

# O DELITO DE MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS: CONSIDERAÇÕES DOGMÁTICAS CRÍTICAS

## CRIME OF THE SECURITIES MARKET MANIPULATION: DOGMATIC CONSIDERATIONS CRITICAL

*Benedicto de Souza Mello Neto\**

<http://lattes.cnpq.br/3556862559458054>

### RESUMO

O mercado de capitais, como parte do mercado financeiro, é responsável por promover o encontro dos agentes econômicos deficitários e superavitários para, através da canalização da poupança nacional, promover a capitalização das empresas e, uma vez emitidos os valores mobiliários, dotá-los de liquidez. Com essas funções, portanto, o mercado de capitais desempenha importante papel na economia, contribuindo diretamente para o desenvolvimento econômico, por meio da transferência de recursos entre os diversos agentes econômicos. Em virtude disso, a Constituição Federal atribui ao sistema financeiro nacional, do qual o mercado de capitais é parte integrante, o escopo de promover o desenvolvimento equilibrado do País e servir aos interesses da coletividade. Em função de suas peculiaridades e das características dos valores mobiliários nele negociados, o mercado de capitais apresenta-se muito sensível a abruptas mudanças, o que gera uma ingente necessidade de ser abastecido de informações, as quais devem ser precisas, verdadeiras, e amplamente divulgadas. Todavia, determinadas condutas perpetradas por fraude ou infração de deveres afrontam principalmente o regular funcionamento do mercado de capitais, com repercussões sobre sua estabilidade, eficiência e credibilidade. Assim, foi previsto pela Lei nº 10.303/2001 o delito de “manipulação de mercado”.

**PALAVRAS-CHAVE:** mercado de capitais; tutela penal; manipulação de mercado.

### ABSTRACT

The capital market, as part of the financial market, is the one responsible for promoting the meeting of the economical surplus and deficit agents for, throughout channeling the national savings, promoting the capitalization of the companies and, once the securities are emitted, provide them with liquidity. With these functions, therefore, the market of capitals performs an important role in the economy once it directly contributes for the economic development throughout the transference of resources among the several economic agents. Due to that, the Constitution grants the national financial system, which includes the market of capitals, with the scope of promoting the balanced development of the country and serving the interests of all. Because of its particularities and the characteristics of the securities negotiated, the market of capitals is very sensitive to abrupt changes, and that generates the need of receiving information that is precise, true and broadly spread. However, some conducts passed on due to fraud or infraction of duties harm the regular functioning of the market of capitals, with repercussions on its stability, efficiency and credibility. Then, through Law 10.303/2001, the “manipulation of market.”

---

\* Mestre em Direitos Difusos e Coletivos, área de concentração Direito Penal, pela Universidade Estadual de Maringá (UEM). Professor Assistente de Direito Penal na Universidade Estadual de Londrina (UEL), em Londrina e na Faculdade Catuaí (Cambé). Professor de Direito Penal Tributário e Direito Penal Econômico na pós-graduação em Direito Penal e Processo Penal da Universidade Estadual de Londrina.

**KEY-WORDS:** market of capitals; criminal protection; manipulation of the market.

## **INTRODUÇÃO**

A economia atual – uma das manifestações da globalização – desenvolveu-se em função de gradativa evolução histórica, desde a primeira mobilização de capitais, passando pelo incremento do financiamento às companhias comerciais, durante o Mercantilismo, “para atingir a consolidação a partir do século XIX, com a Revolução Industrial, e século XX, com o desenvolvimento dos transportes e dos meios de comunicação”.<sup>1</sup>

Para a economia chegar a esse estágio de desenvolvimento, imprescindível papel desempenharam as sociedades anônimas no acúmulo de capitais, possuindo como princípios norteadores a diluição do risco causado pelo empreendimento novo e a divisão dos gastos para empreender tal feito.

Com o aparecimento das sociedades anônimas, tornou-se indispensável a criação de um local em que poderiam ser transacionados os títulos e valores emitidos por essas empresas, constituindo um grande e interligado sistema responsável pela captação de recursos disponíveis (poupança) para ulterior aplicação em atividades diversas (investimentos). Assim, surge o mercado de capitais (caracterizado por operar a prazos longos ou indeterminados, por meio de um sistema de distribuição e circulação) para atender a duas importantes finalidades: capitalizar as companhias (mercado primário) e dotar os valores por elas emitidos de liquidez (mercado secundário).

Em razão de seu relevante papel – inclusive de cunho social – o mercado de capitais é regulado e fiscalizado pelo Estado, o que, todavia, não afasta a atuação daqueles que, de qualquer forma, burlam as regras do mercado pela manipulação de suas estruturas, de modo a diminuir ou mesmo aniquilar os riscos inerentes às negociações com valores mobiliários, em detrimento de outros agentes econômicos ou mesmo de todo o mercado, pela afetação de sua credibilidade, transparência, confiabilidade, estabilidade e eficiência.

Para coibir tais práticas intoleráveis e atentatórias contra bem de tamanha relevância para a ordem econômica, veio a lume a Lei 10.303/2001, que acrescentou à Lei nº 6.385/1976 três figuras delituosas, dentre as quais o tipo penal de “manipulação de mercado”, capitulado no artigo 27-C.

## **2 MERCADO DE CAPITAIS**

---

<sup>1</sup> MELLO NETO, Benedicto de Souza. *Alguns aspectos da tutela penal do mercado de capitais*. 2007. 182 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Estadual de Maringá, Maringá, p. 11.

## 2.1 Conceito de mercado de capitais

O mercado de capitais perfaz, juntamente com os mercados monetário, de crédito e cambial, o que se costuma denominar mercado financeiro, sendo esse, segundo Eizirik<sup>2</sup>, “o local onde o dinheiro é gerido, intermediado, oferecido e procurado, por meio de canais de comunicação que se entrelaçam na formação de sistemas”, consistindo no “conjunto de mecanismos voltados para a transferência de recursos entre os agentes econômicos”.

Nesse sentido, o mercado de capitais compõe-se de um “complexo de instituições financeiras destinadas a negociar títulos e valores mobiliários, canalizando a poupança e distribuindo valores mobiliários com o escopo de capitalizar as empresas e conferir liquidez aos títulos por elas emitidos”.<sup>3</sup> Assim, o mercado de capitais prima pela peculiar finalidade de contribuir para a formação de um fator de produção extremamente importante – o capital – o fazendo pelo “reforço de capital fixo”.<sup>4</sup>

Contudo, em que pese sua importância, há certa confusão doutrinária no emprego das expressões “mercado de capitais” e “mercado de valores mobiliários”. Ora são diferenciados, entendendo-se que o mercado de valores mobiliários constitui “subsistema do mercado de capitais no qual se realizam operações de compra e venda de ações e outros valores mobiliários de emissão das sociedades anônimas”<sup>5</sup>; ora são considerados como sinônimos, uma vez que à idéia de mercado de capitais ligam-se as negociações com valores mobiliários.<sup>6</sup>

Essa confusão é alimentada pela própria legislação, “pois na Lei nº 6.385/1976 – que ‘dispõe sobre o *mercado de valores mobiliários* e cria a Comissão de Valores Mobiliários’ – está presente o capítulo VII – B, sob a rubrica ‘Dos crimes contra o *mercado de capitais*’, em que são previstas condutas delituosas relacionadas expressamente com o mercado de valores mobiliários. De qualquer forma, não está incorreta a utilização da

---

<sup>2</sup> EIZIRIK, Nelson Laks. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 28.

<sup>3</sup> MELLO NETO, Benedicto de Souza. *Alguns aspectos da tutela penal do mercado de capitais*. 2007. 182 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Estadual de Maringá, Maringá, pp. 30-31. No mesmo sentido: PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de capitais: fundamentos e técnicas*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005, p. 135.

<sup>4</sup> GASTALDI, J. Petrelli. *Elementos de Economia política*. 17 ed. São Paulo: Saraiva, 1999, p. 197. No mesmo sentido, FELDENS, Aray Miguel. Mercado de fatores de produção. In: SOUZA, Nali de Jesus de (coord.). *Introdução à Economia*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1997, p. 137-159, p. 139. LAMEIRA, Valdir de Jesus. *Mercado de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2003, p. 08.

<sup>5</sup> PAPINI, Roberto. *Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1988, p. 09.

<sup>6</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*, v. 2. 9. ed. de acordo com a nova Lei de falências. São Paulo: Saraiva, 2006, p. 69. No mesmo sentido: MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Tributação no mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. São Paulo: Dialética, 1999, p. 22.

expressão ‘mercado de capitais’, uma vez que, ainda que se considerem mercados diversos, o ‘mercado de valores mobiliários’ é abrangido por aquele.”<sup>7</sup>

De qualquer forma, independentemente da posição adotada, é certo que, uma vez emitidos os valores mobiliários pelas companhias para sua capitalização, o mercado de capitais ainda cumpre outra importante função, que viabiliza e contribui para a eficiência do sistema de emissão de títulos, qual seja, proporcionar-lhes liquidez.<sup>8</sup>

Para atender a essa dupla finalidade complementar – capitalizar as companhias e dotar os valores por elas emitidos de liquidez –, “o mercado de capitais ainda se caracteriza por operar a longo prazo ou prazo indeterminado<sup>9</sup>, por intermédio de um sistema de distribuição e circulação de valores mobiliários formado por um conjunto de instituições financeiras, como bolsas de valores, sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, etc”<sup>10</sup>

O mercado de capitais, portanto, enquanto subdivisão do mercado financeiro, é dotado de um sistema apto a cumprir “a importante função de transferir recursos no tempo alocando a poupança disponível às oportunidades de investimento existentes”<sup>11</sup>, contribuindo sobremaneira para aumentar a eficácia da alocação do capital disponível pelas poupanças para posteriores investimentos<sup>12</sup>, sendo, portanto, “socialmente relevante que esta função seja cumprida com eficiência, o que fará com que a poupança seja canalizada com mais intensidade para as melhores oportunidades de investimento”.<sup>13</sup>

Para alocar recursos a quem necessita e dotar os valores e títulos emitidos de liquidez, o mercado de capitais divide-se em duas realidades distintas, porém complementares, denominadas de mercado primário e mercado secundário. No mercado primário, “relacionam-se as duas figuras centrais do mercado: de um lado, as companhias emissoras de valores mobiliários; do outro, os subscritores, investidores que disponibilizarão

---

<sup>7</sup> MELLO NETO, Benedicto de Souza. *Alguns aspectos da tutela penal do mercado de capitais*. 2007. 182 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Estadual de Maringá, Maringá, p. 30.

