A exata delimitação da linha divisória entre o discurso não comercial e comercial, ou, segundo a terminologia do Ofício-Circular nº 13/2020/CVM/SIN e da Instrução CVM nº 598, do discurso de caráter profissional e não-profissional é problemática. Especialmente em tempos de ampla monetização indireta de atos comunicativos, através da *internet*. Proprietários de canais do Youtube e perfis do Instagram combinam diversas linhas editoriais, oferecem múltiplos produtos e obtêm proventos de diversas maneiras.

A complexidade da atividade dos *influencers* das redes sociais, por si só, justificaria ampla investigação a fim de melhor traçar o limiar a partir do qual se justifica a regulação Estatal – dada a tutela constitucional de seu direito à liberdade expressão. Entretanto, o objeto

⁴³⁴ Art. 1º, *caput* e §§ 1º e 2º, **Instrução CVM nº 598**, de 3 de maio de 2018.

⁴³⁵ Art. 1º, *caput*, **Instrução CVM nº 598**, de 3 de maio de 2018.

desta pesquisa não é o crime do art. 27-E da Lei nº 6.385/1976, mas, o crime de manipulação de mercado, tipificado no art. 27-C do mesmo Diploma.

Ainda assim, o Ofício-Circular nº 13/2020/CVM/SIN reconhece a possibilidade da utilização das redes sociais, “para se manifestar sobre valores mobiliários, ainda que em caráter não profissional”, configurar o crime do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976. Desse modo, o documento, primeiro, manifesta a adesão do Regulador do Mercado de Capitais à tese de criminalização da manipulação baseada em informações pelo dispositivo. Em segundo lugar, confirma a importância de se discutir as condições de compatibilidade constitucional dessa interpretação do tipo.

De fato, a manifestação de pensamento – seja enunciação de fato ou de opinião – a respeito de companhias abertas, valores mobiliários, instituições financeiras ou do Órgão Regulador está no âmbito de proteção da norma constitucional da Liberdade de Expressão.

Essa proteção não impossibilita toda interferência Estatal contra a manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações. Destacadamente, a tutela constitucional da livre manifestação do pensamento é mitigada quando se trata de atos comunicativos cometido no contexto de atividade comercial (lícita ou ilícita), cedendo à promoção de outros bens jurídicos.

Nesse cenário, quando se caracteriza o *commercial speech*, a divulgação de informações falsas, incompletas, exageradas ou tendenciosas, associadas a determinados elementos subjetivos que configuram a má-fé do emitente, *prima facie* escapa do âmbito de proteção constitucional – malgrado isso não exclua a discussão, colocada em suspensão, da subsunção da conduta ao art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, em especial, de sua caracterização como “manobra fraudulenta”.

Contudo, quando não se caracteriza o *commercial speech*, a extensão da garantia é alargada, aplicando-se outros critérios de aferição da compatibilidade constitucional da interferência Estatal, diante do caráter preferencial da Liberdade de Expressão. Em outras palavras, nesse caso, o ônus argumentativo do Estado para justificar o controle de atos comunicativos é maior.

Nos dois cenários, seja o discurso de caráter profissional ou não, o próprio tipo penal do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 exige elementos subjetivos que auxiliam o controle da compatibilidade vertical da legislação com a CRFB/88. Entretanto, a exigência de dolo específico é instrumento de restrição do *ius puniendi* Estatal que incide *in concreto*,

casuisticamente. O acerto do fato, no que diz respeito à inexistência de específica intenção do agente, ocorre sempre *após* o fato, durante a persecução já instaurada⁴³⁶.

Assim, colocado o debate da tensão entre a criminalização da manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações e a regra constitucional da Liberdade de Expressão, é necessário retomar o problema – colocado inicialmente em suspensão, para que houvesse condição de possibilidade do debate – da subsunção dessa conduta ao enunciado normativo em questão.

Ou seja, é preciso examinar se a divulgação de informações falsas, incompletas, exageradas ou tendenciosas *pode ser* “manobra fraudulenta”, conforme disposto no art. 27-C da Lei nº 6.385/1976. Para desenvolver essa compreensão, é necessário aprofundar a análise dogmática do tipo penal do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, para superar definitivamente eventual limitação imposta pelo Princípio da Legalidade à subsunção da manipulação baseada em informações.

E, atendido esse pressuposto, trata-se de definir *quando* a divulgação de informações falsas, incompletas, exageradas ou tendenciosas é “manobra fraudulenta” e está excluída do âmbito de proteção da norma constitucional da Liberdade de Expressão, de sorte que o indivíduo possa exercer sua liberdade constitucional de manifestação do pensamento sem estar “à mercê das leis ordinárias”⁴³⁷.

Antes, porém, é preciso realizar análise tipológica da conduta de manipulação do Mercado de Capitais, distinguindo os diversos *modi operandi* de *market abuse*.

3.1.1 As principais modalidades de manipulação do Mercado de Capitais

Como explica Veiga, o objetivo da análise tipológica da manipulação do Mercado de Capitais é “perceber pelo menos parcialmente o campo das suas concretizações e por esta via apercebermos-nos dos valores que são por ele tutelados”⁴³⁸. Trata-se, segundo o autor, de “método de inteligibilidade”. Evidentemente, como antecipa Veiga, é o tipo penal vigente em

⁴³⁶ MIRANDA COUTINHO, Jacinto Nelson de. **A lide e o conteúdo do processo penal**. Curitiba: Juruá, 1989.

⁴³⁷ MÜLLER. **Op.cit.** 1999. p. 67.

⁴³⁸ VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 93.

determinado Ordenamento Jurídico que estabelece os limites da incriminação e não as tipologias⁴³⁹.

A distinção proposta por Allen e Gale entre manipulação baseada em ações (*action-based manipulation*), em operações (*trade-based manipulation*) e em informações (*information-based manipulation*)⁴⁴⁰ está na base desta pesquisa, pois caracteriza a possibilidade de distinguir modalidade específica dessa conduta cometida através de atos comunicativos – portanto, em que se revela com maior nitidez a tensão com a Cláusula Constitucional da Liberdade de Expressão.

Entretanto, essa não é a única tipologia possível. Veiga propõe diversas categorias⁴⁴¹. Porém, é desnecessário repisá-las todas. Como pontua o próprio autor, o mais importante é concretizar o fenômeno jurídico, permitindo, aqui, melhor compreensão do delineamento do tipo de injusto do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976. Nessa ótica, é pertinente apresentar, primeiramente, quadro das modalidades básicas de manipulação do mercado.

Os conceitos apresentados abrirão caminho ao refinamento da compreensão do fenômeno da manipulação do Mercado de Capitais, segundo casos concretos analisados por tribunais e Órgãos Reguladores. Ademais, a partir dessa estrutura conceitual, pode-se distinguir a específica importância da manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações e, ao mesmo tempo, sua interação com as demais modalidades de manipulação da tipologia de Allen e Gale (*action-based e trade-based*).

Pois bem, diante do caráter informativo dos preços, essencialmente, todas as formas de manipulação do Mercado de Capitais consistem na geração de informações que induzem investidores a erro, o que pode ocorrer de diversas maneiras, sintetizadas no Quadro 1 abaixo:

Quadro 1 – Modalidades básicas de manipulação do mercado

Tipologia	Descrição
<i>Advancing the bid</i>	O manipulador apresenta ofertas de um valor mobiliário com valores sucessivamente maiores para aumentar o preço dele.

⁴³⁹ Ibidem. p. 94.

⁴⁴⁰ ALLEN; GALE. **Op.cit.** 1992.

⁴⁴¹ VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 93-141.

<i>Decreasing the offer or reducing the ask</i>	O manipulador apresenta ofertas de um valor mobiliário com valores sucessivamente menores para diminuir o preço dele.
<i>Corner e Squeeze</i>	O manipulador abusa da posição de controle da oferta ou demanda de um valor mobiliário, manipulando o preço e/ou volume de negociações. O principal impacto é para os possuidores de opções.
<i>Wash sale</i>	Consiste na realização de operação simulada em que não há alteração da titularidade do valor mobiliário.
<i>Pre-arranged trade</i>	Caracteriza-se pela realização de operações em que as condições são pré-definidas entre as partes, excluindo outros investidores.
<i>Matched orders</i>	Trata-se da apresentação simultânea de ordens de compra e venda espelhadas.
<i>Cyclic or circular trading</i>	São negociações de compra e venda de valores mobiliários combinadas entre investidores para elevar ou diminuir o preço e/ou criar falso volume de negociações.
<i>Dissemination</i>	É a conduta básica de manipulação baseada em informações. Define-se pela disseminação de rumores e informações falsas ou enganosas sobre valores mobiliários.
<i>Painting the tape</i>	Dá-se pela realização de negociações controladas de compra e venda de valores mobiliários para criar falso volume de negociações.
<i>Marking the close</i>	O manipulador compra ou vende valores mobiliários no fechamento do mercado com o objetivo de alterar o preço de fechamento.
<i>Marking the open</i>	O manipulado apresentar ofertas de compra ou venda de valores mobiliários antes da abertura do pregão com o objetivo de alterar os preços na abertura.
<i>Creating a floor e creating a cap</i>	O manipulador realiza operações para impedir que o preço de um valor mobiliário ultrapasse um piso ou um teto.

<i>Churning</i>	O gestor de fundos de terceiros realiza operações frequentes ou em excesso em nome de seus clientes para gerar maiores receitas de corretagem e comissões.
<i>Front running</i>	O fornecedor de serviços financeiros realiza operações em detrimento do cliente, a partir do diferimento da ordem deste. O enquadramento típico é de <i>insider trading</i> .
<i>Parking</i> ou <i>warehousing</i>	Trata-se de ocultação da propriedade de valores mobiliários por meio de transações simuladas.
<i>Orders without execution (spoofing</i> ou <i>layering)</i>	O manipulador apresenta ordens, em sentido oposto àquele que se pretende realmente realizar, e as cancela antes da execução, para criar falsa impressão de otimismo ou pessimismo. O <i>spoofing</i> consiste na apresentação de grande ordem de compra ou venda. O <i>layering</i> consiste na apresentação de diversas ordens de compra e venda, em sucessivas camadas de preços.

Fonte: Adaptado de WITHANAWASAM. **Op.cit.** 2013. p. 33, com contributos extraídos de VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 93-141.

Esses cenários consistem em *modi operandi* básicos através dos quais são cometidas manipulações do mercado. A engenhosidade dos agentes econômicos para criar novas modalidades impede a definição de rol taxativo. Contudo, como se deduz da própria tipologia de Allen e Gale, sempre estarão presentes o emprego de ordens não executadas, a realização de operações simuladas ou, ao menos, de operações nas quais prepondera a finalidade não-negocial (*trade-based manipulation*) ou, ainda, a disseminação de informações – seja através de atos comunicativos (*information-based manipulation*) ou de ações materiais (*action-based manipulation*) – com intuito de induzir a erro outros investidores.

A manipulação do Mercado de Capitais pode se esgotar nesses *modi operandi* básicos ou, ainda, podem existir diversas combinações desses cenários, simultaneamente ou sucessivamente. Na terminologia de Veiga, a manipulação pode ser simples ou complexa, diferenciação que “tem a ver com o facto de se consumir num acto isolado no tempo ou de se

desenrolar em vários actos”⁴⁴². Além disso, o autor distingue entre a manipulação homogênea ou heterogênea, caracterizada aquela pela prática de atos da mesma natureza e esta pela utilização de “vários mecanismos diferentes: informações, operações, alterações contabilísticas, etc., ou então realizam-se só operações mas sofre diferentes valores, por exemplo”⁴⁴³.

Notadamente a *dissemination*, que é o jargão utilizado para se referir à manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações, pode sempre ser associada às outras modalidades para conferir aparência de legitimidade às oscilações de preço ou volume que se pretende causar com os demais comportamentos. Sempre que se “elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário”, como enuncia o art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, é pertinente combinar atos comunicativos que intensifiquem o efeito decorrentes das ações (*action-based manipulation*) ou operações (*trade-based manipulation*) realizadas.

As combinações mais notórias são os chamados esquemas *pump and dump*. Neles, o manipulador realiza operações com determinado valor mobiliário a preços progressivamente maiores, para vendê-lo em seu ápice. À manobra é associada a disseminação de informações, para criar falsa impressão de otimismo. Na síntese de Veiga, “em primeiro lugar ‘bombeiam’ (*pump*) a empresa na sua importância, valor ou dimensão, ‘atirando-a’ (*dump*) de seguida ao público”⁴⁴⁴. O lucro pode ser obtido com a aquisição do valor mobiliário ou de opções.

Segundo a descrição de Veiga, alguns esquemas *pump and dump* empregam companhias com estruturação específica, os chamados: 1) *shell games*; 2) *blank check offerings*; 3) *blind pool offerings*; e, 4) *spin-offs*⁴⁴⁵. Além disso, também são empregados os nominados *boiler room operations*. Em todos esses modelos, porém, o processo consiste na valorização de determinados valores mobiliários, portanto, na criação de oscilações, seguindo-se a venda a preços superiores àqueles que seriam identificados em condições normais de oferta e demanda.

Shell games consistem em “reviver” empresas sem atividade (*shell corporation*), abrindo seu capital quando se trata de companhia fechada, divulgar notícias favoráveis

⁴⁴² VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 109.

⁴⁴³ *Ibidem.* p. 111.

⁴⁴⁴ *Ibidem.* p. 112.

⁴⁴⁵ *Ibidem.* p. 113-118.

(*dissemination*), criar volume de transações para aumentar o interesse pela empresa (*circular trading*) e, então, vender os valores mobiliários⁴⁴⁶.

Blank check offerings caracterizam-se pela criação de nova empresa “sem programas de atividades específicos”, exceto, em determinados casos, a fusão com outra companhia ou a aquisição de participação em ou ativos de outras empresas⁴⁴⁷. O processo de manipulação é análogo ao dos *shell games*. A inexistência de histórico operacional, facilita a manipulação através de informações⁴⁴⁸.

Da mesma maneira, a *blind pool* consiste em modalidade de investimento em que o gestor tem ampla autonomia para administração, ou seja, os investidores não tem poder decisório. Nesse caso, a manipulação também é facilitada pela carência de informações e ocorre através do processo dos *shell games* e *blank check offerings*. Já os *spin-offs* consistem na criação de novas companhias através da cisão de empresa existentes, com venda ou distribuição de valores mobiliários.

No Brasil, a Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, restringe os investimentos em companhias em fase pré-operacional a investidores qualificados (art. 32-A) e exige estudo de viabilidade econômico-financeira da emissora quando a oferta tenha por objeto a constituição da companhia ou ela esteja em fase pré-operacional (art. 32, I e II).

Já as *boiler room operations* são estruturas nas quais se empregam “processos de venda agressiva”⁴⁴⁹ – às vezes, constitui-se em estelionato⁴⁵⁰. Como manipulação de mercado, consiste em pressionar diversos consumidores a tomar decisões rapidamente, sem considerar a natureza do investimento, para criar uma corrida por determinado valor mobiliário, podendo envolver *shell corporations*, empresas em constituição ou em fase pré-operacional e *blind pools*.

⁴⁴⁶ BLOOMENTHAL, Harold S. **Market-makers, manipulations and shell games**. St. John’s Law Review, v. 45, n. 4, may. 1971. Disponível em: <https://scholarship.law.stjohns.edu/lawreview/vol45/iss4/4/>. Acesso em: 14 nov. 2020. Para um precedente de *shell game*: ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States District Court S. D. New York. **SEC v. North American Research and Development Corp et.al.**, 280 F.Supp. 106 (1968). Disponível em: scholar.google.com. Acesso em: 6 mar. 2021.

⁴⁴⁷ VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 114.

⁴⁴⁸ RIEMER, Daniel S. **Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?**. Washington University Law Review, v. 85, i. 4. Disponível em: https://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol85/iss4/5. Acesso em: 14 nov. 2020.

⁴⁴⁹ VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 116.

⁴⁵⁰ BARNES, Paul. **Stock Market scams, shell companies, penny shares, boiler rooms and cold calling: the UK experience**. International Journal of Law, Crime and Justice. 2016. doi:10.1016/j.ijlcrj.2016.11.001. Acesso em: 14 nov. 2020.

O oposto dos esquemas *pump and dump* são os esquemas *trash and cash*, também chamados *bear raiding* (ou *short and distort*, quando o manipulador assume posição de venda à descoberto) em que se pretende baixar o preço de determinado valor mobiliário o máximo possível e, para tanto, disseminam-se informações que criam falsa impressão de pessimismo.

Contudo, os esquemas podem ser progressivamente mais complexos. No chamado *lure and squeeze*, adquire-se valores mobiliários de uma companhia em reestruturação, até se obter posição de controle da oferta, enquanto outros investidores realizam vendas à descoberto. Publica-se, então, notícia favorável à empresa para causar alta demanda pelo valor mobiliário. Os investidores “à descoberto” são obrigados a cobrir suas posições adquirindo dos envolvidos no esquema. Note-se que o cenário pode combinar *insider trading*, caso a notícia favorável seja verdadeira e os responsáveis pelo esquema tenham acesso privilegiado a ela.

Por fim, é importante destacar a possibilidade de manipulação indireta, quando não se atua diretamente sobre o valor mobiliário, mas “de forma a afectar o valor real da empresa e em consequência os valores que esta emitiu”⁴⁵¹, haja vista a “interdependência de mercados, valores, operações e agentes”⁴⁵².

Nesses casos, a *action-based manipulation* é mais evidente, por exemplo, quando agentes do mercado exercem de forma abusiva posição dominante em determinado mercado, limitando ou criando dificuldades aos negócios da companhia alvo ou de concorrentes dela (a depender se o objetivo é aumentar ou reduzir os preços dos valores mobiliários por ela emitidos), impedindo o acesso às fontes de insumo, matérias-primas, equipamentos ou tecnologia, bem como a canais de distribuição etc. Essas condutas também constituem infração da ordem econômica, nos termos do art. 36 da Lei nº 12.529/2011 e podem ser caracterizadas outras infrações penais. Por exemplo, pode-se diligenciar para que o Estado crie barreiras regulatórias ou corromper funcionários públicos para que adotem medidas contra a companhia alvo.

A demonstração da complexidade dos cenários, em abstrato, exige a apresentação de casos concretos, que permitam visualizar a concretização das modalidades básicas de manipulação e dos esquemas complexos.

⁴⁵¹ VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 107.

⁴⁵² *Ibidem.* p. 127.

3.1.2 Casos brasileiros de manipulação do Mercado de Capitais

Diante da particularidade do tema, é pertinente compilar casos concretos, de modo a permitir melhor visualização desses cenários. A experiência de aplicação do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 pelo Poder Judiciário brasileiro é pequena – talvez pelo patamar das penas, que admite soluções negociadas. Entretanto, os casos existentes são ilustrativos de como a manipulação de mercado pode ocorrer e, além disso, a jurisprudência da CVM em processos administrativos sancionadores enriquece esse arcabouço.

A experiência brasileira confirma a importância da pesquisa quanto à manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações. Essa modalidade de manipulação está, ao menos segundo a amostragem, no foco da CVM e do Ministério Público Federal. Porém, é importante ressaltar, isso não indica a prevalência real dessa modalidade delitiva. Afinal de contas, como pontua Veiga, “as manipulações baseadas em operações são as mais difíceis de provar e as mais difíceis de erradicar, exatamente porque têm com frequência uma aparência anódina”⁴⁵³.

Busca-se identificar, aqui, tipos de conduta sujeitas à persecução como manipulação do Mercado de Capitais, as teses jurídicas firmadas nesse casos não são o foco da investigação⁴⁵⁴. Notadamente, no que interessa ao objeto de pesquisa, é possível afirmar que há precedente admitindo a persecução penal por infração do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 em casos de típica manipulação baseada em informações⁴⁵⁵.

⁴⁵³ Ibidem. p. 47.

⁴⁵⁴ De mais a mais, deve-se registrar que esse levantamento, não tem objetivo de realizar juízo de valor a respeito dos casos. Trata-se de levantamento documental. A decisão a respeito da ocorrência, ou não, de atos ilícitos compete exclusivamente às Autoridades Estatais. A análise, portanto, é tipológica. Pretende-se obter uma percepção realista de como o tipo penal do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 pode ser aplicado. Por isso, o nome das pessoas envolvidas não será mencionado. Contudo, serão referidas as companhias abertas envolvidas e dados que permitam identificar a referência.

⁴⁵⁵ BRASIL. Tribunal Regional Federal da 2ª Região. *Habeas Corpus* nº 0004795-61.2017.4.02.0000. Órgão julgador: Turma Especializada I. Relator: Des. Marcello Ferreira de Souza Granado. Data do julgamento: 21 jul. 2017. Disponível em: <https://www10.trf2.jus.br/consultas/jurisprudencia/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

3.1.2.1 Operação Insider

Esse caso foi noticiado como a primeira condenação pelo crime do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976⁴⁵⁶. Em setembro de 2011, a Polícia Federal deflagrou a chamada Operação Insider, cumprindo mandados de prisão em Porto Alegre para investigar a manipulação de valores mobiliários da empresa Mundial S.A.⁴⁵⁷.

Segundo a denúncia do Ministério Público Federal (MPF), entre maio de 2010 e julho de 2011, agentes autônomos de investimento teriam executado, de forma associada, diversas manobras fraudulentas no intuito de alterar o regular funcionamento do Mercado de Valores Mobiliários, com o fim de obter vantagem indevida, levando a cotação das ações da empresa Mundial S.A. a patamar “não condizente com as condições econômicas da Companhia, até o momento em que tiveram queda abrupta”.

De acordo com o *parquet*, houve “expressivo crescimento no volume e valor das negociações realizadas na Bolsa”.

Conforme o relato da denúncia, em 1º de março de 2011 a empresa registrara 7 negociações e volume financeiro de R\$ 1.383,00, à cotação de R\$ 0,25 por ação ordinária. Porém, em 11 de julho de 2011, à cotação máxima de R\$ 7,01, houve 3.514 negociações, com o valor mobiliário emitido pela companhia, totalizando R\$ 27.961.927,00 de volume financeiro movimentado. A oscilação no volume de negociações de ações preferenciais foi ainda maior no período. De R\$ 34.858,00 operados em 1º de março de 2011, a empresa chegou a R\$ 266.027.777,00 em 19 de julho de 2011. A oscilação se tornou notória, atraindo grande atenção para os valores mobiliários da Mundial S.A.

Como não havia causa negocial subjacente que explicasse a corrida pelos títulos da empresa, segundo o Ministério Público Federal, houve intervenção da CVM para alertar os investidores e foi iniciada investigação pela Polícia Federal.

⁴⁵⁶ CONJUR. **Executivos recebem primeira condenação por manipulação de mercado de capitais**. Conjur, 22 nov. 2016. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2016-nov-22/executivos-recebem-primeira-condenacao-manipulacao-mercado>. Acesso em: 14 nov. 2020.

