

**Marcelo Costenaro Cavali**

**Fundamento e limites da repressão penal da manipulação do mercado  
de capitais: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade  
funcional alocativa do mercado**

Tese de Doutorado

Orientador: Professor Titular Dr. Vicente Greco Filho

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO  
FACULDADE DE DIREITO  
São Paulo – SP  
2017**

**Marcelo Costenaro Cavali**

**Fundamento e limites da repressão penal da manipulação do mercado de capitais: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado**

Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração Direito Penal, Medicina Forense e Criminologia, sob a orientação do Professor Titular Dr. **Vicente Greco Filho**.

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO  
FACULDADE DE DIREITO  
São Paulo – SP  
2017**

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Catalogação da Publicação  
Serviço de Biblioteca e Documentação  
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

---

Costenaro Cavali, Marcelo

Fundamento e limites da repressão penal da manipulação do mercado de capitais: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado / Marcelo Costenaro Cavali ; orientador Vicente Greco Filho -- São Paulo, 2017.  
352

Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Penal, Medicina Forense e Criminologia) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2017.

1. Direito penal. 2. Direito do mercado de valores mobiliários. 3. Crimes contra o mercado de capitais. I. Greco Filho, Vicente, orient. II. Título.

---

Marcelo Costenaro Cavali

Fundamento e limites da repressão penal da manipulação do mercado de capitais: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado

Tese de doutorado apresentada como requisito parcial à obtenção do título de Doutor em Direito Penal, Medicina Forense e Criminologia, no Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP.

Aprovado em: \_\_\_\_\_

Banca Examinadora:

Professor Titular	Vicente Greco Filho (orientador)
Instituição:	Universidade de São Paulo – FADUSP
Julgamento:	_____
Professor(a) Doutor(a)	_____
Instituição:	_____
Julgamento:	_____
Professor(a) Doutor(a)	_____
Instituição:	_____
Julgamento:	_____
Professor(a) Doutor(a)	_____
Instituição:	_____
Julgamento:	_____
Professor(a) Doutor(a)	_____
Instituição:	_____
Julgamento:	_____



## AGRADECIMENTOS

Apesar de gratificante, a tarefa de pensar, desenvolver e escrever uma tese é, na maior parte do tempo, bastante solitária. Felizmente, de outro lado, proporciona um legítimo pretexto para prazerosos encontros intelectuais e fraternais.

Durante o período de elaboração deste trabalho recebi importante apoio nos campos pessoal, profissional, institucional e acadêmico.

Maria Thereza de Assis Moura e Tobias Szyllit me acolheram como um filho em Brasília: nunca lhes poderei retribuir o carinho e a confiança. Maria Thereza – Ministra do Superior Tribunal de Justiça e Professora da Faculdade de Direito da USP – é, antes e acima de suas qualificações profissionais e acadêmicas, um ser humano maravilhoso; atuando como juiz instrutor em seu gabinete, dela recebi valiosas e diárias lições sobre o Direito, mas especialmente sobre a vida.

Ao Professor Titular Vicente Greco Filho sou grato por ter aceitado o encargo de orientador, assentindo com o projeto apresentado num terreno tão inóspito para os penalistas; o que não chega a ser uma surpresa, considerando ser o Professor Greco um daqueles juristas que já não se fazem mais, com um surpreendente conhecimento, a um só tempo, enciclopédico e aprofundado de todos os ramos jurídicos.

João Daniel Rassi se mostrou um amigo de todas as horas, sempre disponível para discutir temas jurídicos ou não. Rassi é um verdadeiro professor voluntário da Faculdade de Direito do Largo São Francisco.

Versões preliminares de alguns capítulos da tese foram debatidos na Faculdade de Direito da Fundação Getúlio Vargas em São Paulo (GVLaw), um verdadeiro *think tank* do direito penal econômico no Brasil, que nada fica a dever a renomadas universidades estrangeiras. Por esses debates, em que tive a oportunidade de ouvir críticas e sugestões de diversos especialistas do direito do mercado de capitais brasileiro – como Ary Osvaldo Mattos Filho, Francisco Satiro, Luiz Felipe Calabro, Ilene Patrícia Noronha e Marcos Galileu Lorena Dutra –, agradeço a Viviane Muller Prado, Renato Vilela e Heloisa Estellita. Viviane e Heloísa tem dividido generosamente comigo, de mão beijada, o largo conhecimento desenvolvido em seus diversos eventos acadêmicos. A Heloísa agradeço, ainda, o envio frequente de obras alemãs sobre o tema: Helô funciona como um sistema crítico (e gratuito!) de atualização doutrinária.

Alaor Leite esteve sempre disposto, apesar de sua agenda apertada de cientista jurídico-penal na Alemanha, a discutir pontos sensíveis da dogmática penal. Seguindo de perto os passos de Luís Greco, esse jovem e genial jurista, a Alaor deve ser objetivamente imputada a elaboração de algumas das mais instigantes contribuições ao moderno direito penal brasileiro. Sou grato a ambos pela amizade e pela contínua disponibilidade em discutir temas penais com honestidade intelectual, sempre de modo aberto e franco, sem pompa ou erudição inútil.