<sup>8</sup> PERIN JÚNIOR, Écio. A Lei n. 10.303/2001 e a proteção do acionista minoritário. São Paulo: Saraiva, 2004, p. 84.

<sup>9</sup> FELDENS, A. M., op. cit., p. 139. No mesmo sentido, GASTALDI, J. P., op. cit., p. 197. LAMEIRA, V. J., op. cit., p. 08. ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro: Aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Pioneira, 1999, p. 03.

<sup>10</sup> MELLO NETO, Benedicto de Souza. *Alguns aspectos da tutela penal do mercado de capitais*. 2007. 182 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Estadual de Maringá, Maringá, p. 31. No mesmo sentido, vide: SANDRONI, Paulo. *Dicionário de economia do século XXI*. Rio de Janeiro: Record, 2005, p. 531.

<sup>11</sup> BRITO, Ney O.; MENEZES, José Célio F. de. A eficiência informacional fraca do Mercado à Vista da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (1973-80). *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, v. 8, n. 23, p. 119-133, maio/ago. 1982, p. 119. Neste sentido, BASCH, Antonín; KYBAL, Milic. *Os mercados de capitais da América Latina*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1971, p. 03.

<sup>12</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 76.

<sup>13</sup> BRITO, Ney Roberto Ottoni de. A eficiência informacional do mercado à vista da BVRJ no período de janeiro de 1980 a julho de 1984. In: \_\_\_\_\_.(Org.). *Gestão de investimentos*. São Paulo: Atlas; Rio de Janeiro: Ed. Universidade Federal do Rio de Janeiro, 1989. p 23-35, p. 23.

seus recursos à emissora para sua capitalização, adquirindo direitos que variarão conforme a natureza dos valores mobiliários emitidos”.<sup>14</sup>

Uma vez emitidos e adquiridos os respectivos valores mobiliários, evidenciou-se a necessidade de outro tipo de mercado de capitais, capaz de dotar esses títulos da devida liquidez.<sup>15</sup> Assim, tem-se o mercado de capitais secundário, “não mais com o objetivo imediato de capitalizar a sociedade emissora de valores mobiliários, mas sim de promover a sua circulação, seja por meio das bolsas de valores ou mesmo do mercado de balcão”.<sup>16</sup>

## 2.2 Estrutura do mercado de capitais brasileiro

O mercado financeiro – que acaba por englobar o mercado de capitais – opera por meio de um sistema, através do qual são ordenadas as suas diversas atribuições, na tarefa de reunir os agentes econômicos superavitários e deficitários de recursos. Dessa forma, tem-se o conceito de sistema financeiro nacional<sup>17</sup>, constituindo “o conjunto de instituições e instrumentos financeiros que possibilita a transferência de recursos dos ofertadores finais para os tomadores finais, e cria condições para que os títulos e valores mobiliários tenham liquidez no mercado”.<sup>18</sup>

O sistema financeiro nacional passou por uma considerável evolução histórica, fruto de intensa produção legislativa, “cujos efeitos, por mais que se busque um critério de sistematização, se projetam no tempo e ultrapassam quaisquer períodos evolutivos

---

<sup>14</sup> MELLO NETO, Benedicto de Souza. *Alguns aspectos da tutela penal do mercado de capitais*. 2007. 182 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Estadual de Maringá, Maringá, p. 33.

<sup>15</sup> SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Os valores mobiliários na Lei das S/A. *Revista de direito mercantil industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, v. 107, p. 123-28, jul./set. 1997, p. 123. No mesmo sentido: LAMEIRA, V. J., op. cit., p. 125; PINHEIRO, J. L., op. cit., p. 151.

<sup>16</sup> MELLO NETO, Benedicto de Souza. *Alguns aspectos da tutela penal do mercado de capitais*. 2007. 182 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Estadual de Maringá, Maringá, p. 35.

<sup>17</sup> “Sistema Financeiro Nacional [...] foi a denominação dada à nova organização que se instituiu, visando a centralizar e coordenar a política e os serviços bancários, monetários e creditícios do país, anteriormente exercidos por vários órgãos como Ministério da Fazenda, Banco do Brasil etc..., de forma dispersa e, por vezes, conflitante.” (LAMEIRA, V. J., op. cit., p. 13).

<sup>18</sup> CAVALCANTI, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio. *Mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2002, p. 25. No mesmo sentido, tem-se: RUDGE, Luiz Fernando; CAVALCANTE, Francisco. *Mercado de capitais*. 4. ed. rev. e aum. Belo Horizonte: CNBV, 1998, p. 49. De modo muito semelhante, pode-se dizer que Sistema Financeiro Nacional é “o conjunto de instituições que atuam no processo de conciliar interesses de agentes deficitários e superavitários e de converter poupança em investimento”. (OLIVEIRA, Gilson Alves de; PACHECO, Marcelo Marques. *Mercado Financeiro: objetivo e profissional*. São Paulo: Fundamento Educacional, 2006, p. 14).

que se possam delimitar”<sup>19</sup>, “fato esse que prejudica a sistematização do conteúdo estrutural do sistema financeiro nacional por meio das experiências passadas”.<sup>20</sup>

Apesar da configuração heterogênea apresentada durante toda a sua história, envolvida por contextos político-econômicos próprios, que marcaram indelevelmente a própria sociedade brasileira, com reflexos até os dias atuais, a evolução do sistema financeiro nacional pode ser dividida, para efeitos didáticos, em períodos bem situados. A evolução histórica do sistema financeiro pode ser, portanto, dividida em oito fases distintas, conforme a realidade histórica da época, vale dizer, 1808/1845, 1845/1889, 1889/1898, 1898/1930, 1930/1945, 1945/1964, 1964/1994 e 1994 até os dias atuais.<sup>21</sup>

A atual estrutura do sistema financeiro nacional foi configurada a partir de 1964<sup>22</sup>, principalmente pela Lei nº 4.595/1964 – que dispôs sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, criou o Conselho Monetário Nacional e deu outras providências –, nomeando em seu art. 1º os integrantes do Sistema Financeiro Nacional: Conselho Monetário Nacional; Banco Central do Brasil; Banco do Brasil S.A.; Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico<sup>23</sup>; demais instituições financeiras públicas e privadas.<sup>24</sup> A Lei nº 4.595/1964, ao definir legalmente os integrantes do Sistema Financeiro Nacional, atribuindo-lhes âmbitos específicos de atuação e criando uma série de divisões em virtude das atribuições de cada instituição, procurou melhor organizar e sistematizar o setor financeiro, mediante o processo denominado de “compartimentação”.<sup>25</sup>

---

<sup>19</sup> TURCZYN, Sidnei. *O sistema financeiro nacional e a regulação bancária*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005, p. 93.

<sup>20</sup> MELLO NETO, Benedicto de Souza. *Alguns aspectos da tutela penal do mercado de capitais*. 2007. 182 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Estadual de Maringá, Maringá, p. 47.

<sup>21</sup> PAULIN, Luiz Alfredo. A evolução do sistema financeiro nacional. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v. 17, p. 76-89, jul./set. 2002, p. 77.

<sup>22</sup> Antes dessa data, o “sistema financeiro nacional carecia de uma estruturação racional adequada às necessidades e carências da sociedade como um todo”. (FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005, p. 15).

<sup>23</sup> Posteriormente, o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico teve sua denominação alterada para Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

<sup>24</sup> “Art. 1º O sistema Financeiro Nacional, estruturado e regulado pela presente Lei, será constituído: I - do Conselho Monetário Nacional; II - do Banco Central do Brasil; III - do Banco do Brasil S. A.; IV - do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico; V - das demais instituições financeiras públicas e privadas.”

<sup>25</sup> “Apesar do caráter sistemático da reforma levada a efeito pela Lei 4.595/1964, especialmente no tocante aos órgãos do Sistema, tal lei não introduz uma alteração radical na estrutura que o mercado apresentava, caracterizada por uma série de divisões e subdivisões decorrentes da especialidade operacional das instituições. Essa estrutura, conhecida por ‘compartimentação’, apresentava como resultado a existência de várias pessoas jurídicas dedicando-se às operações financeiras diferenciadas pelas peculiaridades do crédito concedido, com o conseqüente aumento de custos e despesas na administração dos recursos.” (TURCZYN, S., op. cit., p. 131-132). No mesmo sentido: MELLO NETO, Benedicto de Souza. *Alguns aspectos da tutela penal do mercado de capitais*. 2007. 182 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Estadual de Maringá, Maringá, p. 48.