⁴⁵⁷ Referências: BRASIL. Tribunal Regional Federal da 4ª Região. 7ª Vara Federal da Seção Judiciária de Porto Alegre. **Ação Penal nº 5067096-18.2012.4.04.7100**. Juiz: Guilherme Beltrami. Data do julgamento: 7 nov. 2016. Disponível em: <https://eproc.jfrs.jus.br/>. Acesso em: 6 mar. 2021. O processo foi cindido, gerando duas ações penais. Veja-se os autos originados da cisão: BRASIL. Tribunal Regional Federal da 4ª Região. 7ª Vara Federal da Seção Judiciária de Porto Alegre. **Ação Penal nº 5021321-43.2013.4.04.7100**. Juiz: Guilherme Beltrami. Data do julgamento: 13 set. 2019. Disponível em: <https://eproc.jfrs.jus.br/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

Para o MPF, houve esquema de *pump and dump*, pois os operadores teriam realizado inúmeras transações em lotes mínimos, alterando as estatísticas de negócios realizados diariamente (*painting the tape*), e disseminado informações ao Mercado não condizentes com a realidade dos negócios da empresa (*dissemination*).

O principal agente autônomo de investimentos envolvido, conforme alega a denúncia, teria primeiramente obtido posição de controle da oferta e demanda das ações da Mundial S.A. atendendo ordens de venda de investidores (*matched orders*, adquirindo posição que possibilitaria *corners*), mas evitando que os preços despencassem durante esse período e após o “bombeamento dos ativos” (*creating a floor*).

Além disso, no período, ocorreu o desdobramento de ações (*split*). Relata a Procuradoria da República que a estratégia permitia tanto reduzir o valor mínimo de negociação por lote como prejudicar a noção dos investidores a respeito dos preços, e impulsionar ainda mais a escalada. Combinado a tudo isso, teria sido intensificada a inserção de notícia da companhia na imprensa, sinalizando positivamente aos investidores. Em 2009, a empresa divulgara oito fatos relevantes e, em 2010, onze. Porém, em 2011, o número chegou a 132 (*dissemination*). Nesse contexto, também fora incluído nas demonstrações financeiras da companhia aberta crédito perante uma coligada, em razão da apuração de juros sobre dívida milionária que essa empresa tinha com a Mundial S.A., criando, segundo o *parquet*, a falsa impressão de melhora nos resultados dos negócios.

Em 20/07/2011, houve queda abrupta, superior a 20% da cotação. De acordo com a defesa dos acusados, esse evento teria consistido na verdadeira manipulação do Mercado de Capitais, caracterizando *trash and cash* – o oposto do *pump and dump*.

O juízo da 7ª Vara Federal da Seção Judiciária de Porto Alegre condenou diversos operadores nas penas do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976. O Tribunal Regional Federal da 4ª Região (TRF4) manteve sua a condenação⁴⁵⁸ e absolveu o administrador da companhia⁴⁵⁹. Os demais operadores ainda aguardam julgamento de segunda instância⁴⁶⁰.

⁴⁵⁸ BRASIL. Tribunal Regional Federal da 4ª Região. **Apelação Criminal nº 5015871-75.2020.4.04.7100**. Órgão julgador: 7ª Turma. Relator: Des. Danilo Pereira Junior. Data do julgamento: 20 out. 2020. Disponível em: <https://eproc.trf4.jus.br/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

⁴⁵⁹ BRASIL. Tribunal Regional Federal da 4ª Região. **Apelação Criminal nº 5067096-18.2012.4.04.7100**. Órgão julgador: 7ª Turma. Relator: Desa. Cláudia Cristina Cristofani. Data do julgamento: 17 dez. 2019. Disponível em: <https://eproc.trf4.jus.br/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

⁴⁶⁰ BRASIL. Tribunal Regional Federal da 4ª Região. **Apelação Criminal nº 5021321-43.2013.4.04.7100**. Órgão julgador: 7ª Turma. Relator: Desa. Cláudia Cristina Cristofani. Data da autuação: 12 nov. 2018. Disponível em: <https://eproc.trf4.jus.br/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

A CVM condenou somente o principal agente autônomo de investimentos acusado⁴⁶¹.

Como explica Morelli, “as condutas que poderiam configurar manipulação informacional não foram tratadas isoladamente, tendo servido de apoio para corroborar acusações de manipulação negocial”⁴⁶². Assim, o histórico da Operação Insider serve, primeiramente, para demonstrar o entendimento das Autoridades Públicas quanto à possibilidade de persecução penal da manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações, especialmente, associada a outras formas manipulativas.

3.1.2.2 Operação Marambaia

Segundo a CVM⁴⁶³, o acionista controlador, diretor presidente e presidente do conselho de administração da RJCP Equity S.A., teria cometido diversas condutas de manipulação dos preços da empresa.

Para o Órgão Regulador, a companhia teria sido concebida como espécie de sociedade volta à aquisição de participações de outras empresas (*special purpose acquisition company – SPAC*). Afinal de contas, ela abriu seu capital, em 13 de janeiro de 2001. Alguns meses antes, ela possui capital social de apenas R\$ 1.000,00. O acionista controlador, entretanto, através de outra empresa, realizou aumento do capital social para R\$ 4.201.000,00, por meio da integralização de 4 milhões de ações da Marambaia S.A. Energias Renováveis. Contudo, essa empresa não tinha receitas operacionais há mais de 2 anos (*shell company*). Pouco meses depois, a RJCP aprovou desdobramento de suas ações (*split*) e aumento de capital social, emitindo 29 milhões de novas ações, que teriam sido integralizado por dois imóveis – de acordo com o Órgão Regulador, sobrevalorizados. Na sequência, a RJCP divulgou fato relevante, informando a celebração de contrato de investimento (*dissemination*).

⁴⁶¹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº 2012/11002**. Relator: Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Data do julgamento: 8 dez. 2016. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/pesquisa/pesquisa.html>. Acesso em: 6 mar. 2021.

⁴⁶² MORELLI. **Op.cit.** 2019. p. 193.

⁴⁶³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº 2013/8880**. Relator: Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. Data do julgamento: 11/06/2019. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/pesquisa/pesquisa.html>. Acesso em: 6 mar. 2021.

Segundo a CVM, houve a “intenção de se projetar uma imagem positiva, dissociada da realidade fática, induzindo o mercado a apreçar os valores mobiliários de emissão da RJCP diferentemente do que ocorreria em ausência de manipulação”.

A partir de então, o operador do esquema, de acordo com a CVM, teria passado a vender suas ações na RJCP, sem interromper a produção, em conjunto com outros administradores de “inúmeras informações positivas – mas inverídicas – sobre a companhia e seus projetos e investimentos, tanto por canais oficiais (fatos relevantes e comunicados ao mercado no Sistema IPE) como por redes sociais, blogs e similares”. Na síntese da autarquia:

Esse *modus operandi* consistia em (i) compra e venda de valores mobiliários, dando uma falsa aparência de liquidez e chamando a atenção do mercado; (ii) divulgação de fato relevante positivo; (iii) com a repercussão das notícias positivas, as vendas (a um preço artificialmente inflado) são intensificadas; e (iv) o negócio objeto do fato relevante não se concretiza da forma prevista, mas as informações sobre a não concretização não são divulgadas com o mesmo destaque dado à comunicação original da potencial transação.

Conforme consta do julgamento pelo Órgão Regulador, a estratégia teria prosseguido por longo período de tempo, com “um ritmo frenético de anúncios positivos”, inclusive com mensagens no *Twitter* “que transmitiam uma ideia de solidez e perspectiva positiva para a companhia”. Por exemplo, em 11 de julho de 2012, a empresa anunciou a aprovação pelo conselho de administração da abertura de escritório de representação em Londres. Porém, o acionista controlador adotava posição vendida em suas operações. Desse modo, “enquanto acionistas desavisados sonhavam com perspectivas de geração de valor no longo prazo”, o controlador alienava sua participação.

Ter-se-ia desenvolvido espécie de *boiler room operation* digital, a partir das *blank check offerings* da RJCP. Nesse período, outro operador, que seria nomeado membro independente do conselho de administração da RJCP, teria concorrido para manipulação do Mercado de Capitais. Em seu blog, de acordo com a CVM, ele “buscava projetar a imagem de grandiosidade da RJCP e de um falso consenso no mercado mundial sobre o potencial da companhia”. A companhia, além disso, “veiculou diversas peças publicitárias em meio de comunicação voltados a investidores”.

Segundo o Regulador do Mercado de Capitais, encerrada a operação de manipulação, baseada na comunicação de “otimismo imoderado”, como afirma a CVM, a cotação e o volume de negociação das ações da RJCP teria seguido “a trajetória de uma companhia que abriu o seu capital e passou a ter seus valores mobiliários em bolsa com o único propósito de extrair recursos de investidores do mercado acionário”.

A Operação Marambaia reforça a existência de entendimento que admite a repressão da manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações com base no art. 27-C da Lei nº 6.385/1976. Inclusive, o Ministério Público Federal acusou um operador pela prática de manipulação do mercado “através da disseminação em seu *blog* de informações exageradamente otimistas sobre aquela empresa, com o objetivo de induzir os investidores a acreditar que seria uma vantajosa opção de compra”⁴⁶⁴. O TRF2 denegou a ordem, ao julgar o *Habeas Corpus* nº 0004795-61.2017.4.02.0000, considerando apta a denúncia e existente justa causa para a persecução penal. Portanto, identificando a viabilidade do enquadramento típico.

A peculiaridade do caso é que, a partir do relato das Autoridades Públicas, o principal *modus operandi* teria sido o emprego de informações “exageradamente otimistas”⁴⁶⁵, isto é, “a divulgação de projeções positivas”⁴⁶⁶ pelos próprios administradores da companhia ou pessoas relacionadas, corroborando a importância da pesquisa quanto ao enquadramento típico.

3.1.2.3 Operação Segredo de Midas

Segundo sentença da Justiça Federal do Rio de Janeiro⁴⁶⁷, o acionista controlador e Presidente do Conselho de Administração da OSX Construção Naval S.A. participou de reunião, em 15 de abril de 2013, na qual foram definidas medidas para novo plano de negócios da companhia, com perspectivas negativas para o negócio. Resumidamente, frustrando planos de extração de petróleo em campos do grupo empresarial, utilizando navio-plataforma da OSX, no segundo semestre de 2013, foi decidido pela administração da proprietária do equipamento a sua permanência na Ásia. Obtendo conhecimento dessa informação privilegiada, pendente de divulgação, o acusado teria realizado, pouco dias depois, operações de venda de valores mobiliários da companhia OSX, escapando da queda que seria constatada, mais de um mês depois, no pregão imediatamente seguinte à formal divulgação do fato relevante.

⁴⁶⁴ BRASIL. Tribunal Regional Federal da 2ª Região. *Habeas Corpus* nº 0004795-61.2017.4.02.0000. Órgão julgador: Turma Especializada I. Relator: Des. Marcello Ferreira de Souza Granado. Data do julgamento: 21 jul. 2017. Disponível em: <https://www10.trf2.jus.br/consultas/jurisprudencia/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

⁴⁶⁵ *Ibidem*.

⁴⁶⁶ MORELLI. *Op.cit.* 2019. p. 115-118.

⁴⁶⁷ BRASIL. Tribunal Regional Federal da 2ª Região. 3ª Vara Federal Criminal da Seção Judiciária do Rio de Janeiro. *Ação Penal* nº 0042650-05.2014.4.02.5101. Juíza: Rosália Monteiro Figueira. Data do julgamento: 24 set. 2019. Disponível em: <https://static.poder360.com.br/2019/09/sentenc%CC%A7a-eike-3aVFCR.pdf>. Acesso em: 6 mar. 2021.

Contudo, além da conduta de *insider trading*, de acordo com a sentença, no mesmo período em que se desfazia de suas posições de investimento, o investidor, como administrador da companhia, teria deixado de divulgar fato relevante pertinente a essa mudança do plano de negócios, que poderia impactar negativamente nos preços dos títulos emitidos e, mais do que isso, “continuou a lançar ao mercado perspectivas mais que otimistas, mostraram-se fraudulentas, induzindo investidores a erro, enquanto, ao mesmo tempo, desfazia-se de suas ações da OGX”. O empresário teria divulgado, em comunicação institucional de 7 de junho de 2013, a falsa informação de que a empresa OGX extrairia petróleo em um de seus campos, no segundo semestre.

Desse modo, teria ocorrido, segundo o juízo da 3ª Vara Federal Criminal da Seção Judiciária do Rio de Janeiro, “verdadeira articulação fraudulenta, para manter e aumentar artificialmente a cotação das ações das Companhias, assim, afetando, sobremaneira, o regular funcionamento do mercado de capitais e, conseqüentemente, a higidez do sistema financeiro”. A sentença condenou o acusado nas penas do art. 27-C e 27-D da Lei nº 6.385/1976.

A CVM julgou outro episódio envolvendo o mesmo investidor da referida Ação Penal nº 0042650-05.2014.4.02.5101, que concebeu as empresas em fase pré-operacional quando da abertura de seus capitais: OGX Petróleo e Gás Participações S.A., fundada em 2007 e captando cerca de R\$ 6,7 bilhões de reais em sua abertura de capital, e a OSX Construção Naval S.A., criada em 2009 e angariando cerca de R\$ 2,8 bilhões em seu IPO⁴⁶⁸. Realmente, ambas as empresas atuavam conjuntamente, a primeira detendo direitos de exploração de campos de petróleo e, a segunda, a capacidade de prestação dos serviços de extração.

Ao longo dos anos de 2009 e 2013, a OGX divulgou diversos fatos relevantes, pertinentes aos estudos que eram realizados acerca da viabilidade dos campos de petróleo. Contudo, entre 2012 e 2013, constatou-se, por diversos estudos e consultorias, que não havia viabilidade técnica e econômica dos campos titularizados pela companhia, mesmo em projeções otimistas. Entretanto, a empresa omitiu essa informação e o acionista controlador realizou a alienação de grande parcela de suas ações.

Enquanto isso, como ele teria interesse em evitar que a cotação desvalorizasse, diante da sua posição vendida, a CVM alega que o próprio investidor publicava mensagens no *Twitter* que desmentiam as perspectivas negativas.

⁴⁶⁸ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº 2014/0578**. Relator: Diretor Henrique Machado. Data do julgamento: 27 mai. 2019. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/deciso/es/pesquisa/pesquisa.html>. Acesso em: 6 mar. 2021.

De acordo com o Órgão Regulador, teria havido transmissão aos investidores que eles “deveriam ter paciência e manter a confiança nas companhias do grupo, induzindo-os a comprar ou manter suas posições acionárias enquanto ele mesmo se desfazia de suas ações”.

Na oportunidade, a Autarquia Reguladora pontuou que “a má utilização da internet também pode ser desastrosa para a credibilidade do mercado de capitais, com potencial de afugentar rapidamente um grande número de pessoas”. Nesse contexto, a CVM condenou o empresário por manipulação de preços “marcada pela publicação de mensagens com evidente intuito de chamar a atenção de outros investidores para a suposta melhoria nas perspectivas”.

Após todos esses processos, foi deflagrada em 2019 a chamada Operação Segredo de Midas, no âmbito da Operação Lava Jato, na qual teriam sido identificadas outras operações de suposta manipulação do Mercado de Capitais pelo investidor⁴⁶⁹. De acordo com o Ministério Público Federal, na Operação Segredo de Midas, teria sido identificado *modus operandi* de manipulação consistente, essencialmente, na realização de operações utilizando contas fantasmas em instituição financeira que aparecia como titular das negociações (*parking*) e dentro de contextos negociais maiores.

Elas se configuravam como “espécie de manipulação conhecida como ‘manipulação de mercado orientada para contratos’ (*contract-based manipulation*)”. Haveria, assim, manipulação indireta, mas atuando sobre o valor mobiliário, “de forma a afectar o valor real da empresa”⁴⁷⁰.

Em uma série de operações através de contas fantasmas, segundo o MPF, o investidor teria realizado as operações com valores mobiliários da Ventana Gold Corp. para facilitar a aquisição de controle pela companhia AUX Canada. Seguindo procedimento semelhante, em outro episódio, de acordo com o *parquet*, o empresário teria adquirido clandestinamente posição acionária na Galway Resources Ltd., também através de contas fantasmas. Posteriormente, ele teria apresentado proposta de aquisição de controle da companhia. A oferta pública de aquisição foi submetida à deliberação, e teve votos favoráveis da empresa em nome das quais o investidor ocultava sua participação acionária. Consolidada a posição, os valores mobiliários teriam sido oficializados em nome do verdadeiro beneficiário.

⁴⁶⁹ BRASIL. Ministério Público Federal. Procuradoria da República no Estado do Rio de Janeiro. Força-Tarefa Lava Jato. **Representação, de 23 de julho de 2019**. Disponível em: <http://www.mpf.mp.br/rj/sala-de-imprensa/docs/pr-rj/Prisao%20-%20Segredo%20de%20Midas%202.pdf/view>. Acesso em: 14 nov. 2020.

⁴⁷⁰ VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 107.

Com o mesmo *modus operandi*, segundo a Procuradoria da República, mas visando alienar seu poder de controle, o investidor teria adquirido posição oculta em valores mobiliários da MMX Mineração e Metálicos S.A. e da MPX Energia S.A. (*parking*), enquanto negociava com potenciais interessados. Através desse movimento de compra, de acordo com o MPF, ele estaria criando um piso (*creating a floor*) e a falsa impressão de otimismo, ou seja, ele estaria agindo “a fim de criar ambiente de confiança mais propício”, ganhando poder de barganha nas negociações em curso. No caso da MPX Energia S.A., o operador ainda teria cometido *insider trading*, porque começou a assumir posição vendida nas ditas contas fantasmas, antes de divulgar dados concretos sobre a alienação do controle da companhia para a empresa E.ON., que acabou se concretizando.

Morelli destaca que o caso enfatiza “a avaliação da relevância das informações supostamente omitidas, para a caracterização da manipulação praticada”⁴⁷¹.

Ademais, a CVM, ao punir conduta consistente em publicações em rede social, notadamente, ao se referir à “má utilização da internet”, por ocasião do julgamento do caso em 2019⁴⁷², confirma a tendência, já indicada com o julgamento em 2003 de investidor por mensagens em fórum digital⁴⁷³ e, recentemente, explicitada pelo Ofício-Circular nº 13/2020/CVM/SIN, de 11 de novembro de 2020⁴⁷⁴, de expandir a regulação Estatal de modo a abranger a manifestação de opiniões na *internet* a respeito de valores mobiliários, inclusive, através de *enforcement* penal, com aplicação do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976.

Portanto, há demonstrada tendência de expansão da interferência Estatal sobre atos comunicativos referentes a valores mobiliários e companhias abertas, mas, igualmente, comprovada ocorrência de situações que explicam o interesse do Estado Brasileiro e a preocupação da doutrina⁴⁷⁵ quanto aos impactos das manifestações do pensamento nesse segmento do SFN. Diante disso, ganha concretude o problema de pesquisa, haja vista a necessidade de se estabelecer parâmetros para a conformação desse influxo regulatório, que encontra justificção constitucional, aos demais princípios da CRFB/88, notoriamente, a Liberdade de Expressão.

⁴⁷¹ MORELLI. **Op.cit.** 2019.

⁴⁷² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº 2014/0578.**

⁴⁷³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2001/6226.**

⁴⁷⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Ofício-Circular nº 13/2020/CVM/SIN, de 11 de novembro de 2020.**

⁴⁷⁵ MATTOS FILHO. et al. **Op.cit.** 2020.

3.2 ANÁLISE DOGMÁTICA DO ART. 27-C DA LEI Nº 6.385/1976

Anteriormente à Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, que alterou a redação do tipo penal do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 (que fora originariamente incluído pela Lei 10.303/2001), a análise dogmática exigia esforços maiores⁴⁷⁶. Veja-se a redação originária:

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: Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

A menção à “finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários” introduzia complexas elementares típicas, em especial, exigindo alguma definição do que seria o “regular funcionamento” do Mercado de Capitais e em que medida certas operações simuladas ou manobras fraudulentares teriam idoneidade de “alterar artificialmente” esse “regular funcionamento”.

Como explica Veiga, a regularidade objeto de alteração artificial poderia ser “regularidade estatística”, aferida em relação ao comportamento passado do mercado; “regularidade típica”, baseada em um tipo ideal de comportamento do mercado considerado normal; “regularidade jurídica”, tendo como referência a ocorrência ou não da violação de regras; ou “regularidade causal”, examinada conforme a existência de desvio das operações ou manobras de sua função de mercado⁴⁷⁷. Em suma, nas palavras do autor, “a regularidade do mercado é uma realidade extremamente complexa”⁴⁷⁸.

No sentido da tese da regularidade causal, Cavali defende que “a verificação a ser realizada pelo aplicador da lei penal recai sobre o potencial lesivo da conduta para afetar o processo de formação de preços dos valores mobiliários”⁴⁷⁹. Contudo, concretamente, a demonstração dessa idoneidade da conduta não prescindiria de “referenciais de regularidade do valor mobiliário negociado”⁴⁸⁰, ou seja, de análise das informações de cotação, preço e volume negociado conforme padrões de regularidade estatística, típica e jurídica.

⁴⁷⁶ Veja-se, por todos: CAVALI. **Op.cit.** 2017. p. 221-278.

⁴⁷⁷ VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 68-72.

⁴⁷⁸ *Ibidem.* p. 77.

⁴⁷⁹ CAVALI. **Op.cit.** 2017. p. 252.

⁴⁸⁰ *Ibidem.* p. 255.

A redação originária do tipo, portanto, impunha complexas discussões a respeito do que seria o funcionamento regular do Mercado de Valores Mobiliários. Contudo, a Lei nº 13.506/2017 alterou a redação do tipo, que passou a ter o seguinte texto, atualmente em vigor:

Art. 27-C. 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: Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

A nova redação eliminou a “finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários”. Isso simplifica a análise dogmática. Sobretudo, porque mitiga a dependência do intérprete de elementos interdisciplinares e reduz consideravelmente a necessidade do aplicador da norma fazer uso de referenciais de regularidade do valor mobiliário negociado. O tipo penal ganhou maior alcance e, portanto, trata-se de norma que não retroage, nos termos do art. 5º, inciso XL, da CRFB/88.

A ênfase, nessa nova redação, recai sobre os elementos normativos “operações simuladas” e “outras manobras fraudulentas”. É principalmente através da interpretação dessas elementares típicas que pode existir alguma restrição ao alcance do tipo penal incriminador.

Ademais, ao invés da dupla previsão de elementos subjetivos especiais (“com a finalidade” e “com o fim”), previu-se expressamente que “elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário” são características definidoras do potencial lesivo daquelas condutas, isto é, da sua idoneidade em produzir o resultado que a incriminação pretende evitar – resultado que não é imprescindível à caracterização do ilícito.

Adiante-se, isso não dispensa a plena consciência do agente quanto ao conjunto das elementares do tipo para caracterização do dolo, de sorte que se deve afirmar que o tipo ainda exige “duplo e especial fim de agir”⁴⁸¹. Mantém-se explícito o elemento subjetivo especial de “obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros”. A previsão tem utilidade para restringir o alcance do *ius puniendi* Estatal. Porém, na maior parte dos casos, é tautológica, pois a obtenção de lucro é o móvel comum dos agentes de mercado.

Assim, diferentemente de outras condutas delitivas, em que são nítidos os benefícios da distinção do *animus* do agente, no caso da manipulação do Mercado de Capitais a exigência do tipo subjetivo especial faz pouco sentido.

⁴⁸¹ BREDA. *Op.cit.* 2014. p. 387.

3.2.1 Bem jurídico tutelado

Com a exclusão da exigência da finalidade de alteração artificial do regular funcionamento do mercado para caracterização da infração penal de manipulação do mercado, o tipo do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 perdeu sua explícita característica de “tipo sistêmico”, na acepção de Veiga⁴⁸², ou seja, sua notória posição no marco regulatório do Mercado de Capitais como tipo de proteção da regularidade do funcionamento do mercado.