Isac Silveira da Costa, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), leu, mais de uma vez, trechos da tese, procurando impedir que eu cometesse alguma heresia sobre o funcionamento do mercado de capitais brasileiro. Se, ainda assim, erros persistiram, devem ser imputados somente à teimosia ou ao descuido do autor.

Parte da pesquisa para a tese foi realizada na condição de *Visiting Scholar* na *Columbia Law School*, em Nova Iorque. Agradeço a Thiago Bottino, caro amigo e talentoso penalista, por ter me apresentado a Dan Richman, que viria a ser meu *sponsor* naquela prestigiosa instituição. Do período que passei por lá, meus agradecimentos mais profundos são para Dan, Jonathan e Matt Richman e Alexandra Bowie, que me receberam de braços abertos e me fizeram sentir em casa em território estrangeiro.

Agradeço aos Professores Merritt Fox, Larry Glosten e Gabriel Rauterberg por terem se colocado à disposição para destrinchar as complexas peculiaridades da regulação do mercado de capitais nos EUA. O Professor Merritt tem um especial afeto pelo Brasil, onde já esteve por várias vezes, ministrando palestras relacionadas ao tema.

O Professor e *Circuit Judge* Gerard Lynch teve paciência inesgotável para explicar a um estrangeiro curioso, em várias oportunidades, aspectos da *law in action* que sustenta o intrincado sistema criminal federal americano.

O interessantíssimo seminário semanal sobre *white collar crimes*, ministrado por John Coffee Jr. e Jed Rakoff, é um clássico na CLS e foi de valor inestimável para a compreensão da política-criminal subjacente aos crimes contra o mercado de capitais. Assistir à condução, por Rakoff, de júri em que dois operadores do mercado financeiro foram condenados pela manipulação da taxa Libor foi uma experiência especialmente enriquecedora para perceber o funcionamento real do direito penal econômico americano.

Agradeço à Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA, pelo suporte financeiro concedido por meio do “X Prêmio ANBIMA de Mercado de

Capitais”. Mais do que o seu valor pecuniário, a confiança depositada com a concessão do prêmio serviu como estímulo para o esforço constante de aprimoramento do trabalho.

Com diversas pessoas pude discutir esse trabalho parcialmente, dentro os quais agradeço especialmente a Francisco Zardo, Matheus Herren Falivene de Sousa, Gustavo Pontes Mazzocchi, Renata Andrade Lotufo, Bruno César Lorencini, Denis Morelli, Ana Carolina Oliveira, Pierpaolo Cruz Bottini, Rodrigo de Grandis, Paulo Bueno de Azevedo e Maíra Machado. Alexandre Pinheiro dos Santos e Julya Sotto Mayor Wellisch, respectivamente Superintendente-Geral e Procuradora-Chefe da CVM, tem também sido interlocutores frequentes a respeito dos crimes contra o mercado de capitais.

Aos Professores que integraram minha banca de qualificação, Drs. Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa e Janaína Conceição Paschoal, sou devedor pela correção de rumos que permitiu que a pesquisa então ainda incipiente (e insipiente) viesse a se transformar nesta tese.

Consigno, ainda, minha gratidão aos funcionários das bibliotecas da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, do Supremo Tribunal Federal, do Superior Tribunal de Justiça, do Senado Federal, do Tribunal Regional Federal da 3ª Região e da Seção Judiciária de São Paulo pela prestação no auxílio bibliográfico. O acesso rápido às obras também se deveu à paciência e ao auxílio contínuo de Osmar de Almeida Alves Filho.

*Last but not least*, agradeço à Rê, minha companheirinha, que, com sua alegria contagiante e seu amor incondicional, faz minha vida sempre leve, com ou sem tese para escrever.





O sistema de mercado – baseado na propriedade privada, nas trocas voluntárias e na formação de preços por meio de um processo competitivo reconhecidamente imperfeito – define um conjunto de *regras de convivência* na vida prática. Ele é um mecanismo de coordenação e ajuste recíproco de nossas decisões descentralizadas de produção, distribuição e consumo. (...) Mas o mercado não decide, em nome dos que nele atuam, os resultados finais da interação; isso dependerá sobretudo dos valores e das escolhas das pessoas. Assim como, na linguagem comum, a gramática não determina o teor das mensagens, mas apenas as regras das trocas verbais, também o mercado não estabelece de antemão o que será feito e escolhido pelos que dele participam, mas apenas as normas dentro das quais isso será feito. **O mercado tem méritos e defeitos, mas ele não tem o dom de transformar os seres humanos em anjos ou libertinos, Madres Teresas ou Genghis Khans. O que ele faz é registrar, processar e refletir o que as pessoas são. Se a mensagem ofende, a culpa não é do mensageiro.**

(GIANNETTI, Eduardo. *Trópicos utópicos*: uma perspectiva brasileira da crise civilizatória. São Paulo: Companhia das Letras, 2016. p. 35; sem destaques no original)



## RESUMO

CAVALI, Marcelo Costenaro. *Fundamento e limites da repressão penal da manipulação do mercado de capitais*: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado (352 p.). Tese de Doutorado: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017.