### 3 LEGITIMIDADE DA INTERVENÇÃO DO DIREITO PENAL NO MERCADO DE CAPITAIS

O mercado de capitais, enquanto integrante do mercado financeiro, desempenha relevante função econômica, ao permitir a alocação de ingentes recursos financeiros, provenientes das poupanças, para os respectivos investimentos, a prazos longos ou aleatórios.<sup>26</sup> Dessa forma, “o processo poupança/investimento representa um importante fator para todo o ciclo econômico, influenciando diretamente o consumo – uma vez que a poupança é a parte da renda não consumida e o investimento é a protelação da data de um consumo em potencial – e a produção, porquanto, para produzir e gerar riquezas, as empresas precisam de recursos obtidos nos diversos mercados financeiros”.<sup>27</sup>

Pela função desempenhada, desume-se que o mercado de capitais insere-se, sem a menor sombra de dúvidas, na denominada ordem econômica, em seu sentido amplo<sup>28</sup>, como um imprescindível mercado em que entram em contato agentes econômicos superavitários (que possuem recursos) e agentes deficitários (necessitados de recursos), representando um importante propulsor do desenvolvimento econômico, constituindo um bem jurídico de titularidade metaindividual.<sup>29</sup>

Com a tutela penal do mercado de capitais, portanto, “não se protegem os interesses dos investidores isoladamente considerados, ou mesmo uma soma de interesses privados, mas sim objetiva-se defender o mercado em si – em que atua o conjunto anônimo dos agentes econômicos<sup>30</sup> –, como bem jurídico autônomo, pela preservação de suas estruturas, sua integridade, sua credibilidade, sua eficiência”.<sup>31</sup>

---

<sup>26</sup> Portanto, “o mercado de capitais assume papel dos mais relevantes no processo de desenvolvimento econômico. É o grande municiador de recursos permanentes para a economia, em virtude da ligação que efetua entre os que têm capacidade de poupança, ou seja, os investidores, e aqueles carentes de recursos de longo prazo, ou seja, que apresentam déficit de investimento.” (ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2001, p. 111).

<sup>27</sup> MELLO NETO, Benedicto de Souza. *Alguns aspectos da tutela penal do mercado de capitais*. 2007. 182 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Estadual de Maringá, Maringá, p. 91.

<sup>28</sup> Assim, os delitos praticados no mercado de capitais são delitos econômicos em sentido amplo, que não se prestam a tutelar o intervencionismo estatal. (ALEMANY EGUIDAZU, Jesús Miguel. *La manipulación de los mercados de valores: estudio multidisciplinar ilustrado con casos reales*. Madrid: Dijusa, 2002, p. 150).

<sup>29</sup> MELLO NETO, Benedicto de Souza. *Alguns aspectos da tutela penal do mercado de capitais*. 2007. 182 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Estadual de Maringá, Maringá, p. 92.

<sup>30</sup> “Na verdade, face ao grau de complexidade dos mecanismos econômicos e financeiros, mas não só, a proteção penal não se pode quedar nos clássicos crimes de furto, abuso de confiança e burla. Comportamentos há que, não obstante não prejudicarem ou ofenderem diretamente uma concreta pessoa, lesam indiscriminadamente todos os membros da comunidade econômica”. (COSTA, José de Faria; RAMOS, Maria Elisabete. *O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading): a informação enquanto problema jurídico-penal*. Coimbra: Coimbra, 2006, p. 35)

<sup>31</sup> MELLO NETO, Benedicto de Souza. *Alguns aspectos da tutela penal do mercado de capitais*. 2007. 182 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Estadual de Maringá, Maringá, p. 92.

Em que pese não se tratar de tarefa das mais simples<sup>32</sup>, dadas as características do mercado de capitais, é imprescindível delimitar adequadamente o bem jurídico em tela, “tendo em vista que uma das confusões surgidas na individualização dos bens jurídicos tutelados pelo Direito Penal Econômico reside justamente na diferenciação entre os interesses do mercado de capitais em si e os interesses de determinada sociedade emissora de valores mobiliários, originando, respectivamente, os delitos contra o mercado e os delitos societários”.<sup>33</sup>

Com efeito, os delitos contra o sistema financeiro nacional – dentre os quais aqueles praticados contra o regular funcionamento do mercado de capitais –, “a despeito da lesão ao patrimônio individual que possam causar, ofendem, essencialmente, interesses supra-individuais [...] Já os delitos societários, contidos no Direito Penal Comercial (denominação predominante na Itália), fundamentalmente agridem o patrimônio individual”.<sup>34</sup>

Dessa forma, com relação aos delitos praticados contra o mercado de capitais, pode-se dizer que “a tônica da reprovação social está centrada na ameaça do dano que representam para o sistema financeiro, que se caracteriza como um interesse jurídico supra-individual e no qual se destacam os seguintes aspectos: a) a organização do mercado; b) a regularidade dos seus instrumentos; c) a confiança nele exigida e d) a segurança dos negócios”<sup>35</sup>, ao passo que os delitos societários referem-se a condutas criminosas praticadas na fundação e administração das sociedades mercantis, máxime as denominadas sociedades anônimas.<sup>36</sup>

De fato, o bem jurídico que se busca proteger com a previsão dos delitos contra a ordem econômica – entre os quais aqueles que afetam o mercado de valores mobiliários – é indispensável na atual sociedade, “caracterizada pela fragilidade de seus subsistemas de produção e distribuição, por suas enormes necessidades de força de trabalho e de capital, e pela multiplicidade de suas interdependências e conflitos de interesses sociais”.<sup>37</sup> Em verdade, na atual estrutura de sociedade de mercado globalizado e vulnerável, “é indispensável a regulação jurídica dos abusos violadores da ordem econômica, de molde a que

---

<sup>32</sup> SANTOS, Marino Barbero; ARAÚJO JÚNIOR, João Marcello de. *A reforma penal: ilícitos penais econômicos*. Rio de Janeiro: Forense, 1987, p. 131.

<sup>33</sup> MELLO NETO, Benedicto de Souza. *Alguns aspectos da tutela penal do mercado de capitais*. 2007. 182 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Estadual de Maringá, Maringá, p. 92.

<sup>34</sup> SANTOS, M. B.; ARAÚJO JÚNIOR, J. M., op. cit., p. 131.

<sup>35</sup> ARAÚJO JÚNIOR, João Marcello de. *Dos crimes contra a ordem econômica*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1995, p. 145-46.

<sup>36</sup> SANTOS, M. B.; ARAÚJO JÚNIOR, J. M., op. cit., p. 131.

<sup>37</sup> TIEDEMANN, Klaus. Apresentação crítica: crimes contra a ordem econômica. In: ARAÚJO JÚNIOR, João Marcello de. *Dos crimes contra a ordem econômica*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1995, p. 17-25, p. 17.



fique garantida a proteção social do mercado e de todos os que participem dele, especialmente os mais débeis”.<sup>38</sup>

Tamanha a importância adquirida pelos mercados financeiros nas últimas décadas que a atual Constituição Federal, pela primeira vez na história constitucional do País<sup>39</sup>, tratou expressamente do sistema financeiro nacional, asseverando, em seu art. 192,<sup>40</sup> que ele é estruturado “de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade”. Nesses termos, a Constituição Federal de 1988 dotou o sistema financeiro nacional de um sentido e objetivos claros, “de sorte que as instituições financeiras privadas ficam assim, também, e de modo muito preciso, vinculadas ao cumprimento de funções sociais bem caracterizadas”.<sup>41</sup> Tratado como matéria constitucional, “o sistema financeiro nacional, portanto, manifesta especial necessidade de proteção, máxime diante da previsão expressa de cumprimento de determinados fins sociais, os quais fatalmente contribuíram para a seleção<sup>42</sup> do mercado de capitais como bem jurídico a ser tutelado pelo Direito Penal.”<sup>43</sup>

Diante da importância do mercado de capitais para a ordem econômica como um todo, já descortinada, evidente que o Direito Penal deve perfeitamente tutelar esse bem jurídico, coibindo aquelas agressões intoleráveis ao mercado de valores. De fato, sempre que houver uma agressão reputada intolerável a um bem jurídico importante, a intervenção

---

<sup>38</sup> ARAÚJO JÚNIOR, João Marcello de. O direito penal econômico. *Revista brasileira de ciências criminais*, São Paulo, V. 25, p.142-156, jan./março de 1999, p. 150.

<sup>39</sup> BASTOS, Celso Ribeiro. Do sistema financeiro nacional. In: BASTOS, Celso Ribeiro; MARTINS, Ives Gandra. *Comentários à Constituição do Brasil: promulgada em 5 de outubro de 1988*. São Paulo: Saraiva, 1988, p. 350-445, p. 350. No mesmo sentido: COSTA JÚNIOR, Paulo José da; QUEIJO, Maria Elizabeth; MACHADO, Charles Marcildes. *Crimes do colarinho branco*. São Paulo: Saraiva, 2000, p. 24.

<sup>40</sup> “Art. 192. 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 disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram”.

<sup>41</sup> SILVA, José Afonso da. *Curso de direito constitucional positivo*. 24. ed. São Paulo: Malheiros, 2005, p. 826.

<sup>42</sup> Sobre a seleção de bens jurídicos, vide, com riqueza de detalhes: TAVARES, Juarez. Critérios de seleção de crimes e cominação de penas. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. São Paulo, número especial de lançamento, dezembro 1992, p. 75-87.

<sup>43</sup> MELLO NETO, Benedicto de Souza. *Alguns aspectos da tutela penal do mercado de capitais*. 2007. 182 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Estadual de Maringá, Maringá, pp. 94-95. Assim, “[...] na seleção dos bens jurídicos tutelados pelo Direito Penal e nas formas de agressão diante das quais devem ser protegidos, desempenham um papel decisivo, ao lado das concepções ético-sociais e jurídicas, as orientações políticas dominantes em uma sociedade, num determinado momento histórico. Estas orientações políticas têm reflexo na Constituição, nos regimes democráticos. Na Carta Constitucional se reconhece a dignidade da pessoa humana e se assegura a proteção aos direitos e liberdades fundamentais dela emanados. Se não se trata de um Estado meramente liberal, mas social e democrático de Direito, como ocorre na Espanha e no Brasil, encontram-se estampados também na Constituição outros direitos essenciais para a promoção do bem-estar econômico, social e cultural dos cidadãos”. (CEREZO MIR, José. Prefácio à 1. edição. In: PRADO, Luiz Regis. *Bem jurídico-penal e constituição*. 3. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003, p. 07-09, p. 07-08).

estatal deverá ser mais acentuada<sup>44</sup>, por meio do Direito Penal, que observará nas incriminações “a gravidade das infrações, do ponto de vista material (desvalor ético social e cultural) e, somente em um segundo momento, considerações de política criminal (a rapidez e a eficácia da sanção)”<sup>45</sup>.