Essa característica de “tipo sistêmico” é facilmente compreendida a partir da noção de ser função precípua do Mercado de Valores Mobiliários permitir a alocação mais eficiente da poupança popular dentre de certo modelo de “regularidade”. Na terminologia de Cavali, citando Kümpel, trata-se da “capacidade funcional alocativa”, que “se refere à eficiência com que o mercado de capitais dirige os recursos escassos para investimentos que ofereçam os maiores rendimentos com suficiente segurança”⁴⁸³.

Idealmente, os preços dos valores mobiliários refletem o conjunto das informações disponíveis e o mercado possui liquidez suficiente que permita a tomada de decisão de investimento racional, com alocação eficiente dos recursos. Assim, “quanto mais informativos os preços dos ativos negociados no mercado de valores mobiliários e mais líquido este mercado, maior a sua capacidade funcional alocativa”⁴⁸⁴. Os investidores podem responder rapidamente às oscilações, ajustando seu portfólio de forma eficiente.

Nesse cenário, empregar fraude para elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário é, ainda, alterar artificialmente seu regular funcionamento, pois, dentro desse quadro teórico, “a eficiência do mercado de capitais tem relação diretamente proporcional à qualidade do acesso dos investidores às informações referentes à companhia”⁴⁸⁵. Contudo, note-se que, no cenário da Hipótese do Mercado Eficiente⁴⁸⁶, não existiria assimetria de informações e os preços representariam o “valor intrínseco” dos títulos negociados. Ora, a completa ausência de assimetria de informações significaria, na prática, a inexistência de entropia no ambiente de investimentos: o mercado seria ilíquido.

⁴⁸² VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 143-145.

⁴⁸³ CAVALI. **Op.cit.** 2017. p. 142.

⁴⁸⁴ CAVALI. **Op.cit.** 2017. p. 144.

⁴⁸⁵ *Ibidem.* p. 145.

⁴⁸⁶ FAMA. **Op.cit.** 1970.

Por isso, concretamente, a regulação pretende impedir o privilegiamento com base em assimetrias reputadas injustas – como a existente entre *insiders* e o público em geral, entre fornecedores e consumidores – mas não aquela decorrente do conjunto de conhecimento acumulado por cada investidor. É a divergência de opiniões entre os diversos investidores, a respeito das informações publicamente disponíveis e disseminadas, que confere liquidez ao Mercado de Capitais.

A consequência da conduta de manipulação do mercado é, exatamente, forçar a criação de assimetria de informação reputada injusta. Um *insider trading* artificial. O agente que causa, por meio de fraude, a elevação, manutenção ou baixa da cotação, do preço ou do volume negociado de um valor mobiliário, inquestionavelmente, mitiga o caráter informativo desses dados. Mas, indo além, ele pretende criar ambiente seguro no Mercado de Capitais, ambiente de risco mitigado, no qual ele possua condições privilegiadas de competição. Ou seja, um ambiente informacional em que ele possua melhor tomada de decisão de alocação de recursos.

A diferença é que o *insider* obtém essas condições privilegiadas de competição por omissão de dever de informar ao público ou até mesmo por acaso, nesse último caso, com a nova redação do tipo do art. 27-D da Lei nº 6.385/1976. Enquanto o manipulador do mercado realiza operações e executa manobras, que tem o *potencial* de elevar, manter ou baixar a cotação, do preço ou do volume negociado de um valor mobiliário.

Porém, nem sempre os manipuladores “afastam o preço de negociação do valor intrínseco do título”⁴⁸⁷. Por exemplo, um mesmo valor mobiliário pode ser, simultaneamente, alvo de manipulações para elevar, baixar e manter sua cotação. Diversos operadores podem empregar fraudes, concomitantemente, em sentidos opostos. E, mais do que isso, o mercado pode agir aleatoriamente, não seguindo o curso causal esperado pelo manipulador.

Aliás, veja-se que, antes da ruptura de uma bolha, a percepção de “valor intrínseco” dos títulos negociados dentro dela é excessivamente otimista. É possível que a atuação de algum manipulador cause a ruptura e, com isso, restabeleça sistemicamente percepção mais realista quanto ao valor dos ativos. Como explica Veiga, “muitas crises de mercado mais não foram que o ajustamento do mesmo à realidade, verificando-se que a sua regularidade típica, tida como normal e aceite pela consciência comum como evidente, era meramente aparente”⁴⁸⁸.

⁴⁸⁷ CAVALI. *Op.cit.* 2017. p. 146.

⁴⁸⁸ VEIGA. *Op.cit.* 2001. p. 70.

A realidade, nas precisas palavras de Veiga, é que “os agentes do mercado não são guardiães da harmonia de curvas de comportamento financeiro enquanto tais”⁴⁸⁹. Por isso, “o comportamento do agente que inverte uma tendência pode ser prenunciador de uma tendência futura”⁴⁹⁰ e “mesmo que o comportamento do agente não se traduza em mais que um mero falso alarme, também os falsos alarmes são constitutivos deste mercado”⁴⁹¹.

O que se oculta, em todos os casos, é a realização de operações simuladas e a execução de manobras fraudulentas. É essa competição desleal, porque antijurídica, que prejudica a capacidade funcional alocativa do Mercado de Capitais.

Nessa ótica, é correta a observação de Cavali de que as negociações no Mercado de Capitais devem respeitar o “livre jogo da oferta e da procura”⁴⁹². Contudo, a incriminação da manipulação do mercado não ocorre para proteger, primariamente, o suposto valor intrínseco dos ativos negociados ou alegada tendência real do Mercado – porque isso é incompatível com a característica caótica ou, no mínimo, volátil do Mercado de Valores Mobiliários. Realmente, a penalização existe para tutelar precisamente esse “livre jogo da oferta e da procura”.

Como diz Veiga, “o que seja natural ou não, seja em que tema estejamos, a reflectir, traduz-se muitas vezes em discussão vazia”⁴⁹³. Assim, a proteção do carácter informativo dos preços – que existe e é, sim, essencial à eficiência do Mercado de Capitais – apresenta-se como consequência secundária da incriminação, na formulação atual do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976. É absolutamente prescindível à configuração do tipo que exista esse potencial de “alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado”. As exigências de incidência típicas são menos rigorosas.

Contudo, que isso não afasta a capacidade funcional alocativa do Mercado como bem jurídico tutelado pelo tipo penal, conforme defende Cavali em sua tese⁴⁹⁴. Entretanto, varia o prisma sob o qual é examinada a função alocativa do mercado. Não se trata de tutelar Mercado abstrato, concebido segundo a hipótese de Fama⁴⁹⁵, mas a capacidade global e concreta do conjunto total de potenciais investidores de alocar eficientemente seus recursos no Mercado de Capitais brasileiro, prejudicada pelo cisalhamento informacional criado fraudulentamente.

⁴⁸⁹ Ibidem. p. 68.

⁴⁹⁰ Ibidem.

⁴⁹¹ Ibidem. p. 69.

⁴⁹² CAVALI. **Op.cit.** 2017. p. 148.

⁴⁹³ VEIGA. **Op.cit.** 2001. p. 73.

⁴⁹⁴ CAVALI. **Op.cit.** 2017. *passim*.

⁴⁹⁵ FAMA. **Op.cit.** 1970.

3.2.2 Verbos núcleos e elementos normativos do tipo: realizar operações simuladas e executar outras manobras fraudulentas

O crime da manipulação do Mercado de Capitais, nesse contexto, aproxima-se da figura do estelionato (art. 171 do Código Penal), mas contra vítimas indefinidas. Assim, a conduta preserva sua natureza sistêmica. Afinal de contas, mesmo na redação atual, “é todo o mercado que é protegido” e não o patrimônio das pessoas atingidas pela fraude⁴⁹⁶.

Nessa toada, a mais importante conceituação do tipo diz respeito às “operações simuladas” e às “outras manobras fraudulentas”.

Em relação aos verbos núcleos do tipo “realizar” e “executar”, a amplitude dos termos dispensa longas digressões, porque carregam a noção de “dar causa à”. Assim, não é necessário maior esforço hermenêutico. Ainda assim, “realizar” denota conduta comissiva, até mesmo porque é difícil conceber que se dê causa a operações simuladas mediante omissão. Quanto ao verbo “executar”, também denota conduta comissiva, porém, é concebível que a execução de manobras fraudulentas se dê através da combinação de ações e omissões, o que pode ser especialmente relevante em caso de concursos de agentes. Desse modo, não é possível excluir, de antemão, a incidência típica *in concreto* para punir conduta omissiva. Esse exame deve ser feito caso a caso.

Além disso, tanto “realizar” como “executar” denotam a instantaneidade do crime. A consumação de manipulação do Mercado de Capitais não se protraí no tempo, ainda que o *iter criminis* possa se desenrolar de forma complexa, com combinação de diversas modalidades de manipulação. Em todo caso, a existência de concurso material, concurso formal, continuidade delitiva, consunção, mero exaurimento deve ser examinada casuisticamente.

Quanto ao conceito de “operações”, como explica Veiga, por excelência se refere aos “negócios transmissivos”, às operações de compra e venda de valores mobiliários concluídas⁴⁹⁷. Nesse sentido, o regulamento da B3 distingue o envio de ordens (de oferta de compra ou venda) e a realização de operações, estabelecendo que a transmissão de ordens e o registro de ofertas originam operações⁴⁹⁸.

⁴⁹⁶ VEIGA. *Op.cit.* 2001. p. 157.

⁴⁹⁷ *Ibidem.* p. 50.

⁴⁹⁸ B3. **Regulamento de negociação da B3**. 2018. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/operacoes/. Acesso em: 21 nov. 2020.

Em relação à simulação, pode-se remeter ao regramento civil, que considera simulados os negócios jurídicos quando, nos termos do § 1º do art. 167 do Código Civil, (I) “aparentarem conferir ou transmitir direitos a pessoas diversas daquelas às quais realmente se conferem, ou transmitem”; (II) “contiverem declaração, confissão, condição ou cláusula não verdadeira”; e, (III) “os instrumentos particulares forem antedatados, ou pós-datados”.

Assim, são operações simuladas as *wash sales*, as realizadas em *circular trading* ou *painting the tape* e o *parking*. De pronto, nota-se a insuficiência do conceito para abranger, inclusive, as modalidades básicas de manipulação do Mercado de Capitais. Por exemplo, as *orders without execution* não se caracterizariam como operações simuladas, porque não se enquadram tanto no conceito estrito de operação como de negócio simulado. O aluguel de ações, por não ser negócio transmissivo, também não se enquadraria como operação.

De modo a ampliar o escopo do tipo penal, seria possível interpretar ambos os conceitos em termos mais abrangentes. Nessa linha, operações poderiam ser consideradas como quaisquer atos negociais cometidos *com* valores mobiliários e “simuladas” seriam as operações fictícias, “cuja aparência não traduz a realidade”⁴⁹⁹.

Contudo, diante da previsão da punição de “outras manobras fraudulentas” no mesmo tipo penal, é desnecessário o estabelecimento de distinção rigorosa, porque ele abarca e transcende o de “operações simuladas”. Como a interpretação gramatical do tipo penal indica, toda operação simulada é manobra fraudulenta.

O conceito de “manobras” não se confunde complementemente com o de “práticas”⁵⁰⁰, mas, somente se distingue pelo fato de sua realização ter em vista um fim⁵⁰¹. Essa pequena distinção semântica, no contexto do tipo do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, é irrelevante. Afinal de contas, o fim da manobra é descrito no enunciado normativo, que incrimina as “manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário”.

Portanto, em sua literalidade, o tipo do crime de manipulação do Mercado de Capitais incrimina quaisquer “condutas fraudulentas”, assim, todas as modalidades básicas de manipulação em que exista “o perigo abstracto de enganar terceiros, de os induzir em erro”⁵⁰².

⁴⁹⁹ VEIGA. *Op.cit.* 2001. p. 51.

⁵⁰⁰ *Ibidem.* p. 52.

⁵⁰¹ *Ibidem.* p. 52.

⁵⁰² *Ibidem.* p. 61.

Nas palavras de Cavali, “trata-se de incorporação da noção clássica de fraude, que compreende qualquer ardil ou artifício voltado a induzir ou manter alguém em erro”⁵⁰³.

Nessa perspectiva, é fácil concluir que a criminalização da manipulação baseada em informações possui fundamento legal. O tipo de fraude por excelência, o estelionato, é cometido através de atos comunicativos. Com efeito, não é hermeneuticamente insustentável a subsunção da disseminação de informações falsas ao conceito de “manobras fraudulentas”. Como defende Cavali, “sob o prisma do princípio da legalidade, o tipo penal comporta essa interpretação”⁵⁰⁴.

Assim, a fraude cometida pelos administradores da companhia em violação da política de *disclosure* obrigatório, como aquelas tendo por objeto o formulário de referência, as demonstrações financeiras, o parecer do auditor independente e o prospecto, caracteriza – atendidos os demais requisitos típicos – manobra fraudulenta. Da mesma maneira, e sempre desde que atendidos os demais requisitos típicos, a fraude praticada pelas instituições financeiras na relação com seus consumidores, por exemplo, fornecendo informações falsas a respeito dos retornos obtidos ou das posições mantidas.

Nesses casos, a possibilidade de persecução penal encontra pouca resistência no Princípio da Legalidade, sobretudo, quando se trata de “informações *hard*”⁵⁰⁵, com pouco grau de subjetividade. Especialmente, a manipulação baseada em fraude às demonstrações financeiras da companhia aberta, como visto nos casos Enron, Worldcom, Tyco e outros, que culminaram na edição da Lei Sarbanes-Oxley nos Estados Unidos⁵⁰⁶, quando atende os demais requisitos típicos, configura hipótese em que, realmente, haveria “indesejável lacuna de punibilidade”⁵⁰⁷ caso se reputasse incabível sua subsunção ao conceito de “manobra fraudulenta”.

Entretanto, a mesma nitidez não existe quando se trata de poupadores e não se trata de discurso comercial. Especialmente porque, nesses casos, não existe um parâmetro de

⁵⁰³ CAVALI. *Op.cit.* 2017. p. 243.

⁵⁰⁴ *Ibidem.* p. 250.

⁵⁰⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo CVM nº RJ 2005/1717**. Relator: Diretor Sergio Weguelin. Data do julgamento: 21 jun. 2005. Disponível em:

<http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/pesquisa/pesquisa.html>. Acesso em: 6 mar. 2021.

⁵⁰⁶ ROCKNESS, Howard; ROCKNESS, Joanne. **Legislated ethics: from Enron to Sarbanes-Oxley, the Impact on Corporate America**. *Journal of Business Ethics*, v. 57, p. 31-54, 2005. Disponível em:

<http://www.jstor.org/stable/25123452?origin=JSTOR-pdf>. Acesso em: 18 nov. 2020.

⁵⁰⁷ CAVALI. *Op.cit.* 2017. p. 250.

comparação entre o que seria a informação fidedigna ou adequada – que deveria ser objeto de *disclosure* – e, portanto, qual é a informação fraudulenta.

Em termos de imputação objetiva⁵⁰⁸, pode-se distinguir diferentes graus de tolerância jurídica aos riscos criados, conforme os papéis sociais dos responsáveis pela fonte de perigo. Em outras palavras, enquanto, no discurso comercial, a proibição da criação de risco se caracteriza mais facilmente, o mesmo não ocorre quando se trata de atos comunicativos de investidores.

Veja-se o caso do investidor, condenado pela CVM pela prática da conduta vedada no item II, “b”, da Instrução CVM nº 8/1979, porque, em fórum da internet, simulara conversas a respeito de ações da Companhia Siderúrgica Paulista S.A. – Cosipa, buscando criar o rumor de “que seria anunciada a recompra das referidas ações a um preço maior que o de mercado”⁵⁰⁹. O Órgão Regulador entendeu que houve “a utilização de artifício destinado a elevar a cotação das ações e induzir terceiros à sua compra”, o que poderia ser considerada “manobra fraudulenta” para fins do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, afinal de contas, trata-se de artifício voltado a induzir terceiros em erro. Entretanto, a consistência com que essa informação se apresenta ao Mercado em nada se compara com aquela emitida por administrador da companhia, por auditores independentes ou por profissionais das instituições financeiras intermediárias. A confiabilidade presumível de mensagens de anônimos em fórum da internet é muito reduzida – ainda que não se ignore seu potencial lesivo.

O problema não se esgota na distinção dos papéis sociais do emissor de informação falsa. Como pontua Cavali, é necessário travar discussão a respeito de que “grau de falsidade” é suficiente para configurar a hipótese de se tratar de manobra fraudulenta⁵¹⁰.

A subsunção ao tipo incriminador de manobras baseadas em “informações *soft*” ou aquelas consideradas incompletas, exageradas ou tendenciosas não é tão simples. Ainda que se repute benéfico em perspectiva de política criminal estender a punição a esse tipo de informação capaz de induzir em erro, não se pode ignorar que no exterior – como em Portugal, Espanha, Reino Unido, Itália e na União Europeia – existem dispositivos legais explícitos a respeito da manipulação baseada em informações⁵¹¹.

⁵⁰⁸ JAKOBS, Günther. **A imputação objetiva no Direito penal**. 4.ed. Tradução de André Luís Callegari. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013. p. 39-40.

⁵⁰⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2001/6226**.

⁵¹⁰ CAVALI. **Op.cit.** 2017. p. 250.

⁵¹¹ *Ibidem*. p. 247-250. BREDA. **Op.cit.** 2014. p. 377-380.

A solução adequada, nesse quadro, não deflui da restrição do alcance do tipo com base no Princípio da Legalidade e mediante interpretação restritiva do tipo penal. Cabe ao aplicador da norma, caso a caso, avaliar a tipicidade formal da conduta imputada.

É tendencioso concluir, de antemão, que o art. 27-C pune a divulgação de informação incompleta, exagerada ou tendenciosa. Para tanto, seria imprescindível a existência de incriminação específica dessa conduta. Contudo, também não é possível afastar, em abstrato, a possibilidade de subsunção da divulgação desse tipo de informação ao conceito de “manobras fraudulentas”. Especialmente, quando não se está diante de ato isolado de disseminação, mas, de sequência de atos, permitindo-se identificar um padrão de disseminação de informações incompletas, exageradas ou tendenciosas, que, em seu conjunto, conforma a “manobra fraudulenta”.

A esse respeito, veja-se o relatado pela CVM na Operação Marambaia, que haveria “um ritmo frenético de anúncios positivos”, inclusive com mensagens no *Twitter* “que transmitiam uma ideia de solidez e perspectiva positiva para a companhia”⁵¹².

Isso não esgota o problema da compatibilidade vertical com a Cláusula Constitucional da Liberdade de Expressão. Ainda que essas condutas estejam no âmbito de tipicidade formal do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, elas podem também estar no âmbito de proteção desse direito fundamental e, portanto, a persecução penal se deslegitima.

3.2.3 Fim da conduta: “elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário”

Ao excluir o elemento subjetivo especial “com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários”, do tipo do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 na redação da Lei nº 10.303/2001, o legislador incluiu a fórmula “destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário”.

Sob ótica histórica, a alteração reforça a interpretação no sentido de que o “regular” funcionamento do Mercado de Capitais, ao qual se referia a redação originária do tipo penal,

⁵¹² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº 2013/8880**. Relator: Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. Data do julgamento: 11/06/2019. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/pesquisa/pesquisa.html>. Acesso em: 6 mar. 2021.

dizia respeito à sua capacidade funcional alocativa, portanto, “o processo de formação de preços dos valores mobiliários”, como defende Cavali⁵¹³, e, portanto, que esse é o bem jurídico tutelado.

A redação atual em muito se assemelha com o tipo de infração administrativa de manipulação de preços, contido na alínea “b” do item II da Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979, descrita 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”. O tipo penal do art. 27-C somente agrega o volume negociado.

A cotação de um valor mobiliário, como se extrai do Regulamento da B3, é “representada pelo preço da última operação realizada”. Portanto, o último negócio transmissivo concluído pelos investidores⁵¹⁴. Há valores mobiliários sem cotação, contudo, é possível manipular seu preço, porque esse termo tem acepção mais ampla, referindo-se à razão monetária de qualquer transação.

Quanto ao volume negociado se refere tanto ao volume financeiro, ou seja, à quantia monetária total negociada em determinado período, como de negócios, isto é, o número de transações realizadas. Essas informações informam a respeito da posição do Mercado quanto aos valores mobiliários, ou seja, a “opinião pública” formada a seu respeito, indicando tendências de valorização, desvalorização ou estagnação. Em outras palavras, esses são dados de oferta e demanda. Por isso, constituem os componentes essenciais do mecanismo de formação de preços, sendo a principal *hard information* disponível aos operadores.

Na redação atual, as operações simuladas e manobras fraudulentas devem ser destinadas à manipulação dessas informações objetivas. O texto legal não traz a expressão “direta ou indiretamente”, como ocorre no tipo da infração administrativa, previsto na Instrução CVM nº 8. Contudo, o tipo se configura desde que haja direcionamento – doloso – da conduta para causar esse impacto, ainda que indireto, à cotação, ao preço ou ao volume negociado.

Em casos de manipulação baseadas em operações, é pouco distinguível essa hipótese. Contudo, as modalidades de manipulação baseada em ações e informações, normalmente, causam impacto somente indireto à cotação, preço ou volume negociado. Esse tipo de manobra fraudulenta, em geral, visa influir diretamente na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários – como prevê o art. 157, § 4º, da Lei nº

⁵¹³ CAVALI. *Op.cit.* 2017. p. 252.

⁵¹⁴ B3. *Op.cit.* 2018. Art. 51.

6.404/1976. Por exemplo, a disseminação de falso alarme de greve ou até mesmo a encenação de piquete por empregados, visando criar corrida (*run*) de queda das cotações de certa companhia, não gera, por si só, essa baixa, como se dá no emprego da tática de reduzir a oferta (*decreasing the offer*).

Quando o legislador refere que as operações simuladas ou manobras fraudulentas devem ser “destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário”, substitui-se claramente a previsão de um elemento subjetivo especial (“com a finalidade”, na redação anterior), por característica objetiva da conduta praticada.

A opção é mais inteligente, porque deixa claro que o crime do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 não é “de perigo abstrato puro”, mas “delito de aptidão”⁵¹⁵. Não basta a prática de operação simulada ou manobra fraudulenta com a intenção de manipular preços ou volumes negociados e obter vantagem ou causar dano. É preciso que essa conduta seja idônea à produzir ofensa ao Mercado de Capitais, em especial, ao seu mecanismo de formação de preços e aos dados objetivos de cotação, preço e volume negociado. A conduta que não represente periculosidade ao bem jurídico é penalmente irrelevante.

Como não há controle pleno, pelo manipulador, da reação do Mercado à tentativa de manipulação, seria inapropriada a exigência da criação de perigo concreto ou da efetiva causação de dano. Ora, diante de oscilação incomum no preço ou no volume negociado de determinado valor mobiliário, antes que sejam afetadas as decisões de outros investidores, a própria companhia, a Bolsa de Valores ou a CVM podem intervir e impedir o desenvolvimento do *iter criminis*. Entretanto, a necessidade dessa interrupção da conduta ilícita já justifica a punição da conduta.