A presente tese é dedicada ao estudo dos fundamentos e dos limites da criminalização da manipulação de mercado no direito brasileiro. Após uma defesa da persistência da teoria do bem jurídico como mais eficiente mecanismo crítico de limitação da intervenção penal, incursiona-se na regulação do mercado de capitais, a fim de perquirir acerca do bem jurídico passível de proteção contra condutas manipuladoras. Identificada a capacidade funcional alocativa do mercado, mais especificamente seu pressuposto fundamental consistente no processo de livre formação de preços dos valores mobiliários, como bem jurídico passível de tutela penal, examina-se a conformidade constitucional do tipo penal previsto no artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976. Promove-se, a seguir, a interpretação da regra penal incriminadora à luz das premissas firmadas. Finalmente, são sugeridas propostas para adequar o tipo penal aos princípios constitucionais e aumentar a eficiência do combate à manipulação do mercado.

**Palavras-chave:** Direito penal econômico. Mercado de capitais. Manipulação de mercado.



## ABSTRACT

CAVALI, Marcelo Costenaro. *Fundamentals and limits of the criminalization of capital markets manipulation: an analysis based on the allocative efficiency of the market as protected legal good* (352 p.). Doctorate Thesis: School of Law, University of São Paulo, São Paulo, 2017.

The thesis is dedicated to the study of the fundamentals and limits of the criminalization of market manipulation in Brazilian law. After a vindication of the persistence of the theory of legal goods as the most efficient critical mechanism of limitation of criminal intervention, the capital markets regulation is examined in order to inquire about the legal good that can be protected against manipulative conduct. Once identified the allocative efficiency of the market, more specifically its requirement of free price formation of securities, as a legal good subject to criminal protection, the work examines the constitutionality of the criminal offense established in Article 27-C of the Law n° 6.385/1976. The interpretation of the criminal offense is then promoted in the light of the premises asserted. Finally, proposals are made to adapt the criminal offense to the constitutional principles and to increase the efficiency of the fight against market manipulation.

**Keywords:** White collar crimes. Capital markets. Market manipulation.



## RIASSUNTO

CAVALI, Marcelo Costenaro. *Fondamenti e limiti della regolamentazione penale della manipolazione del mercato mobiliare: un'analisi dal bene giuridico della capacità funzionale allocativa del mercato* (352 p.). Tesi di Dottorato: Facoltà di Giurisprudenza, Università di São Paulo, São Paulo, 2017.

Questa tesi è dedicata allo studio dei fondamenti e limiti della criminalizzazione della manipolazione del mercato nel diritto brasiliano. Dopo una difesa della persistenza della teoria del bene giuridico come meccanismo critico più efficiente per limitare l'intervento penale, lo studio è dedicato alla regolamentazione del mercato mobiliare per identificare un bene giuridico suscettibile di protezione contro il comportamento manipolativo. Affermata la capacità funzionale allocativa del mercato, in particolare la sua condizione fondamentale del processo di libera formazione dei prezzi dei titoli, come bene soggetto di diritto a tutela penale, si esamina la tesi di conformità costituzionale del reato descritto nell'articolo 27-C della Legge 6.385/1976. È promossa, quindi, l'interpretazione della fattispecie penale alla luce delle premesse confermate. Per concludere, sono presentate alcune proposte di adattamento della fattispecie ai principi costituzionali e d'incremento dell'efficacia della lotta contro la manipolazione del mercato.

**Parole chiave:** Diritto penale economico. Mercato mobiliare. Manipolazione del mercato.





## ZUSAMMENFASSUNG

CAVALI, Marcelo Costenaro. *Grundlagen und Grenzen der strafrechtlichen Regulierung der Kapitalmarktmanipulation: Analyse unter der Sicht des Rechtsguts der Allokationsfunktionsfähigkeit* (352 s.). Doktorarbeit: Jurastudium, Universität São Paulo, São Paulo, 2017.

Die These beschäftigt sich mit der Grund und Grenzen der Kriminalisierung der Marktmanipulation in brasilianischem Recht. Nach einer Verteidigung der Rechtsgutprinzip als den effizientesten kritischen Mechanismus der strafrechtlichen Intervention Begrenzung, widmet sich die These für die Regulierung des Kapitalmarktes, um die geschützte Rechtsgut gegen marktmanipulativen Verhalten zu identifizieren. Bestätigt die Allokationsfunktionsfähigkeit des Marktes, insbesondere die Grundvoraussetzung der freien Preisbildung von Wertpapieren, als geschützte Rechtsgut des Delikts der Marktmanipulation, untersucht die Arbeit der Straftatbestand der Marktmanipulation gemäß Artikel 27-C Gesetzes 6.385/1976. Gefördert wird dann die Auslegung der Straftatbestand im Lichte unterzeichnet Räumlichkeiten. Schließlich werden Vorschläge für die Straftatbestand zu den verfassungsrechtlichen Grundsätzen anzupassen und für die Effizienz des Kampfes gegen Marktmanipulation zu erhöhen formuliert.