## 4 O DELITO DE MANIPULAÇÃO DE MERCADO

### 4.1 Bem jurídico tutelado e sujeitos do delito

O crime de “manipulação de mercado” afeta o mercado de capitais de modo global, em vários de seus elementos – credibilidade<sup>46</sup>, confiabilidade<sup>47</sup>, estabilidade, funcionamento –, numa verdadeira reação em cadeia, haja vista as características específicas do bem jurídico protegido, sobrelevando a eficiência do próprio mercado de capitais.<sup>48</sup>

Apesar de se estar diante de um bem jurídico transindividual, “não há como negar que se protege também, de modo complementar<sup>49</sup>, o patrimônio do investidor<sup>50</sup> e os interesses das companhias emitentes de valores mobiliários, enquanto bens jurídicos individuais”<sup>51</sup>.

Quanto aos eventuais sujeitos ativos, trata-se de um delito comum<sup>52</sup>, visto que qualquer pessoa pode cometer o crime de “manipulação de mercado”, “sendo freqüente a utilização de tais manobras por poderosos agentes do próprio mercado”<sup>53</sup>. Desse modo, pode-

---

<sup>44</sup> TAVARES, Juarez. *Teorias do delito: variações e tendências*. São Paulo: Revista dos Tribunais. 1980, p. 122-123.

<sup>45</sup> CEREZO MIR, José. Sanções penais e administrativas no direito espanhol. Trad. Luiz Regis Prado. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. São Paulo, v. 1, n. 2, p. 27-40, abr./jun. 1993, p. 31. No mesmo sentido:

<sup>46</sup> ROJAS SALAS, Manuel. Algunos apuntes sobre los delitos bursátiles. *Ciencias penales: Revista de la asociación de ciencias penales de Costa Rica*. San José, v. 12, n. 18, p. 105-14, nov. 2000, p. 109.

<sup>47</sup> EVANGELISTA, Vitor. Da proteção jurídico-penal do mercado de valores mobiliários. Coimbra: I. L., 1998, p. 58

<sup>48</sup> SILVA, João Gomes da. O crime de manipulação do mercado. *Direito e Justiça: Revista da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa*. Lisboa, v.14, n.1, p.193-245. 2000, p. 205.

<sup>49</sup> Nesse sentido, ensina o Prof. Luiz Regis Prado que “parece bem observar que entre os bens jurídicos individuais e metaindividuais há, em sentido material, uma relação de complementaridade (v.g., a saúde pública em relação à individual; o ambiente em relação à qualidade de vida do homem). Naqueles a referência individual privada é direta; nestes a referência pessoal é indireta, em maior ou em menor grau. São bens universais, da sociedade como um todo, com um marco individual mais ou menos acentuado”. (PRADO, Luiz Regis. *Bem jurídico-penal e constituição*. 3. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003, p. 107).

<sup>50</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código de Valores Mobiliários. Coimbra: Almedina, 2000, p. 204.

<sup>51</sup> MELLO NETO, Benedicto de Souza. *Alguns aspectos da tutela penal do mercado de capitais*. 2007. 182 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Estadual de Maringá, Maringá, p. 102.

<sup>52</sup> VEIGA, Alexandre Brandão da. *Crime de manipulação, defesa e criação de mercado*. Coimbra: Almedina, 2001, p. 96. Nesse sentido: SILVA, José Gomes da. Op. cit., p. 203.

<sup>53</sup> TÓRTIMA, José Carlos. *Crimes contra o sistema financeiro nacional: uma contribuição ao estudo da Lei nº 7.492/86*. 2. ed. Rio de Janeiro: Lúmen Juris, 2002, p. 178.

se dizer que os sujeitos ativos característicos constituem os profissionais do mercado<sup>54</sup>, vale dizer, agentes econômicos atuantes no mercado financeiro, sendo evidente, por óbvio, que, “pelo seu contato contínuo, com conhecimento de causa e particularmente interessado no mercado de valores mobiliários, é mais comum que os casos de manipulação mais complexos passem pela intervenção deste tipo de agentes”.<sup>55</sup>

O sujeito passivo, por consequência, não constitui uma pessoa individualizada, mas sim a coletividade, “que se vê prejudicada pela insegurança dessa atividade”<sup>56</sup>, bem como o Estado<sup>57</sup> e aqueles investidores e pessoas jurídicas que foram lesados pela manipulação do mercado.

#### **4.2 Estrutura do tipo de injusto**

A conduta incriminada consiste em “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”.

A ação criminosa, portanto, pode se revestir de quaisquer manobras fraudulentas no mercado de valores mobiliários, destacando que a Instrução n. 08 da Comissão de Valores Mobiliários, de 08 de outubro de 1979, em seu inciso I, proíbe “aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas, de molde ser possível a aplicação de penalidades de natureza administrativa”.

Por seu turno, o inciso II da mesma instrução refere-se a: “a) *condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários*, aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa, provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários; b) *manipulação de preços no mercado de valores*

---

<sup>54</sup> VERDELHO, Pedro. Crime de manipulação de mercado: uma perspectiva judiciária. *Revista do ministério público*. Lisboa. V. 22, n. 85, p. 93-104, jan./mar. 2001, p. 94.

<sup>55</sup> VEIGA, A. B., op. cit., p. 96.

<sup>56</sup> PAULA, Áureo Natal de. Crimes contra o sistema financeiro nacional e o mercado de capitais. Curitiba: Juruá, 2006, p. 13.

<sup>57</sup> DE SANCTIS, Fausto Martin. *Punibilidade no sistema financeiro nacional*. Campinas, SP: Millennium, 2003, p. 121.

*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; c) *operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários*, aquela em que se utilize ardid ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros; d) *prática não equitativa no mercado de valores mobiliários*, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencial, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação”<sup>58</sup>.

Pode-se dizer que pelo *modus operandi* “manobras fraudulentas” a prática criminosa abarca duas formas principais de manipulação: o uso de um esquema, artifício ou qualquer manobra fraudulenta ou, ainda, a divulgação de informações fraudulentas sobre fatos relevantes.

A referida instrução da Comissão de Valores Mobiliários enuncia expressamente o ardid e o artifício como meios fraudulentos para induzir os investidores em erro, aquele a astuta aplicação de meios enganosos, revestida de uma forma intelectual, ao passo que o artifício “é toda astuta alteração da verdade, quer simulando o agente o que não existe (v.g., riqueza, qualidades, enfermidades), quer dissimulando a realidade”<sup>59</sup>.

Pela configuração do tipo penal, verifica-se que as informações fraudulentas, para configurarem o delito de “manipulação de mercado”, não sofrem restrições, indo além daquelas que dizem respeito às companhias emitentes de títulos ou aos próprios valores mobiliários, sendo quaisquer que se relacionem “ao mercado, incluindo notícias de caráter político ou social (por exemplo, o anúncio de nacionalização de uma certa empresa, ou o anúncio de uma decisão de uma organização sindical de uma prolongada greve numa determinada fábrica)”<sup>60</sup>.

A manipulação de mercado, portanto, por meio de informações fraudulentas abarca, evidentemente, pela amplitude da expressão, a descrição de quaisquer fatos que não correspondam à realidade e que, em virtude disso, induzem os destinatários em erro.<sup>61</sup>

---

<sup>58</sup> DE SANCTIS, Fausto Martin. *Punibilidade no sistema financeiro nacional*. Campinas, SP: Millennium, 2003, pp. 103-104.

<sup>59</sup> PRADO, Luiz Regis. *Curso de direito penal brasileiro*. V. 2, parte especial. 5. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006, p. 548.

<sup>60</sup> SILVA, J. G., op. cit., p. 212. No mesmo sentido: MELLO NETO, Benedicto de Souza. *Alguns aspectos da tutela penal do mercado de capitais*. 2007. 182 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Estadual de Maringá, Maringá, p. 107.

<sup>61</sup> PINTO, F. L. C., *O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código de Valores Mobiliários*, p. 86. Neste sentido, “é punida a divulgação de informações falsas, aquelas que não correspondem à realidade que se destinam a refletir, o que se pode verificar pela pura desconformidade com a realidade, por um exagero dessa mesma realidade, ou pelo seu caráter incompleto, e é punida, também, a divulgação de notícias tendenciosas ou

O presente delito também pode ser cometido por meio das denominadas “operações simuladas”, “sendo incontáveis os atos praticados no mercado de capitais que estariam abrangidos pela classificação genérica de operações, cujo conceito, portanto, dependeria de cada instituto isoladamente analisado.”<sup>62</sup>

A essência da simulação das operações está em criar uma falsa e, portanto, “enganosa aparência”<sup>63</sup> de um comércio de valores mobiliários, objetivando provocar alteração do preço dos valores negociados<sup>64</sup>, cuja aparência, evidentemente, não retrata a realidade do negócio eventualmente feito.<sup>65</sup> As denominadas operações simuladas ou outras práticas fraudulentas, em outras palavras, constituem “operações aparentemente regulares, mas que, na realidade, são controladas pelos agentes de forma a violar o livre jogo da oferta e da procura.”<sup>66</sup>

Desse modo, os agentes envolvidos nessas operações simuladas “fazem aparentar a realização de autênticas operações de compra e venda, na verdade um jogo de cartas marcadas entre os participantes, com o único objetivo de obter a brusca valorização ou desvalorização dos referidos produtos ou valores”.<sup>67</sup>

Para a configuração do delito em tela, não basta o simples emprego da simulação ou manobra fraudulenta, exige-se também “a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado”; desse modo, percebe-se claramente que a manipulação “apenas se pode entender por referência a um dado modelo de mercado, pois ela consiste numa alteração das regras desse mercado”.<sup>68</sup>

Fala-se, portanto, em artificial, tomado esse em contraponto ao que pode ser considerado natural.<sup>69</sup> Assim, consideram-se naturais os riscos inerentes à negociação no mercado de capitais, decorrentes da oscilação da cotação de valores mobiliários, variando em função de inúmeros fatores – como a demanda e a oferta –, as quais perfazem as denominadas regras de mercado, e, por conseguinte, não podem ser manipuladas por condutas

---

enganosas, quando, não sendo a informação intrinsecamente falsa, é suscetível de induzir em erro.” (SILVA, J. G., op. cit., p. 214).