Ainda que não tenha sido formulado explicitamente como elemento subjetivo especial, o crime de manipulação do Mercado de Valores Mobiliários possui “um especial regime em sede de falta de consciência da ilicitude”⁵¹⁶, que se densifica normativamente como erro de tipo, nos termos do art. 20 do Código Penal – uma vez que esses elementos integram o enunciado descritivo da conduta incriminada. Desse modo, o agente deve ter “consciência de que o acto cria o perigo abstrato”, portanto, ele deve ter “real conhecimento de que com o facto está a desviar a função que o mercado deve desempenhar através do acto praticado”⁵¹⁷.

⁵¹⁵ CAVALI. *Op.cit.* 2017. p. 254.

⁵¹⁶ VEIGA. *Op.cit.* 2001. p. 77.

⁵¹⁷ *Ibidem*.

Porém, já não mais se trata de ter consciência da alteração artificial do regular funcionamento do mercado – o que exigiria certos conhecimentos especializados – mas de que se está dando causa a operação simulada ou manobra fraudulenta idônea a provocar elevação, baixa ou manutenção de cotação, preço ou volume negociado de certo valor mobiliário.

3.2.4 Elemento subjetivo especial: “obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros”

O tipo do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 exige que a conduta seja praticada com o fim de obter vantagem indevida, lucro ou causar dano a terceiros.

Note-se que, houvesse menção exclusiva à obtenção de lucro, haveria nítida restrição do alcance do tipo penal aos agentes que mantêm posição de investimento no Mercado de Valores Mobiliários com esse objetivo. Nessa linha, a possibilidade de manipulação para manter ou baixar a cotação de títulos seria restrita aos casos em que essa posição permitiria a obtenção de lucro – ainda que indireto – em razão da manobra fraudulenta, porque o lucro é o “ganho gerado com determinada operação de cunho eminentemente econômico”⁵¹⁸.

Essa restrição da incriminação, porém, seria incompatível com a política criminal almejada. A inclusão da expressão “vantagem indevida” amplia a incidência do tipo, preservando sua característica de tipo sistêmico. Isso se dá sem prejuízo da menção cautelosa ao fim de obter lucro, para escapar da leitura, simplória e equivocada, mas possível, de que essa seria vantagem devida decorrente de operações.

Contudo, na síntese de Breda, a vantagem indevida “não necessariamente precisa ter conotação econômica”⁵¹⁹. Ademais, também se prevê o fim de causar dano a terceiros e, também nesse caso, “o dano a terceiros almejado não se restringe a prejuízos econômicos, podendo assumir natureza extrapatrimonial, como um dano reputacional à companhia emissora”⁵²⁰. A proteção decorrente do tipo penal, alcança, portanto, “a imagem de determinada companhia ou a credibilidade de seus títulos”⁵²¹.

⁵¹⁸ BREDÁ. *Op.cit.* 2014. p. 390.

⁵¹⁹ *Ibidem.* p. 390.

⁵²⁰ CAVALI. *Op.cit.* 2017. p. 278.

⁵²¹ BREDÁ. *Op.cit.* 2014. p. 391.

Nessa senda, é limitada a utilidade do elemento subjetivo especial para a restrição do poder de punir, especificamente, no que interessa à pesquisa, assegurando que não haja indevida interferência Estatal na esfera de proteção da Liberdade de Expressão. Afinal de contas, os agentes do Mercado de Capitais atuam para obter vantagens e, em sistemas interdependentes como esse, é natural que decorra de toda conduta ilícita alguma espécie de dano – facilmente previsível – a terceiros.

3.2.5 Competência para processamento e julgamento

Como se trata de crime formal, portanto, que se consuma com a prática da operação simulada ou da manobra fraudulenta destinada a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de valor mobiliário, a competência territorial se definirá pelo lugar em que se consumar a infração, como prevê o art. 70 do CPP.

Nesse sentido, explica Cavali⁵²²:

Tratando-se de operações de compra e venda de valores mobiliários realizadas através da internet, essas se tem por ocorridas no local em que emitidas as ordens, pois, nos termos do artigo 435 do Código Civil, “reputar-se-á celebrado o contrato no lugar em que foi proposto”. No caso da manipulação informativa, o crime se consumará no local em que se for prestada e tornada pública a informação falsa ou distorcida, pois é esta a manobra fraudulenta que consuma o delito. Cuidando-se de manipulação baseada em condutas, deve-se verificar o local em que estas foram perpetradas.

Quanto ao ramo do Poder Judiciário, o Mercado de Capitais é segmento do SFN. Como prevê o art. 1º da Lei nº 7.492/1986, considera-se instituição financeira a pessoa jurídica que tenha como atividade principal ou acessória “a custódia, emissão, distribuição, negociação, intermediação ou administração de valores mobiliários”.

Desse modo, a Lei nº 6.385/1976 poderia dispor que a competência para julgamento do crime de manipulação de mercado é sempre da Justiça Federal, nos termos do art. 109, VI, da CRFB/88 – e como fez o legislador no art. 26 da Lei nº 7.492/1986.

Aliás, Cavali destaca que, nos termos do art. 26, parágrafo único, da Lei nº 7.492/1986, a CVM é legitimada para intervir na ação penal, como assistente de acusação,

⁵²² CAVALI. *Op.cit.* 2017. p. 227.

“quando o crime tiver sido praticado no âmbito de atividade sujeita à disciplina e fiscalização dessa autarquia”⁵²³.

Contudo, a legislação é omissa. Assim, a definição da competência, conforme a jurisprudência do STJ, deve ser examinada segundo a regra do art. 109, IV, da CRFB/88, que prevê a competência da Justiça Federal quando a infração penal for praticada “em detrimento de bens, serviços ou interesse da União ou de suas entidades autárquicas ou empresas públicas”. Portanto, caso a caso, deve ser examinada “a existência de circunstância de fato que demonstre a existência de efetiva lesão a bens, serviços ou direitos da União, de suas autarquias ou empresas públicas”⁵²⁴, não se podendo ignorar o interesse da CVM⁵²⁵.

3.2.7 Suspensão condicional do processo, acordo de não persecução penal e reflexos de termo de compromisso

O crime do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 é punido com pena de 1 a 8 anos de reclusão, e multa de até três vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. Como se trata de infração de médio potencial ofensivo, é cabível a suspensão condicional do processo, nos termos do art. 89 da Lei nº 9.099/1995 e, também, o acordo de não persecução penal, previsto no art. 28-A do Código de Processo Penal.

No âmbito administrativo, é possível a celebração de termo de compromisso entre o infrator das normas regulatórias do Mercado de Capitais e a Comissão de Valores Mobiliários, conforme dispõem os §§ 5º a 8º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976.

O entendimento jurisprudencial é de que as celebrações de acordos na esfera administrativa não prejudicam a persecução penal⁵²⁶. Ainda assim, os compromissos assumidos

⁵²³ Ibidem. p. 238-240.

⁵²⁴ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso em Habeas Corpus nº 82.799**. Órgão julgador: Sexta Turma. Relator: Min. Rogério Schietti Cruz. Data do julgamento: 27 nov. 2018. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/SCON/>. Acesso em: 6 mar. 2021. Também: BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Conflito de Competência nº 82.961**. Órgão julgador: Terceira Seção. Relator: Min. Arnaldo Esteves Lima. Data do julgamento: 27 mai. 2009. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/SCON/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

⁵²⁵ Nesse sentido, mas em caso do crime do art. 27-D da Lei nº 6.385/1976: BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Conflito de Competência nº 135.850**. Órgão julgador: Terceira Seção. Relatora: Min. Maria Thereza de Assis Moura. Data do julgamento: 24 set. 2014. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/SCON/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

⁵²⁶ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial nº 1.154.405**. Órgão julgador: 6ª Turma. Relator: Min. Rogério Schietti Cruz. Data do julgamento: 18 mai. 2017. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/SCON/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

no âmbito de termo de compromisso devem ser levadas em consideração na aplicação de penalidades⁵²⁷, como exige o art. 22, § 3º, da Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro, Decreto-Lei nº 4.657/1942, com inclusões da Lei nº 13.655/2018. Portanto, na negociação das condições de suspensão condicional do processo ou acordo de não persecução penal, devem ser levadas em consideração as condições já estabelecidas anteriormente em termo de compromisso.

3.3 A MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BASEADA EM INFORMAÇÕES SOB PERSPECTIVA DA TUTELA CONSTITUCIONAL DA LIBERDADE DE EXPRESSÃO

A amplitude semântica do tipo penal do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, com redação dada pela Lei nº 13.506/2017, permite punir a manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações. O enquadramento de informações falsas, incompletas, exageradas ou tendenciosas como “manobras fraudulentas” não é incompatível com o texto normativo, tampouco com a teleologia da regulação do Mercado de Valores Mobiliários, ou seja, com a política criminal.

Evidentemente, no exame do caso concreto, impõe-se controle da subsunção estrita dos fatos sob julgamento à proposição legal. Afinal de contas, o tipo de injusto brasileiro não incrimina a divulgação de informações fraudulentas, mas a execução de manobras fraudulentas. Além disso, deve estar presente o especial fim da conduta de “elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário” e, concomitantemente, o elemento subjetivo especial de “obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros”.

Essa série de exigências para a incidência normativa, portanto, essas limitações ao exercício do poder de punir, permitem concluir que a conduta estritamente criminalizada no art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 não é tutelada, *prima facie*, pelo direito constitucional à Liberdade de Expressão. A manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações não é ato

⁵²⁷ Nesse sentido, registrando que “a assinatura de termo de ajustamento de conduta, com a reparação do dano ambiental, são circunstâncias que possuem relevo para a seara penal, a serem consideradas na hipótese de eventual condenação”: BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Agravo Regimental no Recurso em Habeas Corpus nº 121.611**. Órgão julgador: 5ª Turma. Relator: Min. Reynaldo Soares da Fonseca. Data do julgamento: 5 mar. 2020. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/SCON/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

comunicativo protegido, não porque se opera mediante fraude, mas porque essa fraude visa especificamente a alterar as condições de negociação de um valor mobiliário e ocorre com o intento malicioso de obter vantagem indevida ou causar dano a terceiros.

Apesar de não existir incompatibilidade *prima facie*, existem situações em que a persecução penal se desenvolva em relação a condutas que – de fato – não preenchem todos os elementos do tipo do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976. Em segundo lugar, há casos em que estão presentes todos os elementos do tipo, mas o controle material da incidência típica, mediante interpretação sistêmica e teleológica, à luz da Liberdade de Expressão, exige o reconhecimento da impossibilidade de persecução penal. Essas situações exigem, então, a consideração do efeito inibidor da criminalização e da possibilidade de inconstitucionalidade exatamente pela abrangência do tipo (*overbreadth doctrine*).

3.3.1 A fraude como ato comunicativo sem proteção constitucional e as figuras assemelhadas do estelionato e da falsa propaganda

O emprego de fraude, verbal ou documental, dá-se por atos comunicativos. A relação comunicativa que se estabelece entre o emissor e o destinatário da mensagem induz ou mantém este em erro. Entretanto, de modo sistemático, a fraude não é tolerada pelo Ordenamento Jurídico. No Brasil, o Direito Civil repudia a fraude contra credores (art. 158 e seguintes, Código Civil), o Direito Processual Civil a fraude judiciária e a fraude à execução (art. 143, I, e art. 791, Código de Processo Civil) e o Direito Penal pune o estelionato e outras fraudes (Capítulo VI, Título II, Parte Especial, Código Penal).

Como visto em Veiga, há diversas acepções possíveis para o termo fraude⁵²⁸, desde significados pouco densos, em que fraude praticamente se confunde com ilicitude, até a proposta do autor, que considera fraude “a prática que acarreta o perigo abstracto de enganar terceiros, de os induzir em erro”⁵²⁹. Cavali compartilha essa visão incluindo no conceito “qualquer ardil ou artifício voltado a induzir ou manter alguém em erro”⁵³⁰.

Entretanto, na perspectiva do Princípio da Neutralidade Constitucional, que restringe a interferência Estatal para impor verdades oficiais, é problemática essa definição

⁵²⁸ VEIGA. *Op.cit.* 2001. p. 52-64.

⁵²⁹ *Ibidem.* p. 61.

⁵³⁰ CAVALI. *Op.cit.* 2017. p. 243.

ampla de fraude em torno conceito de indução em erro. Para superar essa tensão entre a garantia de espaços livres nos quais impera incerteza epistemológica e a imposição de discursos considerados verdadeiros, é importante distinguir o mero discurso que contém afirmações não-verdadeiras – capaz de induzir pessoas em erro – da fraude, como específica modalidade de ato comunicativo sem proteção constitucional. Como diz Wells, “nem todos os logros são fraudes”⁵³¹.

Adotando a premissa de que a interpretação do âmbito de proteção constitucional não pode levar a situações absurdas, pode-se utilizar duas figuras assemelhadas à manipulação do Mercado de Capitais como pontos de contraste: o estelionato, tipificado no art. 171 do Código Penal, e a falsa propaganda, criminalizada no art. 66 do Código de Defesa do Consumidor.

O primeiro é tipo penal amplamente consolidado, de sorte que se pode considerar a conduta como inegavelmente insuscetível de proteção. Além disso, constitui o tipo-modelo de fraude. Já o segundo, falsa propaganda, permitirá estabelecer distinções importantes.

Veja-se que o art. 171 do Código Penal não pune somente a indução ou manutenção de alguém em erro, mediante meio fraudulento, mas a prática dessa conduta para obter vantagem ilícita em prejuízo alheio:

Art. 171 - Obter, para si ou para outrem, vantagem ilícita, em prejuízo alheio, induzindo ou mantendo alguém em erro, mediante artifício, ardil, ou qualquer outro meio fraudulento: Pena - reclusão, de um a cinco anos, e multa, de quinhentos mil réis a dez contos de réis.

Existem contornos finalísticos e, conseqüentemente, elemento subjetivo específico que delimitam o ato comunicativo reprimível. Emprestando-se do conceito de simulação dado por Xavier⁵³², a “intencionalidade” do emissor em induzir ou manter em erro o destinatário do artifício ou ardil, isto é, da prática capaz de o induzir em erro, é elemento indissociável da fraude.

Na esteira de Wells, é possível distinguir quatro elementos gerais que definem a fraude⁵³³. A primeira é a informação não-verdadeira – isto é, o artifício, o ardil ou, como conceitua Veiga, “a prática que acarreta o perigo abstracto de enganar terceiros, de os induzir

⁵³¹ WELLS, Joseph T. **Manual da fraude na empresa: prevenção e detecção**. 2.ed. Almedina: 2009. p. 18.

⁵³² XAVIER, Alberto. **Tipicidade da tributação, simulação e norma antielisiva**. São Paulo: Dialética, 2002. p. 53.

⁵³³ WELLS, Joseph T. **Manual da fraude na empresa: prevenção e detecção**. 2.ed. Almedina: 2009. p. 18.

em erro”⁵³⁴. O segundo é o conhecimento, pelo emissor, do caráter falso ou prejudicialmente incompleto dessa mensagem, verbal ou documental. O terceiro é o engano da vítima, a errônea representação da realidade pelo destinatário. Por fim, o quarto elemento é a ocorrência de dano.

Nesse cenário, a interferência Estatal para controle e repressão desse ato comunicativo não ocorre, exclusivamente, porque existe a possibilidade de alguém ser induzido em erro, mas, porque se trata de ato antijurídico iminente⁵³⁵. Empregando a fórmula do Juiz Hand em Dennis⁵³⁶, a situação, no estelionato, é de alta probabilidade de ocorrência de agravo resultante do ato comunicativo, que justifica a intervenção, porque mais eficiente, comparada ao irrisório ou negativo valor informativo incorporado à mensagem proibida.

O elemento de intencionalidade em causar dano é imprescindível para caracterizar o perigo claro e atual. Sem ele, esvazia-se a justificativa Estatal para cerceamento da Liberdade de Expressão. Portanto, nessa senda, o conceito de fraude se torna indissociável da existência de dolo em prejudicar terceiros.

Todavia, a tipificação da falsa propangada não se reveste das mesmas condicionantes. Veja-se a redação do art. 66 do Código de Defesa do Consumidor:

Art. 66. Fazer afirmação falsa ou enganosa, ou omitir informação relevante sobre a natureza, característica, qualidade, quantidade, segurança, desempenho, durabilidade, preço ou garantia de produtos ou serviços: Pena - Detenção de três meses a um ano e multa. § 1º Incorrerá nas mesmas penas quem patrocinar a oferta. § 2º Se o crime é culposo; Pena Detenção de um a seis meses ou multa.

Diferentemente do estelionato, não se trata de tipo-modelo amplamente consolidado no Ordenamento Jurídico Brasileiro, sendo possível questionar – notadamente – a punição da falsa propaganda culposa. Porém, esse tipo, especificamente, não é objeto deste estudo, de sorte que se abstrai a possível discussão quanto à sua constitucionalidade.

O tipo do art. 66 do Código de Defesa do Consumidor chama atenção para a maior tolerância, *prima facie*, da repressão de “prática que acarreta o perigo abstracto de enganar terceiros, de os induzir em erro”⁵³⁷ quando existe a violação de deveres contrapostos ao artifício ou ardil, isto é, quando se interpõem normas impondo deveres ao emissor. Essa tolerância prevalece ainda que a mensagem não seja especificamente dirigida a alguém. Essa *ratio* está

⁵³⁴ Ibidem. p. 61.

⁵³⁵ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Brandenburg v. Ohio**, 395 U.S. 444 (1969). Disponível em: <https://supreme.justia.com/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

⁵³⁶ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals Second Circuit. **United States v. Dennis**, 183 F. 2d 201 - Court of Appeals, 2nd Circuit 1950. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Dennis v. United States** (1951).

⁵³⁷ Ibidem. p. 61.

subjacente à menor proteção do *comercial speech*, desde que se admita a existência de dever-geral de se comportar conforme a probidade e a boa-fé nos negócios – o que é previsto no Ordenamento Jurídico Brasileiro no art. 422 do Código Civil.

Quando existe relação negocial subjacente, portanto, quando o discurso se reveste das características de propaganda, o maior incentivo econômico associado à produção da mensagem contrapõe os possíveis custos decorrentes de erros do Estado na precificação de informações desejáveis e indesejáveis⁵³⁸. Nesse quadro, a intervenção é mais facilmente justificada, apesar de não existir situação de iminência de perigo como no estelionato, ou seja, apesar de não existir o intencional direcionamento de mensagem para manter ou induzir alguém em erro, mas o estabelecimento difuso e impessoal de relações comunicativas, através da disseminação da propaganda.

3.3.2 Restrição da tipicidade material da manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações

Na perspectiva do indivíduo, a axiologia da regra de responsabilidade intransferível pela decisão de investimento ou do princípio da inerência do risco nas operações de investimento converge com os valores subjacentes ao Princípio da Neutralidade Constitucional. Ambas as situações destinam ao indivíduo as consequências de suas escolhas.

A aproximação pode soar artificial, entretanto, isso decorre da percepção de que, no âmbito do Mercado de Capitais destina-se principalmente risco negativo (risco de crédito, risco de mercado, risco de liquidez), enquanto na esfera da Liberdade de Expressão o risco é positivo (a realização do indivíduo com a livre manifestação do pensamento). Contudo, a regra de responsabilidade intransferível pela decisão de investimento assegura ao investidor tanto a propriedade dos lucros obtidos com suas operações como a titularidade das suas estratégias pessoais. Da mesma forma, é inegável que os indivíduos podem fazer escolhas ruins – segundo critérios morais, econômicos etc. – em razão de sua exposição às opiniões em circulação no Livre Mercado de Ideias. Ser livre implica riscos positivos e negativos.

Portanto, na prática, o ceticismo quanto à intervenção Estatal no sentido de impor verdades oficiais, potencializa valores densificados no princípio da inerência do risco nas

⁵³⁸ FARBER. *Op.cit.* 1991, p. 564-567.

operações de investimento, que já impõe responsabilidade pessoal aos agentes de mercado pelas posições de investimento que eles – com maior ou menor discernimento, com maior ou menor consciência dessa responsabilidade – tomam a partir das diversas opiniões em circulação no Livre Mercado de Ideias. Ocorre que tal potencialização se dá no sentido de impor essa responsabilidade pessoal ainda que as opiniões em circulação sejam enganosas.

Assim como os indivíduos não estão protegidos contra ideias perigosas em circulação, não há direito irrestrito do investidor à proteção Estatal contra “ideias perigosas” a respeito de valores mobiliários. Os agentes de mercado não possuem a prerrogativa de transferir ao Estado essa responsabilidade pela opinião final quanto à decisão de investimento. O Estado somente obriga determinadas pessoas, física e jurídicas, em posições específicas dentro da arquitetura jurídica do Sistema Financeiro Nacional, a realizar o *disclosure* de informações fidedignas – que, em certas situações, inclui a disponibilização de interpretações – cuja disponibilidade geral se considera justa e eficiente.

Com efeito, dentro da identificação fenomenológica da opinião de investimento à formação de qualquer outra opinião e da decisão de investimento à manifestação de pensamento, é possível a aproximação da regulação do Mercado de Valores Mobiliários à axiologia da tutela constitucional da Liberdade de Expressão. Essa aproximação fortalece e, ao mesmo tempo, amplia a premissa fundamental da regulação de que o investidor é responsável pela decisão de investimento.

A reafirmação dessa premissa, então, exige o estabelecimento de restrição objetiva da tipicidade material do tipo penal do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976. Na linguagem de Direito Constitucional, a decisão de investimento como livre manifestação do pensamento exige a delimitação do alcance da norma incriminadora em razão do âmbito da Cláusula Constitucional da Liberdade de Expressão.

A regra se torna a impossibilidade de interferência Estatal punitiva da “prática que acarreta o perigo abstracto de enganar terceiros, de os induzir em erro”⁵³⁹, pela ausência de destinatário irresponsável da informação não-verdadeira. Como os destinatários das informações a respeito de valores mobiliários são pessoalmente responsáveis pela sua interpretação e pela opinião que formam a partir dessas informações, não há sujeição passiva. De modo sistêmico, o Mercado é composto por agentes presumidamente responsáveis, que

⁵³⁹ Ibidem. p. 61.

participam do “livre jogo da oferta e da procura”⁵⁴⁰. Se algum deles é induzido em erro, esse “livre jogo da oferta e da procura” não é vulnerado – até mesmo porque “os falsos alarmes são constitutivos deste mercado”⁵⁴¹. Não há ofensa ao bem jurídico tutelado pela norma penal.

Essas situações onde, apesar de se identificar “prática que acarreta o perigo abstracto de enganar terceiros, de os induzir em erro”⁵⁴², não há vulneração do “livre jogo da oferta e da procura”⁵⁴³ – portanto, do bem jurídico tutelado – são a regra porque o cômputo do risco de “logro” é inerente à regra de responsabilidade intransferível pela decisão de investimento. Em bom português, ainda que tenha sido induzido em erro, o agente de mercado não poderá pretender a transferência das consequências negativas de sua decisão de investimento – se não ao Estado, àquele que lhe destinou a informação enganosa. Incumbe ao investidor, como regra geral, averiguar a idoneidade das informações às quais tem acesso.

Desse modo, apesar da tipicidade formal da conduta de manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações, em regra, esse comportamento não é materialmente típico. Mas, esse entendimento não é absoluto.