**Schlüsselwörter:** Wirtschaftsstrafrecht. Wertpapiermarkt. Marktmanipulation.



## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>23</b>
1. MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS: UM FENÔMENO ANTIGO COM NOVAS VESTES .....	23
2. JUSTIFICATIVA DA ESCOLHA DO TEMA E SUA IMPORTÂNCIA: TENDÊNCIA POLÍTICO-CRIMINAL CONTEMPORÂNEA E LACUNA DOUTRINÁRIA BRASILEIRA. 25	
3. CONTRIBUIÇÃO PROPOSTA PELA TESE.....	27
4. PLANO DA EXPOSIÇÃO .....	28
<b>CAPÍTULO 1. A TEORIA DO BEM JURÍDICO E O DIREITO PENAL ECONÔMICO .....</b>	<b>33</b>
1.1. A TEORIA DO BEM JURÍDICO.....	33
1.1.1. Evolução histórica.....	33
1.1.2. Tripla crise do bem jurídico .....	39
1.1.2.1. Crise de identidade .....	39
1.1.2.2. Crise de legitimidade.....	44
1.1.2.3. Crise de utilidade.....	45
1.1.3. Conceito, funcionalidade e limites de rendimento do bem jurídico .....	49
1.1.3.1. Conceito próprio de bem jurídico.....	49
1.1.3.2. Funcionalidade e limites do conceito de bem jurídico .....	52
1.1.4. Conclusão intermediária.....	54
1.2. SOBRE O CHAMADO DIREITO PENAL ECONÔMICO .....	55
1.2.1. Em busca de um conceito de direito penal econômico.....	56
1.2.2. Características típicas do crime econômico .....	60
1.2.2.1. Bens jurídicos supraindividuais .....	63
1.2.2.2. Estrutura do delito .....	68
1.2.3. Direito penal econômico e direito administrativo sancionador .....	71
1.2.3.1. Diferenciação ontológica entre os ilícitos penais e administrativos.....	71
1.2.3.2. Diversidade de regimes jurídicos dos ilícitos penais e administrativos .....	77
1.2.3.3. Balanço: distinções materiais e formais entre as espécies de ilícito .....	79
<b>CAPÍTULO 2. REGULAÇÃO E DIREITO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR DO MERCADO DE CAPITAIS .....</b>	<b>83</b>
2.1. CONTEXTO ECONÔMICO E JURÍDICO DO MERCADO DE CAPITAIS.....	83

2.1.1.	Mercado financeiro em sentido amplo e suas subespécies .....	83
2.1.2.	Mercado financeiro em sentido estrito e intermediação financeira .....	84
2.1.3.	Conceito e funções do mercado de capitais .....	86
2.2.	REGULAÇÃO DA ATIVIDADE ECONÔMICA.....	89
2.2.1.	O Estado Regulador.....	89
2.2.2.	Regulação: conceito, objeto, estrutura e finalidades.....	91
2.3.	REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS.....	94
2.3.1.	Origem e objeto .....	94
2.3.2.	Finalidades.....	98
2.3.3.	Estruturas e atribuições das entidades reguladoras .....	102
2.3.3.1.	A Comissão de Valores Mobiliários.....	103
2.3.3.2.	Autorregulação do mercado de capitais.....	106
2.4.	MECÂNICA DA MANIPULAÇÃO DE MERCADO .....	113
2.4.1.	Espécies de investidores e de informações existentes no mercado .....	113
2.4.2.	Classificação das formas de manipulação do mercado.....	116
2.5.	ATIVIDADE SANCIONADORA NO MERCADO DE CAPITAIS: A INFRAÇÃO ADMINISTRATIVA DE MANIPULAÇÃO DE MERCADO NA JURISPRUDÊNCIA DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS .....	125
2.5.1.	Condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários.....	128
2.5.2.	Manipulação de preços .....	132
2.5.3.	Operação fraudulenta.....	135
2.5.4.	Prática não equitativa.....	137

### **CAPÍTULO 3. BEM JURÍDICO TUTELADO E ASPECTOS CONSTITUCIONAIS RELATIVOS AO DELITO DE MANIPULAÇÃO DE MERCADO .....141**

3.1.	O BEM JURÍDICO LESIONÁVEL PELA MANIPULAÇÃO DE MERCADO .....	141
3.1.1.	Capacidade funcional do mercado de capitais.....	142
3.1.2.	Mercados eficientes e investidores racionais.....	142
3.1.3.	Caráter informativo dos preços de negociação de valores mobiliários.....	144
3.1.4.	A capacidade funcional alocativa do mercado de capitais como bem jurídico supraindividual .....	148
3.1.5.	Dignidade constitucional do bem jurídico.....	154
3.2.	PRINCÍPIOS CONSTITUCIONAIS PENAIIS E A MANIPULAÇÃO DE MERCADO .	157
3.2.1.	Princípio (ou postulado) da proporcionalidade.....	157