<sup>62</sup> MELLO NETO, Benedicto de Souza. *Alguns aspectos da tutela penal do mercado de capitais*. 2007. 182 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Estadual de Maringá, Maringá, pp. 108-109.

<sup>63</sup> PATERNITI, Carlo. *Diritto penale dell'economia*. Torino: G. Giappichelli, 1995, p. 240.

<sup>64</sup> SILVA, J. G., op. cit., p. 220. Assim, as operações simuladas “criam uma aparência de liquidez ou geram cotações que, por estarem artificialmente sustentadas, não correspondem à realidade.” (PINTO, F. L. C., *O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código de Valores Mobiliários*, p. 87).

<sup>65</sup> VEIGA, A. B., op. cit., p. 51.

<sup>66</sup> PINTO, F. L. C., *O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código de Valores Mobiliários*, p. 87.

<sup>67</sup> TÓRTIMA, J. C., op. cit., p. 177.

<sup>68</sup> SILVA, J. G., op. cit., p. 198. MELLO NETO, Benedicto de Souza. *Alguns aspectos da tutela penal do mercado de capitais*. 2007. 182 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Estadual de Maringá, Maringá, pp. 111.

<sup>69</sup> VEIGA, A. B., op. cit., p. 73 .

fraudulentas.<sup>70</sup>

A manipulação de mercado, todavia, não pode ser confundida com a mera atividade do especulador, haja vista que existem dois traços essenciais na manipulação que servem à presente distinção: “a alteração das regras do jogo do mercado; o engano de outrem (investidores)”.<sup>71</sup> Assim, certas operações efetuadas no mercado de valores mobiliários, ainda que não tenham sido executadas por meio de fraudes, podem perfeitamente alterar substancialmente a cotação de determinados valores, como, por exemplo, uma ordem de compra de um grande número de valores mobiliários, sem contudo tal operação constituir uma conduta ilícita.<sup>72</sup>

Dessa forma, caracteriza o especulador o fato de, a cada operação realizada, procurar sempre a maior margem de lucro, correndo menos riscos possíveis<sup>73</sup>, em outras palavras, à especulação corresponde “a realização de operações comerciais ou financeiras com a esperança de obter benefícios baseados nas variações dos preços”.<sup>74</sup>

Nesses termos, a especulação não é proibida. Ao contrário, representa a verdadeira “essência do comércio e condição vital das relações econômicas, constituindo a própria operação comercial”<sup>75</sup>, sendo “[...] encarada como produtora de efeitos positivos sobre os mercados, desde que não ultrapasse determinados limites, a partir dos quais será exatamente considerada como manipulação desses mercados”.<sup>76</sup>

A postura diante do risco inerente à negociação com valores mobiliários representa o ponto nevrálgico que permite diferenciar o especulador do manipulador de mercado, uma vez que aquele, ao efetuar as operações no mercado, procura obter lucro com a variação de preços da cotação de valores, sem, contudo, eliminar os riscos correspondentes; ao passo que o manipulador, a despeito de também visar ao lucro, decide pela eliminação ou substancial diminuição dos riscos ínsitos à operação, por meio da modificação das regras de mercado – formação dos preços – levada a cabo pela fraude.

---

<sup>70</sup> “O lucro a ser obtido jamais pode ser fruto da atuação artificial do mercado que leve a sua obtenção sem riscos. Orientar o mercado, impondo-o, não pode ter interpretação de legalidade, sob pena de configurar carta aberta à impunidade de investidores ou especuladores que somente conseguem benefícios com artifícios lesivos a inúmeros investidores e não com a livre atuação do mercado.” (DE SANCTIS, F. M., op. cit., p. 102).

<sup>71</sup> SILVA, J. G., op. cit., p. 197-198.

<sup>72</sup> De fato, “a facilidade de circulação que caracteriza os títulos por meio dos quais, nas sociedades por ações, são incorporadas as participações sociais permite sua difusão em largas camadas por entre o público, dando lugar à formação de mercados financeiros de dimensões nacionais e, não raro, internacionais. Tal facilidade de investimentos e de aplicações contribuiu de forma notável para a mobilização de enormes capitais e para o desenvolvimento da moderna economia industrial, ao mesmo tempo que propiciou à especulação terreno ideal de atividade. Desse modo, desde o seu aparecimento, no palco dos negócios, os títulos acionários constituíram um dos objetos favoritos da atividade especulativa”. (PEDRAZZI, C.; COSTA JÚNIOR, P. J., op. cit., p. 143).

<sup>73</sup> LYRA, Roberto. *Criminalidade econômico-financeira*: introdução. Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 57.

<sup>74</sup> SILVA, J. G., op. cit., p. 197.

<sup>75</sup> LYRA, R., op. cit., p. 57. No mesmo sentido, MONROY ANTÓN, Antonio J. *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*. Madrid: Dijusa, 2006, p. 69.

<sup>76</sup> SILVA, J. G., op. cit., p. 197.

Pelas características do delito, constata-se que a sua incidência se dá com mais intensidade nos denominados mercados secundários<sup>77</sup> – nos quais os valores mobiliários são dotados de liquidez, muito embora, “sob o ponto de vista substancial, nada há que impeça que o mercado primário seja manipulado”.<sup>78</sup> Com efeito, no mercado primário a fiscalização do Estado é mais efetiva; ao passo que as negociações efetuadas no mercado secundário propiciam a atuação dos manipuladores em detrimento do pequeno investidor.<sup>79</sup>

Há, ainda, a finalidade de se obter vantagem indevida, perfazendo elemento subjetivo do injusto, ou seja, uma especial finalidade de agir. Nos delitos caracterizados pela presença desse elemento, pois, “se exige do agente a persecução de um objetivo compreendido no tipo, isto é, referido no tipo, mas que ele não precisa alcançar praticamente”.<sup>80</sup>

Substrato da finalidade do agente, a vantagem indevida designa “todo benefício ou proveito contrário ao Direito, constituindo, portanto, elemento normativo jurídico do tipo de injusto”.<sup>81</sup> Em princípio, não exigiu o legislador fosse a vantagem indevida de ordem econômica, mesmo porque ainda mencionou alternativamente a palavra “lucro”, designando “o resultado pecuniário, obtido nos negócios”<sup>82</sup>; todavia, não restam dúvidas de que a vantagem referida pelo legislador será aquela de ordem patrimonial – pois atrelou o cálculo da multa à eventual vantagem obtida –, podendo ser direta, nas hipóteses de valorização de uma carteira de títulos ou cotação baixa de determinado título para compra, ou indireta, quando se cria a aparência de que certo título mobiliário possui elevado valor para efeitos de garantia ou, ainda, de que um valor mobiliário possui grande procura ou significativa estabilidade.<sup>83</sup>

O legislador ainda menciona a finalidade de causar danos a terceiros, que podem ser os investidores lesados pela fraude ou as empresas emitentes dos correspondentes valores mobiliários. Quanto a esse elemento subjetivo do injusto, a lei prevê que o delito se aperfeiçoa com a finalidade de obtenção da vantagem indevida ou lucro ou, ainda, com a finalidade de causar dano a terceiros, não se exigindo ambos cumulativamente.

Importante destacar que, à primeira vista, ainda que constituam delitos que atentam contra bens jurídicos diversos, a comparação dessa figura com o estelionato, previsto

---

<sup>77</sup> SILVA, J. G., op. cit., p. 224-25.

<sup>78</sup> EVANGELISTA, V., op. cit., p. 131.

<sup>79</sup> SCISINIO, Alaôr Eduardo. *As maiorias acionárias e o abuso do direito*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 26.

<sup>80</sup> TAVARES, Juarez. Espécies de dolo e outros elementos subjetivos do tipo. *Revista dos Tribunais*. São Paulo, v. 440, p. 295-302, junho 1972, p. 302.

<sup>81</sup> PRADO, L. R. Curso de direito penal brasileiro, v. 2, p. 445.

<sup>82</sup> SILVA, D. P., op. cit., p. 504.

<sup>83</sup> EVANGELISTA, V., op. cit., p. 64.

no art. 171 do Código Penal, é comum. Porém, quanto a um dos elementos subjetivos do injusto, importante destacar, a título de diferenciação, que, enquanto no estelionato se exige a efetiva obtenção de vantagem indevida e concomitantemente a ocorrência do prejuízo alheio, no delito de “manipulação de mercado” basta a finalidade de obter a referida vantagem indevida ou o lucro, não se exigindo que efetivamente ocorram.