A presunção quanto à inerência do risco não se aplica na relação entre investidores e agentes de mercado com dever de informar. É razoável que seja exigido ceticismo do investidor responsável quanto a boatos em circulação em blogs ou fóruns ou dicas de influenciadores digitais. Porém, esse ceticismo não pode ser exigido, com a mesma intensidade a ponto de obstaculizar a repressão penal, quando o investidor confia em instituições financeiras, administradores da companhia aberta, auditores independentes, bem como agentes autônomos de investimento, analistas de valores mobiliários, consultores de valores mobiliários e administradores de carteira. Esses agentes têm o dever de prestar informações com fidedignidade ao Mercado de Capitais.

Note-se que os atos comunicativos desses agentes de mercado se enquadram como discurso comercial. Não exatamente como propaganda comercial, mas, na definição mais abrangente resultante da Análise Econômico-jurídica da Liberdade de Expressão, como atos comunicativos em que existem incentivos econômicos à sua produção. Portanto, a sua proteção constitucional é mitigada.

⁵⁴⁰ CAVALI. *Op.cit.* 2017. p. 148.

⁵⁴¹ *Ibidem.* p. 69.

⁵⁴² *Ibidem.* p. 61.

⁵⁴³ *Ibidem.* p. 148.

Nessa toada, a manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações somente se configura como crime quando o sujeito ativo é agente de mercado obrigado, direta ou indiretamente, à política de *disclosure*, caracterizando-se, nessa situação, vulneração do “livre jogo da oferta e da procura”⁵⁴⁴, portanto, ofensa ao bem jurídico tutelado pelo art. 27-C da Lei nº 6.385/1976. Fora disso, a Cláusula Constitucional da Liberdade de Expressão impede a transferência do ônus pela decisão de investimento ao emissor de ato comunicativo considerado fraudulento.

Assimetrias de informação, ainda que decorrentes de “prática que acarreta o perigo abstracto de enganar terceiros, de os induzir em erro”⁵⁴⁵, são inerente ao Livre Mercado de Ideias e, assim, são inerentes ao Mercado de Capitais. A ofensividade da conduta de manipulação baseada em informações somente surge quando há correspondente quebra de dever de informar, pois, nesse caso, o cisalhamento informacional é objetivamente relevante desde a perspectiva “de uma determinada concepção de mercado, um mercado supervisionado, e dirigido aos investidores e à sua proteção”⁵⁴⁶.

3.3.2.1 Exercício irregular de profissão: o concurso entre os crimes do art. 27-C e do art. 27-E da Lei nº 6.385/1976

É possível que o agente de mercado não tenha formalmente o registro de “administrador de carteira, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário” (art. 27-E, Lei nº 6.385/1976), mas exerça de fato essas funções. Nesse caso, não é possível afastar a possibilidade de repressão da manipulação baseada em informações.

Note-se que, efetivamente, não se está sugerindo a existência de elementar implícita no tipo penal que torne o crime próprio. O crime de manipulação do Mercado de Capitais é comum, notadamente, praticado mediante a realização de operações simuladas. Entretanto, a ofensividade da conduta, quando caracterizada pela divulgação de informações, é dependente da posição – efetiva ou fraudulenta – do agente como garante da política de *disclosure*.

⁵⁴⁴ Ibidem. p. 148.

⁵⁴⁵ Ibidem. p. 61.

⁵⁴⁶ VEIGA. *Op.cit.* 2001. p. 170.

Ocorre que essa posição de garante não deve ser examinada somente formalmente. Evidentemente, a condição de garante dos profissionais do Mercado de Capitais registrados e os administradores de companhias abertas é explícita. Porém, há situações em que o agente não possui formalmente essa posição de garante, mas apresenta-se dessa maneira. O engano, nesse caso, inicia-se já em momento anterior, com o agente induzindo ou mantendo em erro o destinatário das informações, que acredita estar dialogando com fonte juridicamente fidedigna, segundo a concepção estabelecida pelo Ordenamento Jurídico, ou seja, com fonte profissional de informações sobre o Mercado de Capitais.

Contudo, é importante registrar que essa possibilidade de repressão pela manipulação baseada em informações não mitiga nenhum dos requisitos delineados para aplicação do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 e, além disso, exigirá a presença dos requisitos do art. 27-E do mesmo diploma.

Por outro lado, a hipótese não se restringe ao concurso entre os crimes tipificados no art. 27-C e no art. 27-E da Lei nº 6.385/1976. Retornando à perspectiva de análise a partir do âmbito da norma constitucional de Liberdade de Expressão, a possibilidade de repressão decorre da caracterização dessa prestação de informações como discurso comercial, portanto, como discurso de proteção mitigada. O concurso entre a manipulação baseada em informações e o exercício irregular de profissão somente exemplifica de forma objetiva essa possibilidade.

3.3.2.2 A harmonização da restrição da tipicidade material da manipulação baseada em informações com a nova redação do tipo de *insider trading* pela Lei nº 13.506/2017

A redação do art. 27-D da Lei nº 6.385/1976, dada pela Lei nº 13.506/2017, vai ao encontro da inclusão do § 4º do art. 155 da Lei nº 6.404/1976⁵⁴⁷, pela Lei nº 10.303/2001. Esse último dispositivo proíbe “a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários”. O tipo de *insider trading*, na redação vigente, não é crime próprio. A política criminal contra o uso de informações privilegiadas não se

⁵⁴⁷ Art. 155. § 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

restringe à tutela da política de *disclosure* por profissionais, mas alcança todos que tenham acesso a informações relevantes ainda não divulgadas⁵⁴⁸.

Estabeleceu-se, portanto, como pressagiado pela SCOTUS, “dever geral entre todos os participantes nas transações do mercado de abster-se de operar com informações relevantes não divulgadas”⁵⁴⁹. Essa constatação exige harmonização entre esse dever geral de lealdade com a restrição material da incidência típica do art. 27-C, quanto à manipulação baseada em informações.

Afinal de contas, esse dever alcança, também, a abstenção de disseminar informações não-verdadeiras? De fato, não. Desde a perspectiva constitucional, a Liberdade de Expressão somente é restringida quando o agente, por relações negociais, assume o papel de garantidor da prestação de informações fidedignas.

Quando se examina a ofensividade da conduta de *insider trading*, a questão central está na quebra de confiança da competição em condições equitativas, que decorre da operação com informações privilegiadas. Já no caso da manipulação baseada em informações, pode-se ter como resultado essa quebra de condições equitativas. Porém, essa consequência depende da adesão dos destinatários da informação não-verdadeira (e de múltiplos fatores incontrolláveis, mas que também operam no caso do *insider trading*). Na perspectiva da regra de responsabilidade intransferível pela decisão de investimento, justifica-se, nesse caso, a restrição da tipicidade material do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976.

3.3.2.3 Excurso: o regime de erro na persecução penal da manipulação do mercado de capitais baseada em informações

Não existe coincidência absoluta entre a conduta de divulgar informações falsas, incompletas, exageradas ou tendenciosas sobre valores mobiliários e a conduta – criminalizada – de executar “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”.

⁵⁴⁸ MENDONÇA NETTO, Horácio de; EIZIRIK, Nelson Laks. **Op.cit.** 1978. p. 17.

⁵⁴⁹ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Chiarella v. United States**, 445 US 222, 1980. Disponível em: <https://supreme.justia.com/>. Acesso em: 6 mar. 2021. tradução livre.

Frise-se, não se pune a divulgação de informações falsas, incompletas, exageradas ou tendenciosas, mas “manobras fraudulentas” cometidas com específicos fim e intenção. Em tese, essas modalidades de informações não-verdadeiras podem se caracterizar como manobras fraudulentas. Entretanto, não basta a prova da falsidade da informação para justificar a intervenção Estatal, notadamente, mediante persecução penal. A interferência justificada exclusivamente por esse motivo, isto é, pelo caráter não-verdadeiro de informações, encontra nítidos limites na Cláusula Constitucional da Liberdade de Expressão.

A ação Estatal repressora de atos comunicativos baseados em informações falsas, incompletas, exageradas ou tendenciosas se justifica caso exista o estado subjetivo do agente, caracterizado pelo conhecimento do caráter não-verdadeiro das informações, pela intenção de enganar, pela idoneidade do ato comunicativo a cumprir esse intento, ou seja, idoneidade de induzir em erro o destinatário e, ainda, pela quebra de dever de prestar informação fidedigna, estabelecido por relações negociais.

Esta categoria de ato comunicativo – especificamente delimitada, em seu aspecto objetivo e subjetivo – não é protegida pela Liberdade de Expressão: o emprego consciente e intencional de informação não-verdadeira, para, mediante violação de dever de prestar informação fidedigna, induzir em erro os destinatários e lhes causar danos.

Há particularidades, porém, da manipulação baseada em informações. A indução em erro, no caso específico desse delito, não é voltada a pessoas específicas, mas ao Mercado de Valores Mobiliários. Ora, principalmente agentes profissionais do Mercado de Capitais têm melhores condições – ou, até mesmo, dever jurídico – de compreender o seu impacto deletério para o “Mercado”. A negativa desse conhecimento é bastante plausível para o cidadão que não seja investidor profissional ou qualificado, administrador de companhia aberta ou agente de instituição financeira, ainda que conclusão a esse respeito só possa ocorrer no caso concreto.

Enfim, mais precisamente, são agentes profissionais que possuem precipuamente o conhecimento de como instrumentalizar a disseminação (*dissemination*) dessas informações não-verdadeiras para “elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário”, articulando racionalmente essa conduta para obter vantagens indevidas, lucro ou causar danos a terceiros.

Nessa senda, ganha relevo na aplicação concreta do enunciado normativo o regime do erro quanto aos elementos normativos do tipo penal, em especial, quanto ao fim de “elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário”. É preciso

que haja o direcionamento intencional da ação, isto é, da manobra fraudulenta, para induzir os agentes de Mercado destinatários da informação não-verdadeira em erro, de modo que esse erro eventualmente afete a cotação, o preço ou volume negociado do valor mobiliário manipulado.

Como explica Veiga, ainda que se referindo ao tipo de injusto português⁵⁵⁰:

A regularidade do mercado é uma realidade extremamente complexa, como o legislador reconhece pelos vários desdobramentos que dá à figura. Daí que só tenha sentido punir criminalmente uma conduta se o agente tiver real conhecimento de que com o facto está a desvir a função que o mercado deve desempenhar através do acto praticado. Restringe-se a punição, não por via de uma qualquer vontade, não por via de uma qualquer ponderação de valores (indeterminável, como já vimos), mas através de um especial regime do erro.

Portanto, é preciso atentar para a necessidade de valorações probatórias e axiológicas distintas nos casos de imputação de manipulação praticadas por leigos. Nessas situações, quando os acusados não são profissionais do Mercado, é plausível a hipótese de falsa representação da realidade pelo agente, quanto a elementos normativos do tipo do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, de sorte que o ônus imposto à acusação deve ser mais exigente quando se impute como manipulação conduta alheia ao âmbito normal das relações entre investidores.

Porém, veja-se que o “recorte material da incidência típica”⁵⁵¹ do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, a partir da Cláusula Constitucional da Liberdade de Expressão, não decorre do próprio texto do tipo penal, mas da sua análise a partir do âmbito da Norma Constitucional. Nesse cenário, é dispensável o recurso ao regime de erro. Essa necessidade de valorações probatórias e axiológicas distintas tão somente reforça a perspectiva de que não é excepcional no Ordenamento Jurídico Brasileiro essa distinção entre agentes profissionais e leigos.

3.3.2.4 A questão dos investidores profissionais e dos investidores qualificados

Existem certos poupadores que adquirem posição de autoridade, às vezes pelo volume de recursos investidos – de sorte que seus movimentos causam nitidamente impacto nos preços e volumes negociados dos valores mobiliários – em outros casos simplesmente pelo valor atribuído socialmente às suas opiniões.

⁵⁵⁰ VEIGA. *Op.cit.* 2001. p. 68-72.

⁵⁵¹ SCHMIDT. *Op.cit.* 2018. p. 676.

A Instrução CVM nº 539/2013, em seus arts. 9º-A e 9º-B, define as categorias de investidores profissionais e qualificados. Além de instituições do SFN e profissionais do Mercado de Capitais, são considerados investidores profissionais aqueles que possuam aplicações em valor superior a R\$ 10.000.000,00 e que atestem por escrito essa condição (art. 9º-A, IV) e investidores qualificados aqueles com aplicações em valor superior a R\$ 1.000.000,00 e que, também, atestem por escrito essa condição (art. 9º-B, II). Também são considerados investidores qualificados aqueles que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários (art. 9º-B, III).

Esses agentes do Mercado não possuem, de *per si*, dever de prestação de informações fidedignas. Esse dever pode resultar de relações negociais paralelas, mas não é inerente à condição de investidor profissional ou qualificado. Por exemplo, o investidor profissional pode adquirir poder de controle sobre determinada companhia aberta, caso em que se torna administrador de fato dela. O investidor qualificado pode, irregularmente, exercer função profissional como agente autônomo de investimento, administrador de carteira, analista ou consultor de valores mobiliários.

Sem que existam essas relações negociais paralelas, e ainda que adquiram posição de autoridade perante o Mercado de Capitais, os investidores profissionais ou qualificados não estão sujeitos à punição por manipulação baseada em informações. Isso não exclui a análise casuística da existência de outra modalidade de fraude – como estelionato – que justifique a interferência Estatal. Porém, a disseminação geral de informação reputada não-verdadeira ou até mesmo enganosa, pelos investidores, sem que se caracterize discurso comercial, encontra-se no âmbito de proteção da Cláusula Constitucional da Liberdade de Expressão, sendo responsabilidade dos destinatários dessa informação assumir as consequências da opinião de investimento a que chegarem, após sua análise.

3.3.3 *Overbreadth doctrine* e o controle de constitucionalidade do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976

É importante investigar se, apesar da restrição da tipicidade material da manipulação baseada em informações, a amplitude semântica do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 tem efeitos colaterais que justificariam mais rigoroso controle de constitucionalidade da norma.

No Ordenamento Jurídico Brasileiro, o art. 5º, XXXIX, da CRFB/88, prevê o Princípio da Legalidade em matéria penal, repetindo a fórmula clássica do art. 1º do Código Penal: “não há crime sem lei anterior que o defina, nem pena sem prévia cominação legal”. Segundo o Ministro aposentado Celso de Mello, do STF, o dispositivo prevê o “postulado da reserva constitucional absoluta de lei em sentido formal”, em matéria penal⁵⁵². Detalhando esse postulado, o Ministro aposentado afirma, em outro julgado⁵⁵³:

Em matéria penal, prevalece o dogma da reserva constitucional de lei em sentido formal, pois a Constituição da República somente admite a lei interna como única fonte formal e direta de regras de direito penal, significar, portanto, que as cláusulas de tipificação e de cominação penais, para efeito de repressão estatal, subsumem-se ao âmbito das normas domésticas de direito penal incriminador, regendo-se, em consequência, pelo postulado da reserva de Parlamento.

Reconhecendo que “o tipo penal constitui importante mecanismo de garantia do acusado”⁵⁵⁴, o Constituinte impôs a definição das condutas criminosas e das suas penas por lei, em sentido formal. Ou seja, somente o Congresso Nacional, após devido processo legislativo, pode criminalizar uma conduta. Os Poderes Executivo e Judiciário ficam adstritos às disposições editadas pelo Legislativo, no exercício do *ius puniendi*, não podendo suprir omissão, mesmo inconstitucional, do Parlamento⁵⁵⁵.

⁵⁵² BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Recurso em Habeas Corpus nº 130.738**. Decisão monocrática. Relator: Celso de Mello. Data do julgamento: 1 jul. 2016. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/jurisprudencia/>. Acesso em 3 mar. 2021.

⁵⁵³ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Agravo Regimental no Recurso em Habeas Corpus nº 121.835**. Órgão julgador: Segunda Turma. Relator: Celso de Mello. Data do julgamento: 13 out. 2015. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/jurisprudencia/>. Acesso em 3 mar. 2021.

⁵⁵⁴ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Inquérito nº 1.145**. Órgão julgador: Plenário. Relator: Gilmar Mendes. Data do julgamento: 19 dez. 2006. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/jurisprudencia/>. Acesso em 3 mar. 2021.

⁵⁵⁵ A propósito, tolerando amplamente a supressão de vácuos normativos pela aplicação direta da Constituição e rejeitando essa hipótese somente para fins penais: MORO, Sérgio Fernando. **Direitos fundamentais contra o crime**. In: Direito constitucional brasileiro: teoria da constituição e direitos fundamentais. Clèmerson Merlin Clève (Coord.). São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014. vol. 1.

Decorre do Princípio da Legalidade em matéria penal a possibilidade de controle de constitucionalidade dos tipos em que não haja suficiente definição da conduta, portanto, em que a delimitação da conduta típica seja excessivamente vaga ou abrangente.

Nesses casos, como explica Costa Ferreira, por que o legislador se utiliza “expressões demasiadamente abertas que acabam por restringir, obliquamente, espaços legítimos de exercício de tais direitos fundamentais”⁵⁵⁶, a norma é considerada inconstitucional. Trata-se da chamada *overbreadth doctrine*. Como explica o autor, “a *overbreadth doctrine* busca endereçar a excessiva abertura de normas veiculadoras de limites a direitos fundamentais”⁵⁵⁷.

Reinzi e Buck esclarecem que a *overbreadth doctrine*, na esteira de precedentes da SCOTUS, visa a assegurar que as normas que regulam condutas devem alertar devidamente os cidadãos, para que as pessoas possam entender o que é proibido e se comportar de forma adequada, fornecer padrões explícitos de aplicação, para que não haja *enforcement* arbitrário e discriminatório, bem como não inibir o exercício de direitos fundamentais, o que ocorre quando a norma é vaga e os cidadãos se veem compelidos a se afastar da zona de possível, mas incerta, proibição⁵⁵⁸.

Posner explica a *overbreadth doctrine*, no âmbito do direito à Liberdade de Expressão, sob a perspectiva econômica⁵⁵⁹. Para o professor de Chicago, a exigência de tipificação estrita das condutas proibidas decorre da fragilidade econômica dos atos comunicativos, isto é, a baixa lucratividade para o emissor – decorrente da inexistência de titularidade sobre a informação após sua emissão, pois ela é apropriada imediatamente pelos destinatários. É necessário que o Estado reduza as assimetrias de informação, através da redação de leis claras a respeito das limitações ao exercício da Liberdade de Expressão. Caso contrário, o desincentivo ao amplo exercício dessa liberdade pode fazer com que a curva de oferta de informações não cruze mais a de demanda por informações.

Essa mesma perspectiva é corroborada pela estrutura conceitual proposta por Farber⁵⁶⁰. O autor também conclui pela necessidade de evitar restrições legais vagas ao exercício da Liberdade de Expressão, porém, não exatamente pela constatação do efeito

⁵⁵⁶ COSTA FERREIRA, Gustavo. **Responsabilidade sancionadora da pessoa jurídica**: critérios para aferição da sua ação e culpabilidade no direito administrativo sancionador. Belo Horizonte: Dialética, 2019, p. 112.

⁵⁵⁷ Ibidem.

⁵⁵⁸ RIENZI, Mark L.; BUCK, Stuart. **Federal Courts, Overbreadth, and Vagueness**: Guiding principles for constitution challenges to uninterpreted state statutes. *Utah Law Review*, v. 381, 2002.

⁵⁵⁹ POSNER. **Op.cit.** 1986. p. 46-48.

⁵⁶⁰ FARBER. **Op.cit.** 1991, p. 568-571.

inibidor, isto é, da consequência negativa da legislação, mas pela desconformidade dessa técnica legislativa com a teleologia de incentivar a produção de informações.

Aliás, isso explica a tolerância maior com regras vagas, por exemplo, em matéria de *comercial speech*. No caso do discurso comercial, existem incentivos econômicos diversos à produção da informação, que não estão presentes, por exemplo, na crítica política às autoridades constituídas⁵⁶¹. Essa distinção é importante, porque valida a maior preocupação quanto à legitimidade constitucional da punição, como manipulação baseada em informações, de atos comunicativos de cidadãos que não atuem comercialmente no Mercado de Capitais.

Veja-se um exemplo em que se poderia acabar por “restringir, obliquamente, espaços legítimos de exercício de tais direitos fundamentais”⁵⁶².

É possível que, de forma engenhosa, altere-se as condições de oferta e demanda de determinado valor mobiliário através de boicote fraudulento a determinada companhia aberta, portanto, através de boicote intencionalmente concebido para induzir em erro os destinatários da falsa mensagem de protesto. Essa é hipótese formalmente tipificável de manipulação baseada em informações.

Contudo, situação assim exige valoração probatória e axiológica absolutamente distinta do caso em que agente profissional do Mercado divulga a poupadores informações não-verdadeiras para os induzir em erro, estimulando-os à tomada de decisão de investimento que favoreça a sua carteira (notadamente, quando esse curso de ação induzido pelo agente contradiz a sua própria estratégia de investimento). No caso do boicote, há aparente presença de todos os requisitos típicos, inclusive disseminação de informações não-verdadeiras, mas não existe, *prima facie*, a violação de subjacente dever de prestar informação fidedigna na indução dos agentes de Mercado em erro.

As categorias da estrutura conceitual do modelo econômico de Posner permitem refinar essas distinções⁵⁶³. No caso do boicote, o custo social da supressão de informações valiosas e o custo por erros na precificação de informações desejáveis e indesejáveis é muito maior. Há mais valores em jogo – e não só econômicos – quando se escapa do âmbito ordinário das relações entre os agentes de mercado. Ademais, no caso do agente profissional do Mercado que divulga informações não-verdadeiras, o agravo e a probabilidade de sua ocorrência são

⁵⁶¹ FARBER. *Op.cit.* 1991, p. 564-567.

⁵⁶² COSTA FERREIRA. *Op.cit.* 2019, p. 112.

⁵⁶³ BLASI, Vincent. **The pathological perspective and the first amendment**. *Columbia Law Review*, v. 85, n. 3, apr. 1985, p. 449-514. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1122510>. Acesso em: 2 jun. 2020.

mais claros, porque a propagação ocorre em canais de comunicações estabelecidos por prévias relações negociais.

Ora, quando o administrador de companhia aberta divulga informação não-verdadeira ao Mercado, ela repercute na cadeia de canais de comunicação estabelecida em razão dos múltiplos vínculos negociais existentes. Em outras palavras, sua audiência são todos os consumidores (inclusive seus investidores), seus fornecedores (como instituições financeiras e auditores) e as pessoas vinculadas à empresa (diretores, empregados, seus familiares). Da mesma forma, quando agentes de instituições do SFN divulgam informação não-verdadeira, a audiência presumível, portanto, o agravo e a probabilidade de sua ocorrência, é ainda maior. Esses atos comunicativos empregam a marca das instituições da qual emanam. Eles se apresentam com caráter oficial.

Retomando o exemplo, o boicote pode ser, e normalmente será, somente protesto realizado com o fim de causar dano à imagem e lucros cessantes a determinada companhia, e inclusive destinado a impactar a cotação, o preço ou o volume negociado de seus valores mobiliários. Mas não será manobra punível pelo Estado. Primeiramente, porque ausente o emprego consciente e intencional de informação não-verdadeira, para induzir em erro o destinatário e lhe causar dano (atipicidade formal). Em segundo lugar, porque pode não existir o dever dos envolvidos no boicote de prestação de informações fidedignas ao Mercado de Capitais (atipicidade material).