3.2.1.1. Teste de adequação: perspectivas normativa e empírica.....	159
3.2.1.2. Teste de necessidade e o princípio da subsidiariedade.....	166
3.2.1.3. Teste da proporcionalidade em sentido estrito e princípio da fragmentariedade ..	173
3.2.2. Princípio da ofensividade, delitos de perigo abstrato e imputação objetiva.....	176
3.2.3. Princípio da legalidade e proibição de leis penais indeterminadas .....	191
3.2.4. Vedação ao <i>bis in idem</i> e cumulação de sanções administrativa e penal .....	200
3.2.4.1. A disciplina do tema em tratados internacionais sobre direitos humanos internalizados no direito brasileiro .....	202
3.2.4.2. A <i>double jeopardy clause</i> na jurisprudência estadunidense.....	204
3.2.4.3. Jurisprudência do Tribunal Europeu de Direitos Humanos .....	208
3.2.4.4. Balanço dos diferentes sistemas: complexidade e inconsistência dos critérios de verificação da identidade de sanções .....	213
3.2.4.5. Análise do direito brasileiro: limites e possibilidades de <i>lege ferenda</i> e de <i>lege lata</i>	214
<b>CAPÍTULO 4. ANÁLISE DOGMÁTICA DO DELITO DE MANIPULAÇÃO DE MERCADO (ARTIGO 27-C DA LEI Nº 6.385/1976) .....</b>	<b>221</b>
4.1. ASPECTOS HISTÓRICOS E PROCESSUAIS .....	221
4.1.1. Antecedentes históricos e o tipo penal atual .....	221
4.1.2. Competência para processamento e julgamento.....	223
4.2. ELEMENTOS PESSOAIS DO TIPO .....	228
4.2.1. Sujeito ativo, autoria e participação .....	229
4.3. ELEMENTOS OBJETIVOS DO TIPO .....	240
4.3.1. Elementos descritivos do tipo .....	241
4.3.2. Elementos normativos do tipo.....	241
4.3.2.1. Operações simuladas e manobras fraudulentas .....	242
4.3.2.2. Idoneidade para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado .....	251
4.3.2.3. Mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado .....	258
4.3.3. Tipologias de manipulação.....	266
4.4. ELEMENTOS SUBJETIVOS DO TIPO .....	273
4.4.1. Dolo.....	273
4.4.1. Finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado .....	275
4.4.3. Fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros .....	277
4.5. INTERFACE ENTRE AS ESFERAS ADMINISTRATIVA E PENAL .....	279
4.5.1. Acessoriedade conceitual do tipo penal de manipulação do mercado.....	279

4.5.2. O término do processo administrativo sancionador da CVM é pressuposto para a persecução penal?.....	286
4.5.3. Efeitos da decisão administrativa sobre a esfera penal.....	290
4.5.3.1. Questões fáticas.....	291
4.5.3.2. Questões (eminentemente) jurídicas.....	293
4.5.3.3. Questões (eminentemente) técnicas.....	297
4.5.4. Efeitos da decisão penal sobre a esfera administrativa.....	298

**CAPÍTULO 5. APERFEIÇOAMENTO DO COMBATE À MANIPULAÇÃO DE MERCADO E SUA ADEQUAÇÃO AOS PRINCÍPIOS CONSTITUCIONAIS PENAIS**  
**.....301**

**5.1. PROPOSTAS PARA A ADEQUAÇÃO DO TIPO PENAL À PROTEÇÃO DO BEM JURÍDICO**  
**301**

5.1.1. Condutas a serem sancionadas (apenas) administrativamente .....	301
5.1.2. Condutas dignas de proteção penal.....	302

**5.2. SOBRE A ESTRUTURA INSTITUCIONAL DE COMBATE À MANIPULAÇÃO DE MERCADO**  
**(ENFORCEMENT)..... 306**

5.2.1. Cooperação entre os órgãos responsáveis pela repressão da manipulação do mercado na fase investigatória .....	307
5.2.2. Interação entre o processo administrativo e o processo penal .....	311

**SÍNTESE DAS PRINCIPAIS CONCLUSÕES.....315**

**REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....331**

## INTRODUÇÃO

### 1. MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS: UM FENÔMENO ANTIGO COM NOVAS VESTES

Em 1688, José da la Vega – intelectual, escritor e homem de negócios espanhol radicado na Holanda – escreveu *Confusión de Confusiones*, considerado o livro mais antigo já publicado sobre o mercado acionário, do qual se colhe a seguinte passagem<sup>1</sup>:

*Llega una noticia inesperada a la rueda de los accionistas, piensan algunos a primera vista que cada circunstancia que aparece es un león que los atacará y una fiera que los devorará; huyen de las acciones, se desesperan por las ganancias, protestan por el engaño, y al fin descubren, con tanta vergüenza como pena, que los dientes eran los de los murmuradores, y las uñas las de ambiciosos, con lo que no encuentran pies ni cabeza a lo que imaginaron, y se quedan sin pies ni cabeza en lo vendido.*

Essa reminiscência histórica ilustra bem como a manipulação do mercado de capitais surgiu de modo praticamente concomitante à própria organização do mercado<sup>2</sup>. Logo no início do funcionamento da bolsa de valores de Amsterdã, no século XVII, os participantes do mercado identificaram a oportunidade de obtenção de ganhos através da manipulação do preço das ações ali negociadas. Notaram que, ao iniciarem uma venda simultânea e concertada de dado título, isso fazia com que os demais acionistas, assustados com a queda vertiginosa do valor do papel, também o alienassem, permitindo-lhes adquirir o mesmo valor mobiliário, em seguida, por preços mais baixos. Perceberam, também, que esse efeito seria potencializado pela difusão de notícias falsas sobre más perspectivas da companhia. Desde então, criatividade e ganância, caminhando juntas, deram azo a diversas e progressivamente mais sofisticadas formas de abusos para obtenção de ganhos indevidos mediante interferência no funcionamento regular do mercado de capitais<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> VEGA, José de la. *Confusión de confusiones*. Trad. Ricardo A. Fornero. Mendoza: Universidad Nacional de Cuyo, 2013. p. 70.