Assim, não se exige um resultado efetivo de obtenção de vantagem indevida ou dano a terceiros, subsistindo o delito em questão ainda que o agente, além de não obter nenhum proveito, venha a arcar com prejuízos decorrentes das operações realizadas. A exigência desse duplo elemento subjetivo do injusto não escapa às críticas<sup>84</sup>, muitas vezes considerados ambos – finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado e de obter uma vantagem indevida ou causar um prejuízo alheio – desnecessários, probatoriamente complexos e, ainda, inadequados “à natureza econômica da incriminação”.<sup>85</sup>

O delito em questão é de perigo<sup>86</sup>, não se impondo, pois, para sua consumação, o concreto e efetivo dano ao bem jurídico, bastando que este seja exposto a perigo de lesão<sup>87</sup> ou, nos dizeres de Regis Prado, que se configure uma “lesão potencial”<sup>88</sup>. Considera-se o presente delito como de perigo abstrato<sup>89</sup>, não assistindo, portanto, razão a quem o classifique como delito de perigo concreto.

O elemento subjetivo é o dolo, havendo também dois elementos subjetivos

---

<sup>84</sup> Há quem critique a inclusão de elementos subjetivos do injusto nos delitos econômicos em geral, tendo em vista a dificuldade de prová-los. Sobre o tema, vide: RIGHI, Esteban. *Derecho penal economico comparado*. Madrid: Reunidas, 1991, p. 309.

<sup>85</sup> PINTO, F. L. C., O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código de Valores Mobiliários, p. 84.

<sup>86</sup> Sobre os delitos de perigo, vide com detalhes, na doutrina nacional, por exemplo: BRUNO, Aníbal. *Direito penal: fato punível, parte geral*, t. 2. 3. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1967, p. 222 e seguintes. FRAGOSO, Helene Cláudio. *Lições de direito penal: parte geral*. 12. ed. rev. por Fernando Fragoso. Rio de Janeiro: Forense, 1990, p. 174 e seguintes. NORONHA, E. Magalhães. *Direito Penal*, v. 1. 28. ed. São Paulo: Saraiva, 1991, p. 108. PIMENTEL, Manuel Pedro. *O crime e a pena na atualidade*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1993, p. 59-60. TOLEDO, Francisco de Assis. *Princípios básicos de direito penal*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 1994, p. 143-44. BITENCOURT, Cezar Roberto. *Tratado de direito penal: parte geral*. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 194. REALE JUNIOR, Miguel. *Instituições de Direito Penal: parte geral*, v. I. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 278 e seguintes. PRADO, L. R. *Curso de direito penal brasileiro*, v 1, p. 240-241. SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. *Direito penal supra-individual: interesses difusos*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003, p. 91 e ss. SILVA, Ângelo Roberto Ilha da. *Dos crimes de perigo abstrato em face da constituição*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003, p. 55 et seq. SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. *Direito penal econômico como direito penal de perigo*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006, p. 104 e ss.

<sup>87</sup> Assim, “perigo é a situação na qual a produção de determinadas consequências não desejadas é provável, conforme um juízo objetivo”. (WELZEL, Hans. *Derecho penal alemán: parte general*. Trad. Juan Bustos Ramírez y Sergio Yáñez Pérez. 11. ed. Santiago: Editorial jurídica de Chile, 1970, p. 71). No mesmo sentido, diz-se que o perigo “é uma situação desacomumada e irregular em que, para um juízo especializado, de acordo com as circunstâncias concretas imperantes, aparece como provável a produção de um dano ou está próxima a possibilidade do mesmo”. (JESCHECK, Hans-Heinrich; WEIGEND, Thomas. *Tratado de derecho penal: parte general*. Trad. Miguel Olmedo Cardenete, 5. ed. Granada: Comares, 2002, p. 282-83).

<sup>88</sup> PRADO, L. R. *Curso de direito penal brasileiro*, v. 1, p. 240.

<sup>89</sup> PAULA, Áureo Natal de. *Crimes contra o sistema financeiro nacional e o mercado de capitais*. Curitiba: Juruá, 2006, p. 23.



do injusto<sup>90</sup>, vale dizer, “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” e a de “obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros”.

Quanto ao resultado, o delito em questão é de mera atividade, consumando-se com a realização das operações simuladas ou execução de outras manobras fraudulentas e, apesar disso, é admitida a tentativa deste delito, “uma vez que se pode cogitar do fracionamento da conduta delituosa.”<sup>91</sup>

Quanto a possível conflito aparente de leis penais ou concurso de delitos, consoante já foi analisado alhures, constata-se que a presente figura delitiva não se confunde com o crime de estelionato, previsto no art. 171, *caput*, do Código Penal<sup>92</sup>, visto que se ofendem bens jurídicos distintos, de diversa titularidade, o que resulta até mesmo em diferente conformação típica (elemento subjetivo do injusto, consumação, tentativa, etc.). Não há que cogitar, também, eventual conflito entre os delitos de “manipulação de mercado” e manipulação de preços (previsto na Lei de Economia Popular<sup>93</sup>), haja vista que este foi derogado por aquele, no que se refere aos valores mobiliários.

Igualmente, consoante ocorre com o estelionato, verifica-se que o falso utilizado pelo agente para manipular o mercado de valores mobiliários, ao invés de constituir eventual delito autônomo, é absorvido (critério da consunção<sup>94</sup>) pelo art. 27-C da Lei nº 6.385/1976.

### 4.3 Sanção penal

A pena cominada é de reclusão de 1 (um) a 8 (oito) anos e multa de até três vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

Quanto à pena privativa de liberdade, verifica-se que a atual previsão é menor do que a constante nos crimes contra a economia popular – detenção, de 2 (dois) a 10

---

<sup>90</sup> TÓRTIMA, J. C., op. cit., p. 178.

<sup>91</sup> DE SANCTIS, F. M., op. cit., p. 105.

<sup>92</sup> “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”

<sup>93</sup> “Art. 3º. São também crimes desta natureza: [...] VI - provocar a alta ou baixa de preços de mercadorias, títulos públicos, valores ou salários por meio de notícias falsas, operações fictícias ou qualquer outro artifício; [...]”

<sup>94</sup> De fato, “pelo critério, princípio ou relação de consunção, determinado crime (norma consumida) é fase de realização de outro (norma consuntiva) ou é uma regular forma de transição para o último – delito progressivo. Isso significa, na primeira modalidade, que o conteúdo do tipo penal mais amplo absorve o de menor abrangência, que constitui etapa daquele [...]”. (PRADO, L. R. *Curso de direito penal brasileiro*, v. 1, p. 215-216).

(dez) anos –, fato que induz críticas, principalmente diante da comparação com a pena prevista para os delitos contra bens individuais, como o estelionato – reclusão de 1 (um) a 5 (cinco) anos.<sup>95</sup>

O legislador não obedeceu ao princípio da proporcionalidade quando se analisa a pena privativa de liberdade prevista neste artigo em comparação com as demais figuras de fraude presentes na Lei dos Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional. A título de exemplo, no art. 7º da Lei nº 7.492/1986 é cominada pena de reclusão de 2 (dois) a 8 (oito) anos para aquele que negociar títulos ou valores mobiliários falsificados. Contudo, manifestando evidente contrasenso e desproporcionalidade, se o agente efetua a negociação supramencionada, desta feita com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários – de modo a causar um colapso na economia nacional –, responderá, a despeito da maior reprovabilidade inerente à sua conduta, por delito cuja pena cominada é de 1 (um) a 8 (oito) anos, vale dizer, menor do que aquela prevista para o crime anterior.

A novidade ficou por conta da previsão da pena de multa, cujo valor pode ser, de forma inusitada<sup>96</sup>, de até três vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. Não se nega que os delitos praticados contra o mercado de capitais causam inúmeros prejuízos; contudo, atrelar o cálculo da multa à eventual vantagem obtida não corresponde ao sistema de cominação de multa prevista pelo Código Penal, além de gerar alguns problemas de ordem prática, o que “obriga o juiz, à altura da eventual sentença condenatória, a ter a sua disposição, através da competente perícia contábil, o cálculo exato da vantagem obtida pelo agente com o ilícito. Uma base de cálculo imprecisa levaria a uma inevitável insegurança na aplicação da reprimenda”.<sup>97</sup>

Demais disso, à possibilidade de aplicação da pena de multa no valor vinculado à vantagem ilícita obtida agrega-se outra dificuldade, visto que o tipo de injusto nem mesmo exige a obtenção da vantagem indevida, contentando-se com a mera finalidade de obtê-la.

Com efeito, o Código Penal adota o sistema de dias-multa, previsto nos artigos 49 e seguintes, por meio do qual a multa é determinada por um número de unidades artificiais (dias-multa), conforme a gravidade da infração, sendo que cada dia-multa variará segundo a situação econômica do condenado, havendo previsão expressa de que, se o juiz considerar a multa ineficaz em razão da condição econômica do condenado, ainda que

---

<sup>95</sup> Sobre as críticas, vide: DE SANCTIS, F. M., op. cit., p. 105.

<sup>96</sup> AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. A criminalização do *insider trading* no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico. *Revista dos tribunais*, São Paulo, v. 850, p. 441-461, agosto de 2006, p. 457.

<sup>97</sup> TÓRTIMA, J. C., op. cit., p. 179.

aplicada ao máximo, poderá aumentá-la até o triplo.<sup>98</sup>

Repare-se que, pelo sistema de dias-multa, o juiz leva em consideração na aplicação da multa a gravidade do delito e a condição econômica do condenado, sendo averiguadas de modo separado, visto que “a idéia basilar do sistema é de estabelecer – de forma separada e transparente – o critério (duplo) a ser utilizado pelo magistrado na determinação da pena de multa [...] desse modo, considera-se, de um lado, injusto/culpabilidade (número de dias-multa); e, de outro, circunstâncias pessoais/econômicas”.<sup>99</sup>

A previsão casuística da aplicação da pena de multa para o crime de “manipulação de mercado” afasta-se, pois, perigosamente do sistema de dias-multa, consagrado em diversos diplomas penais e adotado pelo atual Código Penal, na medida em que vincula o valor da multa à possível vantagem ilícita obtida pelo crime.