É necessário, então, o refinamento do conceito de fraude, conjugando o caráter falso da informação ao elemento subjetivo do agente, não somente como consciência, mas como consciência e vontade maliciosa de causa dano. Esse controle da tipicidade formal, por si só, permite a melhor delimitação do alcance do tipo penal do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 – agregando-se ainda o especial regime de erro quando não se trata de agentes profissionais. Ainda assim, para melhor resguardar o direito à Liberdade de Expressão, introduz-se recorte da tipicidade material, exigindo-se que o agente possua dever de prestação de informações fidedignas ao Mercado de Capitais.

Nessa perspectiva, apesar da amplitude semântica do tipo art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, não há desproporcional invasão de espaços legítimos de exercício de direitos fundamentais. Porém, essa conclusão não deve ser empregada ignorando o quadro teórico que coloca sob suspeita as interferências estatais contra atos comunicativos. A punição de conduta consistente em disseminação de informações, portanto, de ato comunicativo, exige, sempre, a análise casuística da compatibilidade constitucional. Entretanto, a criminalização da

manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações não demanda restrição mediante declaração de inconstitucionalidade do tipo penal em controle abstrato.

3.3.4 Nota final: a regulação economicamente eficiente do Mercado de Capitais e a tutela constitucional da Liberdade de Expressão segundo o Princípio da Eficiência Econômico-Social

A regulação Estatal do Mercado de Valores Mobiliários deve efetivar os objetivos constitucionais de proteção da poupança e de criação de condições para o desenvolvimento nacional, sendo a confiança no SFN pelos investidores nacionais e estrangeiros ponto essencial à realização desses objetivos. Isso exige a repressão de condutas desleais, que violam o “livre jogo da oferta e da procura”⁵⁶⁴, como a manipulação do Mercado de Capitais.

Essa atividade regulatória se desenvolve, portanto, não exclusivamente a partir da perspectiva de eficiência econômica. Ora, a eficiência econômica do SFN não deve ser negligenciada, entretanto, os fins constitucionais de proteção da poupança e de desenvolvimento nacional, por si sós, impedem a compreensão da regulação exclusivamente em torno da perspectiva econômica. Do contrário, em certos campos, a regulação inclusive deveria ser inexistente – de modo a maximizar a eficiência pelo livre mercado.

Como explicam Gonçalves e Stelzer, ao tratar do Princípio de Eficiência Econômico-Social (PEES), a regulação deve considerar “o reflexo social e o custo externo imposto à sociedade presente; ou mesmo, futura, de forma a serem compensados, na totalidade, os prejuízos impostos pelo ganho presente das partes envolvidas”⁵⁶⁵. Em suma, segundo os autores, há “funções não mercadológicas, variáveis que devem ser internadas no cálculo econômico”⁵⁶⁶.

Como destacam Gonçalves e Stelzer, em outro ensaio, não pode haver “desvinculação, por parte do Estado, de políticas sociais protetoras dos indivíduos e das

⁵⁶⁴ CAVALI. *Op.cit.* 2017. p. 148.

⁵⁶⁵ GONÇALVES, Everton das Neves; STELZER, Joana. **Princípio da Eficiência Econômico-Social no Direito Brasileiro: a tomada de decisão normativo-judicial.** Revista Sequência. UFSC, Florianópolis, SC, Brasil, v. 35, n. 68 (2014). Disponível em: <https://www.scielo.br/pdf/seq/n68/12.pdf>. Acesso em: 12 dez. 2020.

⁵⁶⁶ *Ibidem.*

coletividades no desenrolar do processo econômico”, e tais políticas derivam da Constituição, porque “a Constituição define a principiologia fundante do sistema jurídico”⁵⁶⁷.

Além de valores sociais distintos da maximização de acumulação riquezas, mas ainda afetos à dimensão econômica da vida comunitária (como a distributividade), os vetores axiológicos estabelecidos para regulação do SFN estão insertos no Texto Constitucional e, nesse aspecto, é preciso harmonizá-los – como sistema – ao restante dos vetores axiológicos estabelecidos na Norma Constitucional para ordenação da vida comunitária.

Na presente dissertação, investigou-se como interagem, de modo a produzir Eficiência Econômico-Social, a Liberdade de Expressão e o Princípio subjacente da Neutralidade Constitucional com o Direito Econômico, especialmente, com a regulação do Mercado de Capitais e a criminalização da manipulação do mercado pelo art. 27-C da Lei nº 6.385/1976. A interação foi examinada seguindo-se métodos da AED, em específico, da Análise Econômico-jurídica da Liberdade de Expressão, para que não se ignore a necessidade de eficiência das proposições jurídicas em relação aos seus fins declarados.

Essa harmonização sistêmica dos vetores axiológicos constitucionais se estabelece com o recorte material da incidência típica do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, impedindo a punição da disseminação de informações reputadas não-verdadeiras por agentes que não o tenham feito em violação de deveres negociais, isto é, em violação de papel social que lhes imponha a obrigação de prestação de informações fidedignas.

Os agentes profissionais do Mercado ou, mais precisamente, os agentes com atuação comercial no mercado têm sua Liberdade de Expressão potencialmente restringida, sujeitando-se à repressão penal em caso de disseminação de informações falsas, incompletas, exageradas ou tendenciosas – dentro dos requisitos de tipicidade impostos pelo Legislador, a serem verificados caso a caso.

Por outro lado, os investidores em geral – ainda que profissionais ou qualificados, que não atuam comercialmente no Mercado de Capitais, isto é, estabelecendo relações que lhes imponha dever de prestação de informações fidedignas – não se sujeitam a essa repressão penal. A eles é assegurada ampla Liberdade de Expressão, de modo a não esvaziar a regra de

⁵⁶⁷ GONÇALVES, Everton das Neves; STELZER, Joana. **O Direito Econômico: Extraordinário Instrumento de Desenvolvimento**. In: XVIII Encontro Preparatório para o Congresso Nacional do Conselho Nacional de Pós-Graduação em Direito - CONPEDI, 2009, Maringá, PR. Florianópolis, SC: Fundação Boiteux, 2009. v. 5. p. 2727-2761. Disponível em: http://www.publicadireito.com.br/conpedi/anais/36/05_1223.pdf. Acesso em: 12 dez. 2020.

responsabilidade intransferível pela decisão de investimento. Todo poupador deve estar ciente do princípio da inerência do risco nas operações de investimento e, assim, da necessidade de formar sua opinião a partir de fontes de informação fidedignas. Seus concorrentes no Mercado de Capitais – isto é, os outros investidores – não são presumidamente confiáveis.

Ao mesmo tempo, o Regulador do Mercado de Capitais não pode ser confundido como editor das opiniões a respeito dos valores mobiliários e das opiniões a respeito das companhias abertas.

Como se extrai de Posner, esse alcance da regulação – abrangendo todos os ruídos e falsos alarmes – nem sequer seria economicamente eficiente, impondo altos custos ao Estado sem contrapartidas claras⁵⁶⁸. Em outras palavras, é economicamente mais eficiente transferir, prévia e explicitamente, essa responsabilidade pela filtragem e análise da informação ao investidor, reafirmando o princípio *caveat emptor* (o risco é de quem compra). A alocação de recursos destinados à regulação, nesse sentido, deve focar os agentes profissionais, para criar o ambiente de confiança propício à proteção da poupança e ao desenvolvimento nacional.

Escapa-se, assim, dos cenários de desequilíbrio. A ausência de controle da fidedignidade do fluxo de informações a respeito de valores mobiliários tende a fulminar a confiabilidade do Mercado, ainda que maximizando a Liberdade de Expressão. Já o controle excessivo de atos comunicativos, sob justificativa de regulação do Mercado de Valores Mobiliários, caminha na direção de ilegítima inibição ao exercício do direito fundamental à livre manifestação do pensamento, sendo, igualmente, de eficiência questionável, diante dos custos exigidos para o *enforcement* de legislação desse tipo.

Em outros termos, é necessário ponderar o custo social – consistente na restrição da Liberdade de Expressão – resultante da imposição de dever geral de prestação de informações fidedignas.

Mais do que isso, é preciso avaliar as consequências à eficiência econômica do Mercado de Capitais decorrentes da excessiva mitigação do princípio *caveat emptor*, aqui enfatizado como regra de responsabilidade intransferível pela decisão de investimento ou princípio da inerência do risco nas operações de investimento. Aqueles que realizam negociações com valores mobiliários devem estar plenamente cientes de que, como regra, arcarão com as consequências de sua opinião materializada em operação de investimento.

⁵⁶⁸ POSNER. *Op.cit.* 1986. p. 13-19.

Por outro lado, nível adequado de segurança quanto às informações em circulação a respeito de valores mobiliários deve ser assegurada pelo Estado Brasileiro, cultivando a confiança dos poupadores e, assim, dando eficiência ao Mercado.

O equilíbrio está na delimitação da extensão desse dever de prestação de informações fidedignas. Não se deve estabelecê-lo como dever geral. Os cidadãos comuns ou os cidadãos que não possuem papéis sociais especiais na promoção e defesa do Mercado de Capitais⁵⁶⁹ devem ter sua Liberdade de Expressão amplamente protegida no que diz respeito à formação de opinião e comunicação de juízos de fato ou de valor a respeito de valores mobiliários, de companhias abertas, de instituições do SFN e do próprio Estado Regulador.

Os atos comunicativos do cidadão comum, ainda que considerados intencional disseminação de informações não-verdadeiras, ainda que alterem a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, devem ser “regulados” pelo próprio Livre Mercado de Ideias.

A regulação do Mercado de Valores Mobiliários não pode se encaminhar ao controle desse fluxo de informações, criando ambiente econômico-jurídico de mitigação da responsabilidade individual pela decisão de investimento, desviando a atenção do Regulador para *players* aos quais não foram atribuídos juridicamente papéis sociais especiais de promoção e defesa do Mercado de Capitais e, não menos importante, implementando efeito inibidor ao exercício da livre manifestação do pensamento a respeito de companhias abertas, seus valores mobiliários e outras matérias relacionadas.

A regulação que atenda à Eficiência Econômico-Social e, portanto, às diretrizes constitucionalmente impostas para o SFN, deve assegurar espaço de liberdade de pensamento e expressão aos poupadores, para que eles desenvolvam pensamento crítico quanto às informações em circulação e busquem conhecer as fontes presumidamente fidedignas, confiando somente nos agentes de mercado que possuem o dever específico de garantir a qualidade da informação ao investidor, mas, também, assumindo claramente a responsabilidade pelas suas decisões de investimento.

A alocação de recursos com fins regulatórios, portanto, deve se concentrar nos agentes com deveres de defesa do Mercado. Eles devem ser vistos, de forma geral, como *gatekeepers* e detentores de informações fidedignas, sendo responsáveis em caso de quebra

⁵⁶⁹ VEIGA. *Op.cit.* 2001. p. 170.

dessa expectativa, inclusive, mediante aplicação de sanções penais, quanto atuarem dolosamente e estarem preenchidos os requisitos típicos do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976.

CONCLUSÃO

Explorou-se na presente dissertação a relação entre a Tutela Constitucional da Liberdade de Expressão e a repressão penal da manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações, com base no art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, objetivando-se identificar a necessidade de restrição da tipicidade material do crime, para compatibilizar a incriminação com aquele direito fundamental.

No Primeiro Capítulo, foram apresentadas as premissas da regulação do Mercado de Capitais, conforme estabelecido pela Constituição Federal, pela legislação e pela doutrina: a distribuição justa do risco dos investimentos, mediante acesso adequado à informação; o desenvolvimento econômico, através do estabelecimento de confiança pelos investidores; e, a redução dos custos de transação. Enfatizou-se que essas premissas convergem na tutela da informação, que recebe o reforço da tutela penal, através dos tipos dos arts. 27-C, 27-D e 27-E da Lei nº 6.385/1976.

Pontuou-se que não há no Mercado de Capitais, como no Mercado de Crédito, a concentração de risco pelas instituições financeiras, pois seu caractere distintivo é a assunção notória de riscos pelos investidores. Essa constatação do risco, como realidade irrefragável das operações com valores mobiliários, permite atribuir, juridicamente, conjunto especial de direitos e, também, de responsabilidades ao investidor. Trata-se da regra de responsabilidade intransferível pela decisão de investimento ou do princípio da inerência do risco nas operações de investimento. A regulação, dentro dessa premissa fundamental, busca assegurar a disponibilização de informação adequada, garantindo oportunidades iguais de negociação de valores mobiliários aos poupadores, mas preservando ambiente jurídico de liberdade com responsabilidade individual.

Além disso, explicitou-se que a regulação do Mercado de Valores Mobiliários no Brasil não ocorreu tanto em resposta a problemas identificados na práxis econômica, mas, principalmente para criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, atraindo o capital. Conforme breve recomposição da trajetória histórica do Mercado de Capitais no Brasil, foi-se criando ambiente de maior segurança jurídica, para conquistar a confiança dos investidores quanto às regras do jogo. Foram estabelecidas regras para proteção da propriedade do investimento, prevenção e repressão de práticas comerciais não equitativas, emissões irregulares, atos ilegais de administradores,

acionistas controladores e administradores de carteira, uso de informação privilegiada, manipulação do mercado e garantia de acesso equitativo dos investidores a informações adequadas.

Sintetizou-se que as premissas da regulação do Mercado de Capitais buscam o fim de reduzir custos de transação, isto é, os custos para efetivação de negociações de valores mobiliários. Destacou-se, assim, que o principal custo de transação envolvido em operações no mercado de capitais são os custos de informação. Por isso, as regras de *disclosure* e, também, o credenciamento de intermediários, com qualificação para avaliar determinadas informações, existem para reduzir as assimetrias de informação e, portanto, os custos envolvidos, de modo que haja condições de alocação inicial de poupança no Mercado de Capitais e seja viabilizada a (re)alocação eficiente dos recursos investidos.

Na sequência, demonstrou-se que o objetivo de proteção e promoção da poupança popular, a necessidade de estabelecimento de condições para a confiança dos investidores no Mercado de Capitais e a finalidade de diminuição dos custos de transação convergem na tutela jurídica da informação. Apresentou-se, então, modos de realização da tutela da informação e os principais responsáveis por assegurar sua fidedignidade: o registro da companhia aberta, de responsabilidade dos administradores, que também possuem dever geral de informar; as informações financeiras, com papel fundamental dos auditores independentes; o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, com *fidúcia do underwriter*; a relação de consumo entre investidores e os atores do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, como agentes autônomos de investimento, analistas de valores mobiliários, consultores de valores mobiliários e administradores de carteira.

Encerrando o Primeiro Capítulo, introduziu-se aspectos da tutela penal do Mercado de Capitais, com considerações a respeito dos arts. 27-C, 27-D e 27-E da Lei nº 6.385/1976, introduzidos pela Lei nº 10.303/2001 e com redação alterada pela Lei nº 13.506/2017, bem como apresentou-se o problema de pesquisa.

Discorreu-se sobre o crime de *insider trading* e as questões subjacentes do caráter informativo dos preços e da eficiência econômica da punição do uso de informações privilegiadas, destacando-se que o foco principal quando se examina a lesividade da conduta de *insider trading*, está na quebra de confiança da competição em condições equitativas, sendo que há grau mais intenso de proteção sistêmica, no prisma de confiabilidade dos investidores em relação aos detentores de papéis especiais na promoção e defesa do Mercado de Capitais, quando o aproveitamento da *inside information* se manifesta, simultaneamente, como manobra

fraudulenta de omissão de informação, para impedir a reação tempestiva daqueles com direito ao *disclosure* e estabelecer condições artificiais de oferta e demanda.

Então, ao final do Primeiro Capítulo, introduziu-se o problema de pesquisa, apresentando-se a distinção entre a manipulação do Mercado de Capitais baseada em operações (*trade-based market manipulation*), ações (*action-based*) e informações (*information-based*), bem como panorama histórico da prática dessa conduta e de sua repressão pelo Estado. Registrou-se que a tipificação da manipulação baseada em informações depende de hermenêutica que confira essa amplitude semântica ao art. 27-C da Lei nº 6.385/1976. Trouxe-se, então, casos de manipulação baseada em informações, de modo a constatar a tensão entre essa interferência Estatal e a Cláusula Constitucional da Liberdade de Expressão.

No Segundo Capítulo, de modo a explorar a tensão entre os interesses envolvidos na proteção do Mercado de Capitais brasileiro e a garantia constitucional da Liberdade de Expressão, investigou-se esse direito fundamental, explorando-se o âmbito de proteção da norma constitucional, desde o sentido literal do texto normativo até a sua teleologia, sintetizada na formulação do Princípio da Neutralidade Constitucional, e os meios de aproximação entre a Liberdade de Expressão e o Mercado de Capitais, através da concepção do Livre Mercado de Ideias e da Análise Econômico-jurídica da Liberdade de Expressão.

Trouxe-se à tona que, segundo a doutrina, são atos comunicativos suscetíveis, *prima facie*, de proteção pelo direito à Liberdade de Expressão o preenchimento de formulário de referência de companhia aberta, a elaboração de demonstrações financeiras e de parecer a respeito delas, a redação de prospecto de emissão de valores mobiliários, a divulgação de fato relevante e a prestação de outras informações aos investidores, a oferta de produtos financeiros, a apresentação de ordem de compra ou venda no pregão e a troca de informações do público em geral a respeito de valores mobiliários.

Partindo da premissa de que alguma medida de interferência Estatal contra atos comunicativos é necessária, demonstrou-se que a Constituição deve conferir validade aos níveis normativos inferiores – e não o contrário. Por isso, a princípio, diante da redação das proposições normativas constitucionais que tutelam a Liberdade de Expressão, existe impulso centrífugo de proteção de todo ato comunicativo não-anônimo.

Procedeu-se, então, depuração hermenêutica, em bases distintas das meramente textuais, explorando-se a dimensão institucional da Liberdade de Expressão, que protege a atividade da Imprensa, do Parlamento e das Universidades, para comprovar que a comunhão

teleológica de certas modalidades de discursos individuais com a *mens constitutionis* de modalidades discursivas protegidas a nível coletivo revela a possibilidade de algum grau de proteção *a posteriori*, mesmo em casos nos quais há violações de direitos de terceiros.

A partir da doutrina, apresentou-se as quatro razões de proteção da Liberdade de Expressão: a promoção do funcionamento da democracia, da busca da verdade e do conhecimento, da autonomia de consciência e do ensino da tolerância. A implicação mútua dessas razões, como se viu, é sintetizada no Princípio da Neutralidade Constitucional, formulado heurísticamente como vedação à imposição de verdades oficiais ou como vedação à proibição de opiniões quando a expressão do seu oposto é permitida. Nesse quadro, expôs-se a necessidade, desde a ótica da Tutela Constitucional da Liberdade de Expressão, de colocar sob suspeita a incriminação da manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações quando se trata da imposição da opinião das autoridades estatais ou de verdade oficial.

Prosseguiu-se explicitando a existência de limitações práticas das construções normativas e, diante disso, a necessidade de levar em consideração os efeitos dos atos comunicativos desde fenomenologia da “expressão” como objeto de proteção jurídica, empregando-se para tanto teorias econômico-jurídicas.

Consignou-se que a semente da Análise Econômico-jurídica da Liberdade de Expressão está na metáfora do Livre Mercado de Ideias, exposta pelo *Justice* Holmes da SCOTUS em seu voto divergente no caso *Abrams*, e que é no contexto da jurisprudência norte-americana que a metodologia da AED foi empregada para estudo da Liberdade de Expressão. Por isso, recuperou-se o panorama da jurisprudência norte-americana sobre a Primeira Emenda da Constituição dos Estados Unidos da América, desde a visão do *Justice* Holmes, passando pelo teste de *Dennis*, proposto pelo Juiz Hand e validado pela SCOTUS, até o teste do ato antijurídico iminente de *Brandenburg v. Ohio*.

Finalmente, apresentou-se o marco teórico da Análise Econômico-jurídica da Liberdade de Expressão, desde suas origens até a formulação de Posner – baseada no teste de *Dennis* – cuja estrutura conceitual fornece ferramentas para descompactar o fenômeno da expressão do pensamento, nas categorias do agravo, da probabilidade de sua ocorrência, do momento de sua ocorrência, da taxa de desconto quando o agravo é futuro, da possível distinção entre o destinatário e a vítima, do custo social da supressão de informações valiosas e do custo por erros na precificação de informações desejáveis e indesejáveis. Na sequência, tratou-se da mitigada proteção do discurso comercial, explicada pela Análise Econômico-jurídica da Liberdade de Expressão. Comprovou-se que essa modalidade de discurso recebe tratamento

próprio pelos incentivos econômicos à sua produção e pela tensão com outras garantias, notadamente, com a garantia de proteção dos direitos dos consumidores à informação. Porém, reafirmou-se o problema da distinção *in concreto* entre o falso e o veraz, entre o adequado e o abusivo.

Concluindo o Segundo Capítulo, demonstrou-se que a extensão do âmbito de proteção da norma constitucional da Liberdade de Expressão para alcançar o discurso comercial restabelece o paralelismo entre o mercado de ideias e os mercados de bens e serviços e, mais especificamente, entre o mercado de ideias e o Mercado de Capitais. Em suma, as operações com valores mobiliários são valorações econômicas de opiniões sobre esses bens. Desse modo, enfatizou-se que as analogias do Mercado de Capitais com o “mercado de ideias” recomendam que a intervenção para regular o intercâmbio de informações ou a livre troca de opiniões sobre valores mobiliários ocorram somente quando atendidas as condições gerais de interferência Estatal em face de atos comunicativos. Assim, concluiu-se que as pessoas têm a liberdade de se manifestar a favor ou contra companhias abertas, opinar a respeito de valores mobiliários anunciados ou em circulação, criticar a atuação do Órgão Regulador e de seus agentes, não decorrendo de per se a impossibilidade da regulação do discurso comercial, tampouco impedimento à punição da manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações, desde que ocorra preciso delineamento dessa intervenção Estatal.

Finalmente, no Terceiro Capítulo, enfrentou-se o problema da tensão entre a criminalização da manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações e a regra constitucional da Liberdade de Expressão, apresentando-se as principais modalidades de manipulação do Mercado de Capitais, inclusive com descrição de casos de *market abuse* ocorridos no Brasil, explorando-se dogmaticamente o tipo penal do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 e, então, respondeu-se o problema da pesquisa.

Na análise tipológica, foram apresentadas as principais modalidades de manipulação do Mercado de Capitais, destacando-se que diante do caráter informativo dos preços, essencialmente, todas as formas de manipulação do Mercado de Capitais consistem na geração de informações que induzem investidores a erro, o que pode ocorrer de diversas maneiras. Além dos *modi operandi*, foram descritos casos brasileiros de manipulação: Operação Insider, Operação Marambaia e Operação Segredo de Midas.

Já na análise dogmática, explicitou-se a capacidade funcional alocativa do Mercado como bem jurídico tutelado pelo tipo penal do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, compreendida essa capacidade na perspectiva da liberdade de relações de oferta e procura, portanto, como

capacidade global e concreta do conjunto total de potenciais investidores de alocar eficientemente seus recursos no Mercado de Capitais brasileiro – prejudicada pelo cisalhamento informacional criado fraudulentamente através da conduta criminalizada.