<sup>2</sup> Para uma exposição histórica sobre as práticas nocivas ao mercado, desde o século XVII, cf. CHANCELLOR, Edward. *Devil take the hindmost: a history of financial speculation*. New York: Penguin, 2000.

<sup>3</sup> ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Stock-price manipulation. *The review of financial studies*. Oxford: Oxford University Press, v. 5, i. 3. 1992. pp. 503-507. Nas palavras de José de Faria Costa e Maria Elisabete Ramos, “a história das bolsas documenta artifícios vários dos especuladores tendentes a perturbar artificialmente as cotações com as suas conveniências. [...] A história da bolsa documenta, especialmente em França e na Inglaterra de oitocentos,



As possibilidades de manipulação do mercado de capitais se intensificaram com o fenômeno da globalização, marcado pelo crescimento exponencial do comércio entre os países e dos fluxos de capitais, pela interdependência dos mercados internacionais, bem como pelo desenvolvimento de meios tecnológicos avançados e de complexos produtos financeiros. Característica das mais destacadas da globalização é exatamente a internacionalização dos mercados de capitais. Participantes do mercado reajustam, com um toque na tecla/tela do computador, as carteiras de ativos, vendendo ações no Brasil e, concomitantemente, adquirindo títulos em bolsas de valores de outros países. Com a possibilidade, franqueada às companhias, de oferecer suas ações em qualquer local de negociação do mundo – o dinheiro desconhece fronteiras político-territoriais –, os mercados internacionais competem entre si, apresentando-se como mais atrativos aqueles que se mostrem mais eficientes, regulares, íntegros, seguros, líquidos, menos custosos e protetivos dos investidores.

Para o futuro, o prognóstico é ainda mais desafiador. Entre nós, todo o mercado de bolsa ainda é concentrado numa única entidade, a BM&FBovespa. Nos EUA, país que historicamente tem servido de modelo para o mercado de capitais mundo afora, a acirrada competição entre diversos locais de negociação – incluindo bolsas de valores, redes de comunicação eletrônica (*eletronic communication networks* – ECNs), *dark pools*<sup>4</sup>, sem falar nas “internalizações” realizadas pelas próprias corretoras entre seus clientes<sup>5</sup> –, somada à proliferação da utilização de ferramentas de *high-frequency trading* (HFT) – que consiste, essencialmente, na colocação de ordens de compra e venda diretamente por computadores, com base em algoritmos alimentados por informações de

---

agressivos ataques especulativos sobre determinados títulos. É na sequência de tais ataques que em Inglaterra se firma o ‘Bubble Act’ e em França se encerram as bolsas” (*O crime de abuso de informação privilegiada* (insider trading): a informação enquanto problema jurídico-penal. Coimbra: Coimbra, 2006. p. 14).

<sup>4</sup> As *dark pools* são plataformas de negociação eletrônicas em que as partes não são identificadas e as ordens disponíveis para execução não são visíveis ao mercado. No momento atual, são aparentemente inviáveis no mercado brasileiro, pois, enquadradas que seriam no conceito de mercado de balcão, examinado adiante nesta tese, seria vedada a negociação das ações nelas transacionadas simultaneamente nos mercados de bolsa, de acordo com o artigo 57, §3º, da Instrução CVM nº 461/2007. Assim, somente ações não negociadas em bolsa poderiam ser transacionadas nas *dark pools*, o que as tornaria praticamente inúteis. Sobre essa figura, cf. BANKS, Erik. *Dark pools: the structure and future of off-exchange trading and liquidity*. Basinstoke: Palgrave Macmillan, 2010.

<sup>5</sup> John Coffee Jr., Hillary A. Sale e M. Todd Henderson expõem que as bolsas de valores registradas são responsáveis pela execução de operações que envolvem aproximadamente 63,8% do volume total negociado no mercado. ECNs respondem por 10,8%, *dark pools* por 7,9% e “internalizações” por 17,5% do volume total negociado no mercado americano (*Securities regulation: cases and materials*. 13. ed. St. Paul: Foundation Press, 2015. pp. 612-615). Não será examinada a estrutura atual do mercado de capitais dos EUA dada a sua complexidade e, principalmente, a circunstância de que seu modelo de competição entre diversos locais de negociação não foi reproduzido, ao menos até o presente momento, no Brasil, de modo que suas características não são relevantes para a presente tese. Para uma explicação bastante clara sobre a configuração atual do mercado de capitais nos EUA, cf., além da obra já citada nesta nota de rodapé, FOX, Merrit B.; GLOSTEN, Lawrence R.; RAUTERBERG, Gabriel V. The new stock market: sense and nonsense. *Duke Law Journal*. Durham: Duke University Press, v. 65, n. 2, nov. 2015. pp. 191-277.

mercado obtidas de forma ultraveloz – tem suscitado alegações de multiplicação das possibilidades de manipulação do mercado de capitais<sup>6</sup>.

O mercado de capitais não é somente o local em que especuladores ousados e aventureiros arriscam seu dinheiro. É neste ambiente que as companhias atraem investidores para o financiamento de suas atividades – tendencialmente, os recursos escassos nele aplicados devem fluir para os projetos mais eficientes, contribuindo para o desenvolvimento econômico como um todo. É nele que estão depositados recursos destinados à aposentadoria de milhões de pessoas, especialmente através das entidades fechadas e abertas de previdência complementar. É nesse *locus* virtual que, cada vez mais, os investidores buscam retorno financeiro para seus projetos de vida de médio e longo prazo. E é também nesse âmbito, extremamente delicado para as relações econômicas e sociais, que se verifica uma pulverização dos riscos gerados por pequenos grupos de investidores para toda a economia internacional<sup>7</sup>.