A Lei ainda prevê, no art. 27-F, *caput*<sup>100</sup>, que a multa cominada para o crime de manipulação deverá ser aplicada em razão do dano provocado ou da vantagem ilícita auferida pelo agente, sendo que, ainda, nos casos de reincidência, o valor poderá ser de até o triplo dos fixados nesse artigo.

Mais uma vez o legislador foi pródigo em cometer equívocos, pois determinou expressamente que a multa deverá ser aplicada em razão do dano provocado e da vantagem indevida auferida, precisamente em um delito de perigo abstrato, em que não se exige a ocorrência da efetiva lesão ao bem jurídico, bem como num delito em que o eventual dano ou vantagem ilícita podem não ocorrer, visto que o tipo de injusto simplesmente menciona a finalidade de obtenção da vantagem ou de causar o dano, mas não a sua efetivação.

Não há dúvidas, portanto, de que, pelo teor do art. 27-F da Lei nº 6.385/1976, pode-se inviabilizar completamente a aplicação da pena de multa nos delitos ali previstos e conduzir a interpretações divergentes e equivocadas, havendo até quem diga que “a sanção pecuniária somente é possível se houver efetivo prejuízo (sequer exigido para a consumação delitiva)”.<sup>101</sup>

Ademais, despidianda a previsão do art. 27-F da Lei nº 6.385/1976, pois, ainda que os delitos ali versados fossem de lesão, prescrições dessa natureza, na visão de Luiz

---

<sup>98</sup> PRADO, L. R., Curso de direito penal brasileiro, v. 1, p. 583.

<sup>99</sup> Idem. *Multa penal: doutrina e jurisprudência*. 2. ed., rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1993, p. 75.

<sup>100</sup> “Art. 27-F. As multas cominadas para os crimes previstos nos arts. 27-C e 27-D deverão ser aplicadas em razão do dano provocado ou da vantagem ilícita auferida pelo agente. Parágrafo único. Nos casos de reincidência, a multa pode ser de até o triplo dos valores fixados neste artigo”.

<sup>101</sup> DE SANCTIS, F. M., op. cit., p. 115.

Regis Prado<sup>102</sup>, revelam “a existência de um insustentável *bis in idem*. Isso porque, em rigor, o ‘valor da vantagem econômica auferida’ – corresponde quase sempre ao ‘montante do prejuízo causado’ [...]” e, por isso, “íntegra o *desvalor do resultado* (gravidade do fato), que já fora objeto de exame por ocasião da determinação do *número de dias-multa*, resultante da gravidade do injusto penal”.

Até sob a ótica da proporcionalidade, o valor da multa, pela sua multiplicação sucessiva, inclusive no caso de reincidência, “pode atingir cifra estratosférica e impagável como irrisória, dependendo de seu montante. De qualquer forma, torna-se inviável a tarefa de apuração do seu montante pelo juiz, a ensejar complexa prova pericial ou a colaboração de órgãos administrativos, como a própria CVM”.<sup>103</sup>

De fato, em que pese a previsão do art. 61, I, do Código Penal<sup>104</sup>, que considera a reincidência uma circunstância agravante, o art. 27-F, parágrafo único, da Lei nº 6.385/1976 tentou conferir novo tratamento específico à matéria, uma vez que disse expressamente o seguinte: “Nos casos de reincidência, a multa pode ser de até o triplo dos valores fixados neste artigo”.

A reincidência, conceituada pelo art. 63 do Código Penal<sup>105</sup>, representa circunstância que denota maior culpabilidade<sup>106</sup> do agente, haja vista “a maior reprovabilidade pessoal da ação ou omissão típica e ilícita”<sup>107</sup>, o qual, mesmo já tendo sido condenado, ainda envereda pela prática delitiva, não representando, portanto, a condenação anterior estímulo suficiente para conformar sua conduta à ordem jurídica.<sup>108</sup>

Em vista disso, o legislador erigiu a reincidência à causa especial de aumento de pena, fazendo-o de modo inusitado, afoito e precipitado, vez que, a despeito das dificuldades de aplicação da pena de multa nos crimes em cotejo, somente contemplou essa espécie de sanção. Todavia, sabendo que a reincidência é uma circunstância que incide na culpabilidade, representando uma maior reprovabilidade da ação ou omissão delituosa, não há razão para o legislador ter excepcionado apenas a pena de multa, não tendo contemplado a pena privativa de liberdade.

---

<sup>102</sup> PRADO, L. R. Direito penal do ambiente..., p. 192.

<sup>103</sup> AVOLIO, L. F. T., op. cit., p. 458.

<sup>104</sup> “Art. 61. São circunstâncias que sempre agravam a pena, quando não constituem ou qualificam o crime: I – a reincidência; [...]”.

<sup>105</sup> “Art. 63. Verifica-se a reincidência quando o agente comete novo crime, depois de transitar em julgado a sentença que, no País ou no estrangeiro, o tenha condenado por crime anterior”.

<sup>106</sup> Assim, “no direito penal de um Estado social e democrático de Direito a reincidência só pode encontrar seu fundamento em uma maior gravidade da culpabilidade”. (CEREZO MIR, José. Derecho penal: parte general. In: \_\_\_\_\_, *Obras Completas*, t. I. Lima: Ara Editores, 2006, p. 1.029-1.030).

<sup>107</sup> PRADO, Luiz Regis. O injusto penal e a culpabilidade como magnitudes graduáveis. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. São Paulo, v. 7, n. 27, p. 128-142, jul./set. 1999, p. 132.

<sup>108</sup> BRUNO, Aníbal. *Direito penal*: parte geral, tomo 3º: pena e medida de segurança. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1967, p. 114.

Além de todas essas considerações, não foi acertada a opção do legislador em consagrar a reincidência como causa de aumento da pena de multa, sem a ter delimitado para delitos praticados contra o mercado de valores mobiliários, na medida em que, levando-se em conta a natureza desses delitos e dos bens jurídicos tutelados, bem como as características dos possíveis infratores, seria mais oportuna e correta a previsão da reincidência “específica” para essas espécies de delito. Em síntese, basta a condenação anterior em qualquer delito, respeitadas as demais exigências, para que surja a possibilidade de aumentar a pena de multa com base na reincidência.

Ante essas constatações, não andou bem o legislador, diante do que o magistrado deverá agir com extrema prudência e bom senso.

## **CONSIDERAÇÕES FINAIS**

O presente artigo teve por finalidade apresentar alguns comentários críticos a respeito do delito de manipulação do mercado de capitais.

Para tanto, foi necessária uma abordagem inicial do conceito, estrutura, funcionamento, importância e posição do mercado de capitais no âmbito do mercado financeiro, para se chegar à conclusão de que se trata de um bem jurídico que, conforme princípios penais garantias, merece a proteção penal.

Dessa forma, o mercado de capitais surgiu para cumprir duas finalidades distintas, mas complementares: capitalizar as companhias (mercado primário) e dotar os valores por elas emitidos de liquidez (mercado secundário). Por isso, o mercado de capitais é uma espécie de mercado financeiro, caracterizado pelo financiamento a prazos longos e indeterminados, cujos recursos canalizados tendem principalmente a reforçar o capital fixo das denominadas sociedades anônimas.

Dentre os delitos praticados em detrimento do mercado de capitais, destaca-se o crime de “manipulação de mercado”, cujo bem jurídico protegido constitui o mercado de valores mobiliários, vale dizer, aquele setor do sistema financeiro pelo qual se tenta atingir determinadas finalidades econômicas – encontro entre a poupança e a necessidade de investimentos –, mais especificamente, o seu regular funcionamento e sua transparência, na medida em que ocorre a fixação dos preços dos títulos negociáveis, tratando-se, evidentemente, de um bem jurídico supra-individual; sem excluir, todavia, a proteção de interesses individuais, segundo relação de complementaridade entre os bens jurídicos transindividuais e individuais.

O delito insculpido no art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 é comum, sendo que qualquer pessoa, em princípio, pode cometê-lo. O núcleo típico do delito de “manipulação de mercado” é introduzido pelas expressões “realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas”, denotando emprego da técnica de interpretação extensiva, na modalidade de interpretação analógica *intra legem*, muito comum nos delitos praticados mediante fraude.

Apesar de existirem inúmeras modalidades conhecidas de operações simuladas e dos efeitos catastróficos que podem causar no mercado e na economia, o delito de “manipulação de mercado” não pode ser confundido com a atuação do especulador, sendo esta considerada lícita, na medida em que não há emprego de fraudes e enganosa.

O delito de “manipulação de mercado” é de perigo abstrato, uma vez que a situação perigosa é considerada inerente à conduta, não se perquirindo a respeito da sua efetiva ocorrência. Também é considerado de mera atividade, consumando-se com a realização das condutas fraudulentas, admitindo-se, contudo, a tentativa, por ser plurissubsistente.

Na cominação da sanção penal, o legislador deixou de observar alguns critérios e princípios importantes, como o da proporcionalidade. Vincula, ademais, a aplicação da multa “em razão do dano provocado ou da vantagem ilícita auferida pelo agente”, em delitos de mera atividade e de perigo abstrato, vale dizer, em que não se exige um efetivo dano ou vantagem para que sejam consumados. Demais disso, ainda prevê uma causa especial de aumento de pena, baseada na magnitude da culpabilidade – maior reprovação pessoal do agente. Contudo, tal causa especial foi prevista de modo surpreendente, ao se contemplar aumento somente para a pena de multa, revelando, como isso, desconhecer o legislador a real natureza jurídica da reincidência.