Então, analisou-se os verbos núcleos e os elementos normativos do tipo, o fim da conduta exigido pelo Legislador e o elemento subjetivo especial necessário à criminalização. Concluiu-se que a criminalização da manipulação baseada em informações possui fundamento legal, não sendo hermeneuticamente insustentável a subsunção da disseminação de informações falsas ao conceito de “manobras fraudulentas” do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976. Também, apresentou-se considerações sobre aspectos processuais, como a competência para processamento e julgamento, a possibilidade de intervenção da CVM como assistente de acusação, a incidência de institutos de justiça penal negociada e os reflexos de termos de compromisso.

Finalmente, partindo dessa conclusão parcial de que a amplitude semântica do tipo penal do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, com redação dada pela Lei nº 13.506/2017, permite punir a manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações, apresentou-se o caso em que estão presentes todos os elementos do tipo, mas, o controle da sua incidência, mediante interpretação sistêmica e teleológica, à luz da Liberdade de Expressão, exige o reconhecimento da impossibilidade de persecução penal.

Explicou-se que a fraude não é tolerada pelo Ordenamento Jurídico, porém, a interferência Estatal para controle e repressão de ato comunicativo como o estelionato não ocorre, diante do quadro de ceticismo quanto às verdades oficiais, exclusivamente, porque existe a possibilidade de alguém ser induzido em erro, mas, porque se trata de ato antijurídico iminente. O elemento de intencionalidade em causar dano é imprescindível para caracterizar o perigo claro e atual, sem esse elemento, esvazia-se a justificativa Estatal para cerceamento da Liberdade de Expressão. Por outro lado, demonstrou-se que, quando existe relação comercial subjacente, como na falsa propaganda, o maior incentivo econômico associado à produção da mensagem contrapõe os possíveis custos decorrentes de erros do Estado na precificação de informações desejáveis e indesejáveis e, nesse quadro, a intervenção é mais facilmente justificada, apesar de não existir situação de iminência de perigo como no estelionato.

Dentro dessas premissas, comprovou-se, retomando a regra de responsabilidade intransferível pela decisão de investimento e o princípio da inerência do risco nas operações de investimento na perspectiva das premissas teóricas extraídas a partir do estudo da Análise Econômico-jurídica da Liberdade de Expressão, que os investidores não têm direito à proteção

Estatal contras “ideias perigosas” a respeito de valores mobiliários. O Mercado é composto por agentes presumidamente responsáveis, que participam do livre jogo da oferta e da procura, não sendo essa estrutura vulnerada quando alguém é induzido em erro.

Em síntese, respondendo positivamente ao problema de pesquisa e confirmando-se a hipótese, concluiu-se que incumbe ao investidor averiguar a idoneidade das informações às quais tem acesso. Portanto, comprovou-se que apesar da tipicidade formal da conduta de manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações esse comportamento não é materialmente típico, salvo quando o agente tem o dever de prestar informações com fidedignidade ao Mercado de Capitais. Nessa toada, demonstrou-se que a manipulação do Mercado de Capitais baseada em informações somente se configura como crime quando o sujeito ativo é agente de mercado obrigado, direta ou indiretamente, à política de *disclosure*, caracterizando-se, nessa situação, ofensa ao bem jurídico tutelado pelo art. 27-C da Lei nº 6.385/1976. Fora disso, há recorte material da incidência típica, pois a Cláusula Constitucional da Liberdade de Expressão impede a transferência do ônus pela decisão de investimento ao emissor de ato comunicativo considerado fraudulento. Resumidamente, a ofensividade da conduta de manipulação baseada em informações somente surge quando há correspondente quebra de dever de informar.

Enfrentou-se, então, questões que surgem a partir dessa conclusão, notadamente, a possibilidade de imputação combinada entre a manipulação baseada em informações, pelo art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, e exercício irregular de profissão, pelo art. 27-E do mesmo diploma, a harmonia dessa leitura do tipo do art. 27-C à nova redação do crime de *insider trading* e, por fim, a proteção da Liberdade de Expressão inclusive de investidores profissionais e qualificados. Além disso, respondeu-se que a amplitude semântica do art. 27-C não teria efeitos colaterais que justificariam declaração de inconstitucionalidade do tipo penal em controle abstrato, a partir da *overbreadth doctrine*. Em todo caso, enfatizou-se que a punição de conduta consistente em disseminação de informações, portanto, de ato comunicativo, exige, sempre, a análise casuística da compatibilidade constitucional.

Por fim, averbou-se que a investigação da interação, seguindo os métodos da AED, em específico, da Análise Econômico-jurídica da Liberdade de Expressão, entre a Liberdade de Expressão e o Princípio subjacente da Neutralidade Constitucional com o Direito Econômico, especialmente, com a regulação do Mercado de Capitais e a criminalização da manipulação do mercado pelo art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, deve efetivar o Princípio da Eficiência Econômico-Social. Anotou-se que o recorte material da incidência típica do art. 27-

C da Lei nº 6.385/1976, impedindo a punição da disseminação de informações reputadas inadequadas por agentes que não o tenham feito em violação de deveres – negociais – de prestação de informações fidedignas, estabelece harmonização sistêmica dos vetores axiológicos constitucionais.

Destacou-se que realizada essa delimitação, caminha-se no sentido do equilíbrio econômico-social, pois a omissão regulatória tende a fulminar a confiabilidade do Mercado, mas a interferência excessiva, sob justificativa de tutela do Mercado de Valores Mobiliários, encontra limites na Cláusula Constitucional de Liberdade de Expressão. Por isso, atendendo aos ditames da CRFB/88, que tanto assegura a livre manifestação do pensamento como busca o desenvolvimento nacional através da proteção da poupança popular e da estruturação do SFN, delimita-se os destinatários do dever de prestação de informações fidedignas, rejeitando-o como dever geral.

Em conclusão, os cidadãos comuns ou os cidadãos que não possuem papéis sociais especiais na promoção e defesa do Mercado de Capitais devem ter seus atos comunicativos “regulados” pelo próprio Livre Mercado de Ideias, independentemente de se referirem a valores mobiliários, companhias abertas, instituições do SFN e ao próprio Estado Regulador.

A alocação de recursos com fins regulatórios, deve se concentrar nos agentes com deveres de defesa do Mercado. Eles são vistos como *gatekeepers* e detentores de informações fidedignas, portanto, são responsáveis em caso de quebra dessa expectativa, inclusive, mediante aplicação de sanções penais, quanto atuarem dolosamente e estarem preenchidos os requisitos típicos do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976.

REFERÊNCIAS

- ABEL, Andrew B.; EBERLY, Janice C.; PANAGEAS, Stavros. **Optimal Inattention to the Stock Market With Information Costs and Transactions Costs**. *Econometrica*, v. 81, i. 4, jul. 2013. doi: <https://doi.org/10.3982/ECTA7624>. Acesso em: 20 set. 2020.
- AKERLOF, George A. **The Market for “Lemons”**: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, aug. 1970.
- ALEMANHA. Tribunal Constitucional Federal. **BVerfGE 7, 198 – Lüth**. Tradução de Tony Weir. Disponível em: <https://germanlawarchive.iuscomp.org/?p=51>. Acesso em: 26 out. 2020.
- ALEXANDER, Larry. **Trouble on track two**: incidental regulations of speech and free speech theory. *Hastings Law Journal*, v. 44, 1993, p. 921. Disponível em: https://repository.uchastings.edu/hastings_law_journal/vol44/iss4/8. Acesso em: 2 jun. 2020.
- ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. **Stock-price manipulation**. *The Review of Financial Studies*, v. 5, i. 3, 1992, p. 503-529. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2962136>. Acesso em: 22 set. 2020.
- ALVARENGA, Helga Araruna Ferraz de. **Princípios do Direito Societário**. Tese (Doutorado em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2016. Disponível em: <https://tede2.pucsp.br/handle/handle/7089>. Acesso em: 18 set. 2020.
- ANDERSON, David A. **The promises of New York Times v. Sullivan**. *Roger Williams University Law Review*, v. 20, i. 1, winter 2015. Disponível em: https://docs.rwu.edu/rwu_LR/vol20/iss1/2/. Acesso em: 23 mai. 2020.
- ARRUDA, José. **A florescência tardia**: Bolsa de Valores de São Paulo e mercado global de capitais. Tese (Doutorado em História Econômica) – Programa de Pós-Graduação em História da Universidade de São Paulo, 2008. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/8/8137/tde-27112009-110719/pt-br.php>. Acesso em: 20 set. 2020.
- ASSOCIAÇÃO DE ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTOS NO MERCADO DE CAPITAIS – APIMEC. **Análise de investimentos**: histórico, principais ferramentas e mudanças conceituais para o futuro. Rio de Janeiro: CVM, 2017. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html#TOP>. Acesso em: 18 set. 2020.
- B3. **Uma análise da evolução dos investidores pessoas físicas na B3**. 2020. Disponível em: http://www.bmf.com.br/portal/pages/newsletter/BMFBOVESPA/Downloads/Estudo_PF-final.pdf. Acesso em: 20 set. 2020.
- BAINBRIDGE, Stephen M. **The Law and Economics of Insider Trading**: a comprehensive primer. 2011. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.261277>. Acesso em: 22 set. 2020.
- BARROSO, Luís Roberto. **Liberdade de Expressão, censura e controle da programação de televisão na Constituição de 1988**. *Revista dos Tribunais*, a. 90, v. 790, ago. 2001. p. 133-134.
- BLASI, Vincent. **The checking value in first amendment theory**. *American Bar Foundation Research Journal*, v. 2, n. 3, 1977, p. 521-649. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/827945>. Acesso em: 2 jun. 2020.

- BLASI, Vincent. **The pathological perspective and the first amendment**. Columbia Law Review, v. 85, n. 3, apr. 1985, p. 449-514. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1122510>. Acesso em: 2 jun. 2020.
- BOLLINGER, Lee C. **“The tolerant society”**: a response to critics. Columbia Law Review, v. 90, n. 4, may. 1990, p. 979-1003. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1122922>. Acesso em: 2 jun. 2020.
- BOLLINGER, Lee C. **The tolerant society**: freedom of speech and extremist speech in America. New York: Oxford University Press, 1986.
- BORK, Robert H. **Neutral principles and some first amendment problems**. Indiana Law Journal, v. 47, i. 1, 1971. Disponível em: <https://www.repository.law.indiana.edu/ilj/vol47/iss1/1/>. Acesso em: 2 jun. 2020.
- BRASIL. Banco Central do Brasil. **Estudo Especial nº 5/2018**. Relatório de Inflação, v. 20, n. 1, mar. 2018. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/Mercado_capitais_estudos_especiais.pdf. Acesso em: 20 set. 2020.
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **CVM alerta**: possível atuação irregular de pessoas em mídias sociais, com vistas a influenciar o comportamento de investidores. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-alerta-possivel-atuacao-irregular-de-pessoas-em-midias-sociais-com-vistas-a-influenciar-o-comportamento-de-investidores>. Acesso em: 6 fev. 2021.
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Deliberação CVM nº 539, de 14 de março de 2018**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0500/deli539.html>. Acesso em: 20 set. 2020.
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Deliberação CVM nº 595, de 15 de setembro de 2009**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0500/deli595.html>. Acesso em: 20 set. 2020.
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: CVM, 2017. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html#TOP>. Acesso em: 18 set. 2020.
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2001/6226**. Data do julgamento: 15 mai. 2003.
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 4.ed. Rio de Janeiro: CVM, 2019. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html#TOP>. Acesso em: 18 set. 2020.
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer CVM/SJU/nº 002, de 28 de fevereiro de 1997**. Disponível em: http://docvirt.com/hotpages/hotpage.asp?bib=Juris_CVM_WI&pagfis=869&url=http://docvirt.com/docreader.net. Acesso em: 20 set. 2020.
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de Orientação nº 37, de 22 de setembro de 2011**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/pareceres-orientacao/anexos/pare037.pdf>. Acesso em: 20 set. 2020.
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo CVM nº RJ 2005/1717**. Relator: Diretor Sergio Weguelin. Data do julgamento: 21 jun. 2005.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Utilização do mercado de capitais para o financiamento de pequenas e médias empresas por meio de ações**: diagnóstico do grupo de trabalho experiências internacionais. 2012. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acao_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/GT-PMes-Estudo-Experiencias-Internacionais.pdf. Acesso em: 20 set. 2020.

BRASIL. Conselho Federal de Contabilidade. **NBC TA 200 (R1), de 5 set. 2016**. Disponível em: [https://www2.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=2016/NBCTA200\(R1\)](https://www2.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=2016/NBCTA200(R1)). Acesso em: 20 set. 2020.

BRASIL. **Constituição da República dos Estados Unidos do Brasil, de 24 de fevereiro de 1891**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao91.htm. Acesso em: 2 jun. 2020.

BRASIL. **Constituição da República dos Estados Unidos do Brasil, de 16 de julho de 1934**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao34.htm. Acesso em: 2 jun. 2020.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1967**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao67.htm. Acesso em: 2 jun. 2020.

BRASIL. **Constituição dos Estados Unidos do Brasil, de 10 de novembro de 1937**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao37.htm. Acesso em: 2 jun. 2020.

BRASIL. **Constituição dos Estados Unidos do Brasil, de 18 de setembro de 1946**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao46.htm. Acesso em: 2 jun. 2020.

BRASIL. **Constituição Política do Império do Brasil, de 25 de março de 1824**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao24.htm. Acesso em: 2 jun. 2020.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976**. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acao_informacao/institucional/sobre/anexos/EM196-Lei6404.pdf. Acesso em: 20 set. 2020.

BRASIL. Ministério Público Federal. Procuradoria da República no Estado do Rio de Janeiro. Força-Tarefa Lava Jato. **Representação, de 23 de julho de 2019**. Disponível em: <http://www.mpf.mp.br/rj/sala-de-imprensa/docs/pr-rj/Prisao%20-%20Segredo%20de%20Midas%202.pdf/view>. Acesso em: 14 nov. 2020.

BRASIL. Ministério Público Federal. Procuradoria da República no Estado de São Paulo. **Denúncia, de 10 de outubro de 2017**. Autos nº 0006243-26.2017.4.03.6181. Disponível em: https://static.poder360.com.br/2017/10/DENUNCIA_J_W_insider-1.pdf. Acesso em: 6 mar. 2021

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Medida Cautelar nº 13.103**. Órgão julgador: 2ª Turma. Relator: Min. Herman Benjamin. Data do julgamento: 7 ago. 2007. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/SCON/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial nº 1.003.893**. Órgão julgador: Terceira Turma. Relator: Min. Massami Uyeda. Data do julgamento: 10 ago. 2010. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/SCON/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial nº 1.326.592**. Órgão julgador: Quarta Turma. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Data do julgamento: 7 mai. 2019. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/SCON/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial nº 1.364.915**. Órgão julgador: Segunda Turma. Relator: Min. Humberto Martins. Data do julgamento: 14 mai. 2013. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/SCON/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial nº 799.241**. Órgão julgador: Quarta Turma. Relator: Min. Raul Araújo. Data do julgamento: 14 ago. 2012. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/SCON/>. Acesso em: 6 mar. 2021.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 4.451**. Órgão julgador: Tribunal pleno. Relator: Alexandre de Moraes. Data de julgamento: 21 jun. 2018. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/processos/detalhe.asp?incidente=3938343>. Acesso em: 1 mai. 2020.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 4.815**. Órgão julgador: Tribunal pleno. Relator: Carmen Lúcia. Data do julgamento: 10 jun. 2015. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/jurisprudencia/>. Acesso em 3 mar. 2021.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Agravo Regimental no Recurso em Habeas Corpus nº 121.835**. Órgão julgador: Segunda Turma. Relator: Celso de Mello. Data do julgamento: 13 out. 2015. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/jurisprudencia/>. Acesso em 3 mar. 2021.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental nº 548**. Órgão julgador: Tribunal pleno. Data do julgamento: 15 mai. 2020. Disponível em: <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=752896813>. Acesso em: 15 jul. 2020.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental nº 130**. Órgão julgador: Tribunal pleno. Relator: Min. Carlos Britto. Data do julgamento: 30 abr. 2009. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/jurisprudencia/>. Acesso em 3 mar. 2021.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental nº 601**. Decisão monocrática. Relator: Min. Gilmar Mendes. Data da decisão: 7 ago. 2019. Disponível em: <http://www.stf.jus.br/arquivo/cms/noticiaNoticiaStf/anexo/adpf601MC.pdf>. Acesso em: 15 jul. 2020.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Habeas Corpus nº 115.397**. Órgão julgador: Primeira Turma. Relator: Min. Marco Aurélio. Data do julgamento: 16 mai. 2017. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/jurisprudencia/>. Acesso em 3 mar. 2021.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Inquérito nº 1.145**. Órgão julgador: Plenário. Relator: Gilmar Mendes. Data do julgamento: 19 dez. 2006. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/jurisprudencia/>. Acesso em 3 mar. 2021.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Inquérito nº 1.710**. Órgão julgador: Tribunal pleno. Relator: Min. Sydney Sanches. Data do julgamento: 27 fev. 2002. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/jurisprudencia/>. Acesso em 3 mar. 2021.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Questão de Ordem no Inquérito nº 1.024**. Órgão julgador: Tribunal pleno. Relator: Min. Celso de Mello. Data do julgamento: 21 nov. 2002. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/jurisprudencia/>. Acesso em 3 mar. 2021.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Recurso em Habeas Corpus nº 130.738**. Decisão monocrática. Relator: Celso de Mello. Data do julgamento: 1 jul. 2016. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/jurisprudencia/>. Acesso em 3 mar. 2021.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Recurso Extraordinário nº 414.426**. Órgão julgador: Tribunal pleno. Relatora: Min. Ellen Gracie. Data do julgamento: 1 ago. 2011. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/jurisprudencia/>. Acesso em 3 mar. 2021.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Recurso Extraordinário nº 511.951**. Órgão julgador: Tribunal pleno. Relator: Min. Gilmar Mendes. Data do julgamento: 17 jun. 2009. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/jurisprudencia/>. Acesso em 3 mar. 2021.

BREDA, Juliano. **Crimes contra o Mercado de Capitais**. In: BITENCOURT, Cezar Roberto; BREDA, Juliano. Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e contra o Mercado de Capitais. 3.ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

BUSCARINI, Rodolfo José Galvão. **Financiamento de longo prazo no Brasil**. Monografia (Graduação em Economia) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2012. Disponível em: <http://www.bibliotecadigital.unicamp.br/document/?code=000904354&opt=1>. Acesso em: 20 set. 2020.

CAHN, Edmond. **The firstness of the first amendment**. Yale Law Journal, v. 65, 1956, p. 464-481. Disponível em: <https://digitalcommons.law.yale.edu/ylj/vol65/iss4/4/>. Acesso em: 23 mai. 2020.

CALABRESI, Guido; MELAMED, Douglas A. **Property rules, liability rules, and inalienability: one view of the cathedral**. Harvard Law Review, v. 85, n. 6, p. 1089-112, abr. 1972. Disponível em: <https://www.amherst.edu/media/view/123372/original/CalabresiMelamed.PDF>. Acesso em: 2 jun. 2020.

CAMERON, Jamie. **The great dissent: how Oliver Wendell Holmes changed his mind – and changed the history of free speech in America**, by Thomas Healy. Osgoode Hall Law Journal, v. 52, n. 3, 2016. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2821109. Acesso em: 23 mar. 2020.

CARDOSO, Luiz Eduardo Dias. **O conceito normativo de crime na teoria econômica de Gary Becker**. Dissertação (Mestrado em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/186768>. Acesso em 13 nov. 2018

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002.

CAVALI, Marcelo Costenaro. **Fundamentos 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 (Doutorado em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/educar/educacao-do-investidor/premio-anbima.htm. Acesso em: 22. set. 2020.

CHAVES, Vinicius Figueiredo; SANTOS, Marcelo Pereira dos. **Contrato de underwriting**. Revista Brasileira de Direito Empresarial, v. 3, n. 2, p. 60-77, jul./dez. 2017. Disponível em: <https://indexlaw.org/index.php/direitoempresarial/article/view/2366>. Acesso em: 20 set. 2020.

COASE, Ronald H. **Advertising and free speech**. The Journal of Legal Studies, v. 6, n. 1, jan. 1977, p. 1-34. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/724187>. Acesso em: 2 jun. 2020.

COASE, Ronald H. **The Federal Communications Commission**. *Journal of Law and Economics*, v. 2, oct. 1959, p. 1-40. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/724927>. Acesso em: 2 jun. 2020.

COASE, Ronald H. **The market for goods and the market for ideas**. *The American Economic Review*, v. 64, n. 2, may 1974, p. 384-391. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1816070>. Acesso em: 2 jun. 2020.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial: direito de empresa**. v.1. 18.ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

COHEN, Joshua. **Freedom of expression**. *Philosophy and Public Affairs*, v. 22, n. 3, 1993, p. 207-263. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2265305?origin=JSTOR-pdf>. Acesso em: 2 jun. 2020.

COSTA FERREIRA, Gustavo. **Responsabilidade sancionadora da pessoa jurídica: critérios para aferição da sua ação e culpabilidade no direito administrativo sancionador**. Belo Horizonte: Dialética, 2019.

DIRECTOR, Aaron. **The parity of the economic marketplace**. *The Journal of Law & Economics*, v. 7, oct. 1964, p. 1-10. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/724916>. Acesso em: 2 jun. 2020.

DUBEUX, Julio Ramalho. **A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro**. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 2006.

EMERSON, Thomas I. **Toward a general theory of the first amendment**. *Yale Law Journal*, v. 72, 1963, p. 877. Disponível em: https://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/2796/. Acesso em: 2 jun. 2020.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Securities and Exchange Commission. **Litigation Release n° 18043: Court Grants SEC Summary Judgment Against Defendant Aziz-Golshani in NEI Webworld Internet Stock Manipulation Case**. SEC, 20 mar. 2003. Disponível em: <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18043.htm>. Acesso em: 10 out. 2020.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Securities and Exchange Commission. **Speech by SEC Staff: The Advantages of a Dual System: Parallel Streams of Civil and Criminal Enforcement of the U.S. Securities Laws**. 1998. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch222.htm>. Acesso em: 6 mar. 2021.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Abrams v. United States**, 250 U.S. 616 (1919).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Brandenburg v. Ohio**, 395 U.S. 444 (1969).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Brandenburg v. Ohio**, 395 U.S. 444 (1969).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Bridges v. California**, 314 U.S. 252 (1941).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Brown v. Board of Education of Topeka**, 347 U.S. 483 (1954).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Central Hudson Gas and Electric Corp. v. Public Service Commission**, 447 U.S. 557 (1980).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Chiarella v. United States**, 445 US 222, 1980.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Cohen v. California**, 403 U.S. 15 (1971).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Craig v. Harney**, 331 U.S. 367 (1947).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Dennis v. United States**, 341 U.S. 494 (1951).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Elkins v. United States**, 364 U.S. 206 (1960).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Gitlow v. New York**, 268 U.S. 652 (1925).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Lowe v. SEC**, 472 U.S. 181 (1985).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **New York Times Co. v. Sullivan**, 376 U.S. 254 (1964).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Pennekamp v. Florida**, 328 U.S. 331 (1946).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Schenck v. United States**, 249 U.S. 47 (1919).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Scheidler v. National Organization for Women, Inc.**, 537 U.S. 393 (2003).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Snyder v. Phelps**, 562 U.S. 443 (2011).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Texas v. Johnson**, 491 U.S. 397 (1989).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Turner Broadcasting System, Inc. v. FCC**, 512 U.S. 622 (1994)

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **United States v. O'Hagan**, 521 US 642, 1997.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **United States v. Carolene Products Co.**, 304 U.S. 144 (1938).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Virginia Pharmacy Board v. Virginia Consumer Council**, 425 U.S. 748 (1976).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of the United States. **Whitney v. California**, 274 US 357 (1927).