## **2. JUSTIFICATIVA DA ESCOLHA DO TEMA E SUA IMPORTÂNCIA: TENDÊNCIA POLÍTICO-CRIMINAL CONTEMPORÂNEA E LACUNA DOUTRINÁRIA BRASILEIRA**

Já de longa data, a identificação de falhas intrínsecas e de características próprias do funcionamento do mercado de capitais que possibilitam a realização de manobras fraudulentas conduziu ao estabelecimento de medidas preventivas e de sanções administrativas a essas práticas. Dentre as condutas fraudulentas realizadas especificamente no mercado de capitais sobressaem a negociação de valores mobiliários com utilização indevida de informação privilegiada (*insider trading*) e a manipulação de condições de oferta, demanda e preço dos valores mobiliários<sup>8</sup>.

Tais práticas, embora reprimidas administrativamente há bastante tempo, foram criminalizadas no Brasil somente – e quiçá serodidamente – com a edição da Lei nº 10.303/2001,

---

<sup>6</sup> Sobre as acusações de manipulação do mercado por empresas de HFT, embora em linguagem jornalística, cf. LEWIS, Michael. *Flash boys: a Wall Street revolt*. New York: W. W. Norton, 2014. Em contraposição, numa análise técnica e econômica do tema, cf. FOX, Merrit B.; GLOSTEN, Lawrence R.; RAUTERBERG, Gabriel V. *Op. cit.*, especialmente pp. 226-249 e 263-273.

<sup>7</sup> O maior gestor de fundos de investimentos do mundo, o Blackrock, administrava, em 2015, US\$ 4,5 trilhões, valor superior ao PIB de todos os países, exceto três: EUA, China e Japão. Cf. *Exame*. São Paulo: Abril, v. 1085, ano 49, n. 5. p. 100.

<sup>8</sup> Ambas as condutas são enquadradas, no direito europeu, no conceito mais amplo de “abuso de mercado”. Ao lado delas, também integra este conceito a transmissão ilícita de informação privilegiada. Cf. art. 1º da Diretiva 2014/57/UE, de 16 de abril de 2014, relativa às sanções penais aplicáveis ao abuso de mercado.

que, entre outras providências, introduziu na Lei nº 6.385/1976 os artigos 27-C, 27-D e 27-E, os quais tipificam, respectivamente, os crimes de manipulação do mercado, de uso indevido de informação privilegiada e de exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função no mercado de capitais.

A temática do *insider trading* tem merecido atenção relativamente destacada da doutrina brasileira há mais tempo<sup>9</sup>. O mesmo não se pode dizer sobre a manipulação de mercado.

Nos EUA, a prática já é reprimida penalmente, de forma mais específica na esfera federal, desde a década de 30 do século XX, com a edição do *Securities Exchange Act* (1934). Na União Europeia, em 2014 assentou-se uma tendência mais incisiva de criminalização dessas condutas. Dado o entendimento de que a adoção de sanções administrativas pelos Estados-Membros revelou-se insuficiente para assegurar o cumprimento das normas de prevenção e luta contra os “abusos de mercado”, foi editada a Diretiva 2014/57/EU, por meio da qual foram estabelecidas normas mínimas relativas às sanções penais a serem adotadas pelos Estados-Membros para os casos mais graves de abuso de informação privilegiada, transmissão ilícita de informação privilegiada e manipulação de mercado (artigo 1º, 1).

Apesar de não exibir a sofisticação daqueles existentes nos países desenvolvidos, o mercado de capitais brasileiro é fortemente influenciado e conectado com os demais<sup>10</sup>. Não apenas as estruturas e os modelos de negociação praticados, mas também os comportamentos tidos como indesejados costumam ser reproduzidos na nossa realidade de mercado.

No âmbito jurisdicional, paulatinamente começam a surgir ações penais referentes aos crimes contra o mercado de capitais no Poder Judiciário brasileiro. Em 2011 foi proferida a primeira sentença condenatória pela prática de uso indevido de informação privilegiada<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> Entre obras dedicadas especificamente ao *insider trading*, cf. LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais e “insider trading”*. São Paulo: RT, 1982; PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005; CORSETTI, Michelangelo. *Insider trading: o crime de uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais*. Curitiba: Juruá, 2013; NEVES, Heidi Rosa. Florêncio. *Direito administrativo sancionador e o crime de insider trading*. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2013.

<sup>10</sup> Segundo Ary Oswaldo Mattos Filho essa influência se deve a duas razões: “de um lado, a atração quase irresistível que as culturas periféricas sentem pelas culturas centrais; mas, de outro, e certamente mais forte que o mimetismo, há a necessidade de se adequar ao regramento central se quisermos fazer parte dos mercados financeiros relevantes e do núcleo do mercado de valores mobiliários” (*Direito dos valores mobiliários*. São Paulo: GV, v. 1, t. I, 2015. p. 121).