## 6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALEMANY EGUIDAZU, Jesús Miguel. *La manipulación de los mercados de valores: estudio multidisciplinar ilustrado con casos reales*. Madrid: Dijusa, 2002.

ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro: Aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Pioneira, 1999.

ARAÚJO JÚNIOR, João Marcello de. *Dos crimes contra a ordem econômica*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1995.

\_\_\_\_\_. O direito penal econômico. *Revista brasileira de ciências criminais*, São Paulo, V. 25, p.142-156, jan./março de 1999.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

- AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. A criminalização do *insider trading* no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico. *Revista dos tribunais*, São Paulo, v. 850, p. 441-461, agosto de 2006.
- BARBERO SANTOS, Marino; ARAÚJO JÚNIOR, João Marcello de. *A reforma penal: ilícitos penais econômicos*. Rio de Janeiro: Forense, 1987.
- BASCH, Antonín; KYBAL, Milic. *Os mercados de capitais da América Latina*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1971, p. 03.
- BASTOS, Celso Ribeiro. Do sistema financeiro nacional. In: BASTOS, Celso Ribeiro; MARTINS, Ives Gandra. *Comentários à Constituição do Brasil: promulgada em 5 de outubro de 1988*. São Paulo: Saraiva, 1988, p. 350-445.
- BITENCOURT, Cezar Roberto. *Tratado de direito penal: parte geral*. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.
- BRITO, Ney Roberto Ottoni de. A eficiência informacional do mercado à vista da BVRJ no período de janeiro de 1980 a julho de 1984. In: \_\_\_\_\_.(Org.). *Gestão de investimentos*. São Paulo: Atlas; Rio de Janeiro: Ed. Universidade Federal do Rio de Janeiro, 1989. p 23-35.
- \_\_\_\_\_; MENEZES, José Célio F. de. A eficiência informacional fraca do Mercado à Vista da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (1973-80). *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, v. 8, n. 23, p. 119-133, maio/ago. 1982.
- BRUNO, Aníbal. *Direito penal: fato punível, parte geral, t. 2*. 3. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1967.
- \_\_\_\_\_. *Direito penal: parte geral, tomo 3º: pena e medida de segurança*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1967.
- CAVALCANTI, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio. *Mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2002, p. 25. No mesmo sentido, tem-se: RUDGE, Luiz Fernando; CAVALCANTE, Francisco. *Mercado de capitais*. 4. ed. rev. e aum. Belo Horizonte: CNBV, 1998.
- CEREZO MIR, José. Derecho penal: parte general. In: \_\_\_\_\_. *Obras Completas*, T. I. Lima: Ara Editores, 2006.
- \_\_\_\_\_. Prefácio à 1. edição. In: PRADO, Luiz Regis. *Bem jurídico-penal e constituição*. 3. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003, p. 07-09.
- \_\_\_\_\_. Sanções penais e administrativas no direito espanhol. Trad. Luiz Regis Prado. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. São Paulo, v. 1, n. 2, p. 27-40, abr./jun. 1993.
- COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*, v. 2. 9. ed. de acordo com a nova Lei de falências. São Paulo: Saraiva, 2006.
- COSTA, José de Faria; RAMOS, Maria Elisabete. *O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading): a informação enquanto problema jurídico-penal*. Coimbra: Coimbra, 2006.
- COSTA JÚNIOR, Paulo José da; QUEIJO, Maria Elizabeth; MACHADO, Charles Marcildes. *Crimes do colarinho branco*. São Paulo: Saraiva, 2000.
- DE SANCTIS, Fausto Martin. *Punibilidade no sistema financeiro nacional*. Campinas, SP: Millennium, 2003.
- EIZIRIK, Nelson Laks. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.
- EVANGELISTA, Vitor. Da proteção jurídico-penal do mercado de valores mobiliários. Coimbra: I. L., 1998.
- FELDENS, Aray Miguel. Mercado de fatores de produção. In: SOUZA, Nali de Jesus de (coord.). *Introdução à Economia*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1997, p. 137-159.

- FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.
- FRAGOSO, Heleno Cláudio. *Lições de direito penal: parte geral*. 12. ed. rev. por Fernando Fragoso. Rio de Janeiro: Forense, 1990.
- GASTALDI, J. Petrelli. *Elementos de Economia política*. 17 ed. São Paulo: Saraiva, 1999.
- JESCHECK, Hans-Heinrich; WEIGEND, Thomas. *Tratado de derecho penal: parte general*. Trad. Miguel Olmedo Cardenete, 5. ed. Granada: Comares, 2002.
- LAMEIRA, Valdir de Jesus. *Mercado de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2003.
- LYRA, Roberto. *Criminalidade econômico-financeira: introdução*. Rio de Janeiro: Forense, 1978.
- MELLO NETO, Benedicto de Souza. *Alguns aspectos da tutela penal do mercado de capitais*. 2007. 182 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Estadual de Maringá, Maringá.
- MONROY ANTÓN, Antonio J. *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*. Madrid: Dijusa, 2006.
- MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Tributação no mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. São Paulo: Dialética, 1999.
- NORONHA, E. Magalhães. *Direito Penal*, v. 1. 28. ed. São Paulo: Saraiva, 1991.
- OLIVEIRA, Gilson Alves de; PACHECO, Marcelo Marques. *Mercado Financeiro: objetivo e profissional*. São Paulo: Fundamento Educacional, 2006.
- PAPINI, Roberto. *Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1988.
- PATERNITI, Carlo. *Diritto penale dell'economia*. Torino: G. Giappichelli, 1995.
- PAULA, Áureo Natal de. Crimes contra o sistema financeiro nacional e o mercado de capitais. Curitiba: Juruá, 2006.
- PAULIN, Luiz Alfredo. A evolução do sistema financeiro nacional. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v. 17, p. 76-89, jul./set. 2002.
- PERIN JÚNIOR, Écio. A Lei n. 10.303/2001 e a proteção do acionista minoritário. São Paulo: Saraiva, 2004.
- PIMENTEL, Manuel Pedro. *O crime e a pena na atualidade*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1993.
- PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de capitais: fundamentos e técnicas*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código de Valores Mobiliários. Coimbra: Almedina, 2000.
- PRADO, Luiz Regis. *Bem jurídico-penal e constituição*. 3. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003.
- \_\_\_\_\_. *Curso de direito penal brasileiro*. V. 2, parte especial. 5. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.
- \_\_\_\_\_. *Multa penal: doutrina e jurisprudência*. 2. ed., rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1993.
- \_\_\_\_\_. O injusto penal e a culpabilidade como magnitudes graduáveis. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. São Paulo, v. 7, n. 27, p. 128-142, jul./set. 1999.
- PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.



- REALE JUNIOR, Miguel. *Instituições de Direito Penal: parte geral*, v. I. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004.
- RIGHI, Esteban. *Derecho penal economico comparado*. Madrid: Reunidas, 1991.
- ROJAS SALAS, Manuel. Algunos apuntes sobre los delitos bursátiles. *Ciencias penales: Revista de la asociación de ciencias penales de Costa Rica*. San José, v. 12, n. 18, p. 105-14, nov. 2000.
- SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Os valores mobiliários na Lei das S/A. *Revista de direito mercantil industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, v. 107, p. 123-28, jul./set. 1997.
- SANDRONI, Paulo. *Dicionário de economia do século XXI*. Rio de Janeiro: Record, 2005.
- SCISINIO, Alaôr Eduardo. *As maiorias acionárias e o abuso do direito*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1999.
- SILVA, Ângelo Roberto Ilha da. *Dos crimes de perigo abstrato em face da constituição*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003.
- SILVA, João Gomes da. O crime de manipulação do mercado. *Direito e Justiça: Revista da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa*. Lisboa. v.14. n.1. p.193-245. 2000.
- SILVA, José Afonso da. *Curso de direito constitucional positivo*. 24. ed. São Paulo: Malheiros, 2005.
- SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. *Direito penal econômico como direito penal de perigo*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.
- \_\_\_\_\_. *Direito penal supra-individual: interesses difusos*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003.
- TAVARES, Juarez. Critérios de seleção de crimes e cominação de penas. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. São Paulo, número especial de lançamento, dezembro 1992, p. 75-87.
- \_\_\_\_\_. Espécies de dolo e outros elementos subjetivos do tipo. *Revista dos Tribunais*. São Paulo, v. 440, p. 295-302, junho 1972.
- \_\_\_\_\_. *Teorias do delito: variações e tendências*. São Paulo: Revista dos Tribunais. 1980, p. 122-123.
- TIEDEMANN, Klaus. Apresentação crítica: crimes contra a ordem econômica. In: ARAÚJO JÚNIOR, João Marcello de. *Dos crimes contra a ordem econômica*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1995, p. 17-25.
- TOLEDO, Francisco de Assis. *Princípios básicos de direito penal*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 1994.
- TÓRTIMA, José Carlos. *Crimes contra o sistema financeiro nacional: uma contribuição ao estudo da Lei nº 7.492/86*. 2. ed. Rio de Janeiro: Lúmen Juris, 2002.
- TURCZYN, Sidnei. *O sistema financeiro nacional e a regulação bancária*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.
- VEIGA, Alexandre Brandão da. *Crime de manipulação, defesa e criação de mercado*. Coimbra: Almedina, 2001.
- VERDELHO, Pedro. Crime de manipulação de mercado: uma perspectiva judiciária. *Revista do ministério público*. Lisboa. V. 22, n. 85, p. 93-104, jan./mar. 2001.
- WELZEL, Hans. *Derecho penal alemán: parte general*. Trad. Juan Bustos Ramírez y Sergio Yáñez Pérez. 11. ed. Santiago: Editorial jurídica de Chile, 1970.