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **The Constitution of the United States**. Disponível em: <https://constitutionus.com/>. Acesso em: 1 mai. 2020.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals Second Circuit. **Securities and Exchange Com'n v. Texas Gulf Sulphur Co.**, 401 F. 2d 833, 1968.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals Second Circuit. **United States v. Dennis**, 183 F. 2d 201 - Court of Appeals, 2nd Circuit 1950.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals Second Circuit. **United States v. Carroll Towing Co.**, 159 F. 2d 169 - Circuit Court of Appeals, 2nd Circuit 1947.

FAMA, Eugene F. **Efficient capital markets**: a review of theory and empirical work. The Journal of Finance, v. 25, n. 2, may 1970, p. 383-417. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2325486>. Acesso em: 20 set. 2020.

FARBER, Daniel A. **Free speech without romance**: public choice and the first amendment. Harvard Law Review, v. 105, n. 2, dec. 1991, p. 554-583. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1341698?seq=1>. Acesso em: 22 set. 2020.

FARO, Clovis José Daudt Lyra Darrigue de. **Plano Collor**: os primeiros nove meses. Revista Brasileira de Economia, v. 45, Edição Especial: Plano Collor Avaliações e Perspectivas, 1991, p. 403-411. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/issue/view/45-0>. Acesso em: 20 set. 2020.

FERREIRA FILHO, Manoel Gonçalves. **Curso de direito constitucional**. 37.ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

FRANTZ, Laurent B. **The first amendment in the balance**. Yale Law Journal, v. 71, i. 8, 1962. Disponível em: <https://digitalcommons.law.yale.edu/ylj/vol71/iss8/2/>. Acesso em: 23 mai. 2020.

FREIRE, Mac Daves de Moraes; SUZART, Janilson Antônio da Silva; CUNHA, Moisés Ferreira da. **Relação do custo do capital próprio e disclosure nas empresas brasileiras de capital aberto**. Anais do XXXVI Encontro da ANPAD, 2012. Disponível em: http://www.anpad.org.br/admin/pdf/2012_CON725.pdf. Acesso em: 20 set. 2020.

GONÇALVES, Everton das Neves; STELZER, Joana. **O Direito Econômico**: Extraordinário Instrumento de Desenvolvimento. In: XVIII Encontro Preparatório para o Congresso Nacional do Conselho Nacional de Pós-Graduação em Direito - CONPEDI, 2009, Maringá, PR. Florianópolis, SC: Fundação Boiteux, 2009. v. 5. p. 2727-2761. Disponível em: http://www.publicadireito.com.br/conpedi/anais/36/05_1223.pdf. Acesso em: 12 dez. 2020.

GONÇALVES, Everton das Neves; STELZER, Joana. **O Direito e a Law and Economics**: a possibilidade interdisciplinar na contemporânea Teoria Geral do Direito. Juris – Revista da Faculdade de Direito, v. 11, p. 201-222, 2008. DOI: <https://doi.org/10.14295/juris.v11i0.595>

GONÇALVES, Everton das Neves; STELZER, Joana. **Princípio da Eficiência Econômico-Social no Direito Brasileiro: a tomada de decisão normativo-judicial**. Revista Sequência. UFSC, Florianópolis, SC, Brasil, v. 35, n. 68 (2014). Disponível em: <https://www.scielo.br/pdf/seq/n68/12.pdf>. Acesso em: 12 dez. 2020.

GORFINKEL, John A.; MACK II, Julian W. **Dennis v. United States and the clear and present danger rule**. California Law Review, v. 39, n. 4, dec. 1951, p. 475-501. DOI: 10.2307/3477951.

GRAHAM, Benjamin. **O investidor inteligente**. Tradução de Lourdes Sette. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2007. p. 43.

GREENAWALT, Kent. **Fighting words**: individuals, communities, and liberties of speech. Princeton: Princeton University Press, 1995. p. 18.

GUIA, Leandro Dias. et al. **O impacto de disclosure sobre o desempenho das empresas brasileiras listadas na NYSE**. REUNA, v. 22, n. 3, p. 74-91, jul./set. 2017. doi: <http://dx.doi.org/10.21714/2179-8834/2017v22n3p74-91>. Acesso em: 20 set. 2020.

- GUNTHER, Gerald. **Learned Hand and the origins of modern first amendment doctrine: some fragments of history.** *Stanford Law Review*, v. 27, n. 3, fev. 1975, p. 719-773. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1228336>. Acesso em: 2 jun. 2020.
- HADDOCK, David D.; MACEY, Jonathan R. **A coasian model of insider trading.** *Northwestern University Law Review*, v. 80, n. 6, p. 1449, 1985. Disponível em: https://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1774/. Acesso em: 22 set. 2020.
- HANTZIS, Catharine Wells. **Legal innovation within the wider intellectual tradition: the pragmatism of Oliver Wendell Holmes, Jr.** *Northwestern University Law Review*, v. 82, 1988. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2213326. Acesso em: 23 mar. 2020.
- HAYEK, Friedrich August von. **The use of knowledge in Society.** *The American Economic Review*, v. 35, n. 4, 1945, p. 519-530. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1809376>. Acesso em: 22 set. 2020.
- HEMEL, Daniel Jacob. **Economics perspectives on free speech.** University of Chicago, Public Law Working Paper n. 736, 2019. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3492827. Acesso em: 2 jun. 2020.
- HOWELL, Misty; LEATHERBURY, Thomas S. **Selected free speech developments fifty years after Brandenburg v. Ohio.** ABA Forum Communications Law Annual Meeting, 2019. Disponível em: <https://media.velaw.com/wp-content/uploads/2019/11/28180432/92d7018b-49b2-4398-859e-4d252ef90f10.pdf>. Acesso em: 23 mai. 2020.
- INGBER, Stanley. **The marketplace of ideas: a legitimizing myth.** *Duke Law Journal*, v. 1984, n. 1, 1984, p. 1-91. Disponível em: <https://scholarship.law.duke.edu/dlj/vol33/iss1/1>. Acesso em: 23 mai. 2020.
- KALVEN Jr., Harry. **The metaphysics of the law of obscenity.** *The Supreme Court Review*, 1960, p. 1-45. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/3108685>. Acesso em: 2 jun. 2020.
- KALVEN JR., Harry. **Uninhibited, robust, and wide-open: A Note on Free Speech and the Warren Court.** *Michigan Law Review*, v. 67, p. 289, 1968. Disponível em: <https://repository.law.umich.edu/mlr/vol67/iss2/7/>. Acesso em: 23 mai. 2020.
- KENDRICK, Leslie. **Use your words: on the “speech” in “freedom of speech”.** *Michigan Law Review*, v. 116, 2018, p. 667. Disponível em: <https://repository.law.umich.edu/mlr/vol116/iss5/1>. Acesso em: 2 jun. 2020.
- KUBACKA, Natalia. **The power and role of Benetton’s shockvertising.** 2012. Disponível em: https://www.theseus.fi/bitstream/handle/10024/48098/Kubacka_Natalia.pdf. Acesso em: 26 out. 2020.
- LEE, Ian B. **Can economics justify the constitutional guarantee of freedom of expression?** *Canadian Journal of Law and Jurisprudence*, v. 21, n. 2, jul. 2008. Disponível em: <https://doi.org/10.1017/S0841820900004458>.
- LEITE, Marcelo Pires. **A BM&F Bovespa: a construção de um mercado nacional de bolsa de valores, mercadorias e de futuros no Brasil.** Dissertação (Mestrado em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento) – Programa de Pós-Graduação do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2011. Disponível em: <https://www.ie.ufrj.br/pos-graduacao-j/pos-graduacao-em-politicas-publicas/dissertacoes-e-teses.html>. Acesso em: 20 set. 2020.

- LELAND, Hayne E.; PYLE, David H. **Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation**. The Journal of Finance, v. 32, n. 2, may. 1977, p. 371-387. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2326770>. Acesso em: 20 set. 2020.
- LIBERTI, José María; PETERSEN, Mitchell A. **Information: hard and soft**. The Review of Corporate Finance Studies, v. 8, i. 1, p. 1-41. doi: 10.1093/rcfs/cfy009. Acesso em: 20 set. 2020.
- LOPES, Alessandro Broedel; ALENCAR, Roberta Carvalho de. **Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: the Brazilian case**. The International Journal of Accounting, v. 45, 2010, p. 443-464. doi: 10.1016/j.intacc.2010.09.003. Acesso em: 20 set. 2020.
- LUCCHESI, Guilherme Brenner. **O objeto da tutela penal no delito de insider trading**. Revista Brasileira de Ciências Criminais, v. 19, n. 90, mai./jun. 2011.
- LYND, Staughton. **Brandenburg v. Ohio: a speech test for all seasons?** The University of Chicago Law Review, v. 43, n. 1, autumn 1975, p. 151-191. DOI: 10.2307/1599194.
- MANDELKER, Gershon; RAVIV, Arthur. **Investment banking: an economic analysis of optimal underwriting contracts**. The Journal of Finance, v. 32, n. 3, jun. 1977, p. 683-694. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2326305>. Acesso em: 20 set. 2020.
- MANKIW, N. Gregory. **Introdução à Economia**. Tradução da 2.ed. de Maria José Cyhlar Monteiro. Rio de Janeiro: Campus, 2001.
- MANNE, Henry G. **Insider trading: Hayek, virtual markets, and the dog that did not bark**. Journal of Corporation Law, v. 31, n. 1, 2005, p. 167-185. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=679662. Acesso em: 22 set. 2020.
- MARTINS NETO, João dos Passos. **Constitutional neutrality: an essay on the essential meaning of freedom of speech**. Revista de Investigações Constitucionais, v. 6, n. 2, mai./ago. 2019. Disponível em: <https://revistas.ufpr.br/rinc/article/view/62470>. Acesso em: 2 jun. 2020.
- MARTINS NETO, João dos Passos. **Fundamentos da Liberdade de Expressão**. Florianópolis: Insular, 2008.
- MARTINS, Ives Gandra da Silva. **Aspectos jurídicos do Plano Brasil Novo**. Revista Brasileira de Economia, v. 45, Edição Especial: Plano Collor Avaliações e Perspectivas, 1991, p. 12-26. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/issue/view/45-0>. Acesso em: 20 set. 2020.
- MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. et al. **A proteção do investidor em tempos de influenciadores digitais**. Jota, 1 out. 2020. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/disclosure/protecao-investidor-influenciadores-digitais-01102020>. Acesso em: 10 out. 2020.
- MAXIMILIANO, Carlos. **Hermenêutica e Aplicação do Direito**. 20.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011.
- MAYTON, William T. **Seditious libel and the lost guarantee of a freedom of expression**. Columbia Law Review, v. 84, n. 1, jan. 1984, p. 91-142. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1122370>. Acesso em: 2 jun. 2020.
- MEIKLEJOHN, Alexander. **Free speech and its relation to self-government**. New York: Harper, 1948. Disponível em: <http://digicoll.library.wisc.edu/cgi-bin/UW/UW-idx?id=UW.MeikFreeSp>. Acesso em: 2 jun. 2020.

- MEIKLEJOHN, Alexander. **The first amendment is an absolute**. The Supreme Court Review, 1961, p. 245-266. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/3108719>. Acesso em: 2 jun. 2020.
- MEIKLEJOHN, Alexander. **What does the first amendment mean?**. University of Chicago Law Review, v. 20, i. 3. Disponível em: <https://chicagounbound.uchicago.edu/uclrev/vol20/iss3/6/>. Acesso em: 23 mai. 2020.
- MENDONÇA NETTO, Horácio de; EIZIRIK, Nelson Laks. **O privilegiamento de informações e o caso Petrobrás**. Revista Brasileira de Mercado de Capitais, v. 4, n. 10, jan./abr. 1978, p. 7-20.
- MIKALOVSKI, Algacir. **Crimes contra o Mercado de Capitais: bem jurídico, tipos e investigação**. Curitiba: Juruá, 2014. p. 141-142.
- MILL, John Stuart. **On liberty**. Kitchener: Batoche Books, 2001 [1859]. Disponível em: <https://socialsciences.mcmaster.ca/econ/ugcm/3ll3/mill/liberty.pdf>.
- MILTON, John. **Areopagitica: for the liberty of unlicenc'd printing**. 1644. Disponível em: https://www.dartmouth.edu/~milton/reading_room/areopagitica/text.html. Acesso em: 23 mai. 2020.
- MIRANDA COUTINHO, Jacinto Nelson de. **A lide e o conteúdo do processo penal**. Curitiba: Juruá, 1989.
- MISES, Ludwig von. **Ação humana: um tratado de economia**. Tradução de Donald Stewart Jr. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2010.
- MORAES, Alexandre de. **Direito constitucional**. 25.ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- MORAES, Maria Celina Bodin de. **A constitucionalização do Direito Civil e seus efeitos sobre a responsabilidade civil**. Direito, Estado e Sociedade, v. 29, 2006. Disponível em: <https://revistades.jur.puc-rio.br/index.php/revistades/article/view/295/267>. Acesso em: 14 jun. 2020.
- MORO, Sérgio Fernando. **Direitos fundamentais contra o crime**. In: Direito constitucional brasileiro: teoria da constituição e direitos fundamentais. Clèmerson Merlin Clève (Coord.). São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014. vol. 1.
- MORO, Sérgio Fernando. **Legislação suspeita? Afastamento da presunção de constitucionalidade da lei**. 2.ed. Curitiba: Juruá Editora, 2003.
- MÜLLER, Friedrich. **Métodos de trabalho no Direito Constitucional**. Tradução de Peter Naumann. Porto Alegre: Síntese, 1999.
- NABARRO, Wagner Wendt. **Bolsas de valores e urbanização: notas sobre a evolução do mercado de capitais brasileiro**. Anais do VII Congresso Brasileiro de Geógrafos, 2014. Disponível em: http://www.cbg2014.agb.org.br/resources/anais/1/1404697572_ARQUIVO_CBG_finalv3.pdf. Acesso em; 20 set. 2020.
- NABARRO, Wagner Wendt. **O mercado de capitais no território brasileiro: ascensão da BM&F BOVESPA e centralidade financeira de São Paulo (SP)**. Dissertação (Mestrado em Geografia Humana) – Programa de Pós-Graduação em Geografia da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/8/8136/tde-28112016-111632/pt-br.php>. Acesso em: 20 set. 2020.

ORWELL, George. **The freedom of the press**. The New York Times, 8 oct. 1972. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1972/10/08/archives/the-freedom-of-the-press-orwell.html>. Acesso em: 2 jun. 2020.

PARENTE, Norma Jonssen. **A Lei das Sociedades Anônimas sob a ótica dos princípios constitucionais**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 43, n. 134, p. 72-76, abr./jun. 2004.

PARENTE, Norma Jonssen. **Mercado de capitais**. 2.ed. Tratado de Direito Empresarial, v. 6. São Paulo: Thompson Reuters Brasil, 2018.

PAULA, Luiz Gonzaga Modesto de. **O princípio da inerência do risco na atividade empresarial**. Tese (Doutorado em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2019. Disponível em: <https://tede2.pucsp.br/handle/handle/22941>. Acesso em: 18 set. 2020.

PERELMAN, Chaïm. **Lógica jurídica: nova retórica**. Tradução de Vergínia K. Pupi. 2.ed. São Paulo: Martins Fontes, 2004.

PIMENTA BUENO, José Antônio. **Direito público brasileiro e analyse da Constituição do Império**. Rio de Janeiro: 1857. Disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/handle/id/185600>.

POPPER, Karl. **A sociedade aberta e seus inimigos**. Tradução de Milton Amado. Belo Horizonte: Itatiaia, 1974. v.1. p. 289. nota de rodapé 4 ao capítulo 7.

POSNER, Richard A. **A Problemática da Teoria Moral e Jurídica**. Tradução de Marcelo Brandão Cipolla. São Paulo: Martins Fontes, 2012. p. 13-24.

POSNER, Richard. **Economic analysis of law**. 3.ed. Wolter Kluwer, 1986.

POSNER, Richard. **Free speech in an economic perspective**. Suffolk University Law Review, v. 1, 1986. Disponível em: https://chicagounbound.uchicago.edu/journal_articles/1898/. Acesso em: 2 jun. 2020.

POSNER, Richard. **Richard T. Ely Lecture: The Law and Economics movement**. The American Economic Review, v. 77, n. 2, may 1987, p. 1-13. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1805421>. Acesso em: 2 jun. 2020.

POWE JR., L. A. **Brandenburg: then and now**. Texas Tech. Law Review, v. 44, 2011-2012. Disponível em: <http://texastechlawreview.org/wp-content/uploads/Powe.PUBLISHER.pdf>. Acesso em: 23 mai. 2020.

PUTNINŠ, Tālis J. **Closing price manipulation and the integrity of stock exchanges**. 2009. Disponível em: <https://core.ac.uk/download/pdf/41234083.pdf>. Acesso em: 22 set. 2020.

PUTNINŠ, Tālis J. **Market manipulation: a survey**. 2011. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1805642>. Acesso em: 22 set. 2020.

REALE, Miguel. **Lições preliminares de Direito**. 27.ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

REALE, Miguel. **Teoria tridimensional do direito**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 1994.

REGO, Anna Lygia Costa. **Aspectos jurídicos da confiança do investidor estrangeiro no Brasil**. Tese (Doutorado em Direito) – Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2133/tde-20122010-142820/pt-br.php>. Acesso em: 20 set. 2020.

- RIENZI, Mark L.; BUCK, Stuart. **Federal Courts, Overbreadth, and Vagueness: Guiding principles for constitution challenges to uninterpreted state statutes.** Utah Law Review, v. 381, 2002.
- ROSTOW, Eugene V. **The democratic character of judicial review.** Harvard Law Review, v. 66, n.2, dec. 1952, p. 193-224. Disponível em: https://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/2135/. Acesso em: 23 mai. 2020.
- SABINO, Marco Antonio da Costa. **Publicidade e Liberdade de Expressão.** Curitiba: Juruá, 2019.
- SALAMA, Bruno Meyerhof. **O fim da responsabilidade limitada no Brasil: história, direito e economia.** São Paulo: Malheiros, 2014.
- SANTOS, Handemba Mutana Poli dos. **A responsabilização do coordenador líder por infração ao dever de informar: como indenizar os danos dos investidores?** Dissertação (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – Programa de Pós-Graduação em Direito da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2011. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/8371>. Acesso em: 20 set. 2020.
- SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **A racionalidade econômica do combate ao insider trading: assimetria de informação e dano ao mercado.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, a. 46, n. 147, jul./set. 2007.
- SCHAUER, Frederick. **Fear, risk and the first amendment: unraveling the chilling effect.** Boston University Law Review, v. 879, p. 685-732, 1978. Disponível em: <https://scholarship.law.wm.edu/facpubs/879/>. Acesso em: 2 jun. 2020.
- SCHMIDT, Andrei Zenkner. **O (ainda necessário) debate acerca do conceito material de lavagem de dinheiro.** In: LOBATO, José Danilo Tavares; MARTINELLI, João Paulo Orsini; SANTOS, Humberto Souza. Comentários ao Direito Penal Econômico brasileiro. Belo Horizonte: D'Plácido, 2018. p. 676 e 684.
- SILVA, José Afonso da. **Curso de Direito Constitucional positivo.** 33.ed. São Paulo: Malheiros, 2010.
- SILVA, Plínio Marcos de Sousa. **Mercado de capitais: sistema protetivo dos interesses coletivos dos investidores e consumidores.** Dissertação (Mestrado em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade de Ribeirão Preto, UNAERP, Ribeirão Preto, 2008. Disponível em: <http://tede.unaerp.br/handle/tede/26>.
- SMITH, Steven D. **The restoration of tolerance.** California Law Review, v. 78, n. 2, mar. 1990, p. 305-356. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/3480724>. Acesso em: 2 jun. 2020.
- SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel. **Direito Constitucional: teoria, história e métodos de trabalho.** 2.ed. Belo Horizonte: Fórum, 2017.
- SOUZA, Newton Sergio de. **Divulgação de informações de natureza subjetiva: a experiência do direito norte-americano.** Revista Brasileira de Mercado de Capitais, v. 7, n. 19, jan./abr. 1981, p. 51-69.
- SOUZA, Paloma dos Reis Coimbra de. **A tomada de controle de companhia aberta: a poison pill à brasileira.** Dissertação (Mestrado em Direito) - Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011. Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-21082012-110744/pt-br.php>. Acesso em: 20 set. 2020.

STIGLER, George J. **Public regulation of the Securities Market**. The Journal of Business, v. 37, n. 2, apr. 1964, p. 117-142. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2351027>. Acesso em: 20 set. 2020.

STIGLER, George J. **The Economics of Information**. Journal of Political Economy, v. 69, n. 3, jun. 1961, p. 213-225. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/1829263>. Acesso em: 20 set. 2020.

STRONG, Frank R. **Fifty years of “clear and present danger”**: from Schenck to Brandenburg – and beyond. The Supreme Court Review, v. 1969, p. 41-80, 1969. Disponível em: <https://www.journals.uchicago.edu/doi/pdfplus/10.1086/scr.1969.3108673>. Acesso em: 23 mai. 2020.

TALEB, Nassim Nicholas. **Antifrágil**. Tradução de Eduardo Rieche. Rio de Janeiro: Best Business, 2015.

TUSHNET, Mark. **The logic of experience**: Oliver Wendell Holmes on the Supreme Judicial Court. Virginia Law Review, v. 63, n. 6, oct. 1977, p. 975-1052. DOI: 10.2307/1072524.

VEIGA, Alexandre Brandão da. **Crime de manipulação, defesa e criação de mercado**. Coimbra: Almedina, 2001. p. 148.

VERMEULE, Adrian. **Liberalism and the invisible hand**. American Affairs, v. 3, n. 1, spring 2019. Disponível em: <https://americanaffairsjournal.org/2019/02/liberalism-and-the-invisible-hand/>. Acesso em: 23 mar. 2020.

VERMEULE, Adrian. **The constitution of risk**. New York: Cambridge University Press, 2014.

WELLS, Joseph T. **Manual da fraude na empresa**: prevenção e detecção. 2.ed. Almedina: 2009.

WILSON, Richard Ashby; KIPER, Jordan. **Incitement in an era of populism**: updating Brandenburg after Charlottesville. University of Pennsylvania Journal of Law and Public Affairs, v. 5, n. 2, jan. 2020. Disponível em: <https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1064&context=jlpa>. Acesso em: 23 mai. 2020.

WITHANAWASAM, Rasika Maduranga. **Modelling trade-based manipulation strategies in limit-order markets**. 2013. Disponível em: <https://ourarchive.otago.ac.nz/handle/10523/4047>. Acesso em: 22 set. 2020. p. 33.

WYZANSKI Jr., Charles E. **The democracy of justice Oliver Wendell Holmes**. Vanderbilt Law Review, v. 7, n. 3, apr. 1954.

XAVIER, Alberto. **Tipicidade da tributação, simulação e norma antielisiva**. São Paulo: Dialética, 2002.