<sup>11</sup> Prolatada pelo Juízo da Sexta Vara Federal Criminal de São Paulo e confirmada, em seus aspectos principais, pelo Tribunal Regional Federal da 3ª Região (ACR 45484, Quinta Turma, Rel. Luiz Stefanini, j. 04/02/2013, e-DJF3 14/02/2013) e pelo Superior Tribunal de Justiça (REsp 1569171/SP, Rel. Min. Gurgel de Faria, Quinta Turma, j. 16/02/2016, DJe 25/02/2016). Até a finalização desta tese, ainda pendia de julgamento pelo Supremo Tribunal Federal agravo interposto em recurso extraordinário (ARE 971036).

Mais recentemente foram proferidas as primeiras sentenças condenatórias referentes ao delito de manipulação de mercado<sup>12</sup>. Novas denúncias com imputações de prática do delito foram noticiadas, sendo duas delas movidas contra, entre outras pessoas, o acionista majoritário de uma companhia petrolífera, à época o homem mais rico do país e um dos mais ricos do mundo<sup>13</sup>.

A doutrina penal não tem oferecido sua contrapartida científica à crescente importância prática do tema. Não foi produzida no Brasil, passados mais de quinze anos da criminalização da manipulação do mercado, nenhuma obra dedicada especificamente à análise desse delito. Um estudo aprofundado sobre o tema se mostra, nesse contexto, premente e imprescindível para prover subsídios doutrinários às decisões a serem proferidas em volume tendencialmente maior pelo Poder Judiciário.

### 3. CONTRIBUIÇÃO PROPOSTA PELA TESE

O objetivo principal desta tese consiste em estabelecer os fundamentos e os limites da criminalização da manipulação de mercado a partir da determinação da capacidade funcional alocativa do mercado como bem jurídico passível de tutela. A tese, portanto, gira em torno dessa assertiva nuclear: a manipulação do mercado lesiona ou ao menos coloca em potencial risco o bem jurídico supraindividual da capacidade funcional alocativa do mercado de valores mobiliários.

*Antes* de justificar a capacidade funcional alocativa do mercado como bem jurídico, é preciso estabelecer as *premissas* que fundamentam essa conclusão e que explicam a sua importância; *depois* de determinado o bem jurídico tutelado, procura-se extrair dessa conclusão todas as suas *consequências* dogmáticas, por meio de uma interpretação político-criminalmente orientada. Por fim, serão formuladas propostas de caráter legislativo e institucional para o reforço da eficácia da proteção do mercado de forma equilibrada com os princípios constitucionais relativos ao direito penal.

A tarefa de fundamentar e delimitar o papel do direito penal no combate à prática da manipulação do mercado se afigura bastante complexa, por algumas razões.

---

<sup>12</sup> Até o momento em que finalizada esta tese, somente havia notícia da prolação de duas sentenças penais condenatórias: a primeira foi proferida em 2014, na Ação Penal nº 0006193-78.2009.403.6181, que tramitou perante a Sexta Vara Federal Criminal de São Paulo; a segunda, datada de 2016, foi proferida na Ação Penal nº 5067096-18.2012.4.04.7100/RS, que tramitou perante a Sétima Vara Federal Criminal de Porto Alegre.

<sup>13</sup> Denúncias disponíveis em <http://www.prj.mpf.mp.br/institucional/mpf-na-capital/atuacao/denuncias-criminais>.

A primeira delas reside na circunstância de que o tema está inserido no coração do chamado “direito penal econômico”, arrastando consigo todas as polêmicas inerentes a esse campo de estudo, como aquelas relacionadas ao bem jurídico tutelado, à tipificação de crimes de perigo abstrato, à distinção entre o direito administrativo sancionador e o direito penal secundário etc.

Ainda nesta linha, apesar de a tese direcionar-se especificamente para a esfera penal, é inevitável uma abordagem sobre a regulamentação do mercado de capitais. Considerando que o direito penal econômico tem como uma de suas características a sobreposição em relação a outros ramos jurídicos, que consubstanciam seu objeto de incidência, é necessário bem compreender seus institutos e sua disciplina normativa para uma aplicação teleologicamente coerente das regras penais.

A existência de uma jurisprudência administrativa formada ao longo de mais de trinta e cinco anos na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em relação à infração administrativa da manipulação de mercado também demanda especial consideração, não apenas para uma adequada compreensão das condutas tidas por ilícitas neste âmbito, mas, também, para se determinar a relação existente entre essa esfera punitiva e a aplicação das sanções penais.

Para superar a contento essas ingentes dificuldades, a tese seguirá o seguinte plano expositivo.

#### **4. PLANO DA EXPOSIÇÃO**

O objetivo principal desta tese, como dito, consiste em estabelecer os fundamentos e os limites da criminalização da manipulação de mercado, ou seja, delinear, à luz da Constituição e da dogmática penal, os termos em que a criminalização da conduta se mostra admissível, daí extraindo as consequências para a interpretação do tipo penal. Entretanto, tal objetivo, dada a complexidade do objeto da tese, demanda uma análise teórica bastante larga, que compreende o estabelecimento de premissas sobre as funções do direito penal, a contextualização do delito no âmbito do direito penal econômico contemporâneo, bem como o exame do funcionamento e da regulação do mercado de capitais como um todo e, em especial, das práticas de manipulação do mercado.

No **primeiro capítulo**, defende-se que a finalidade do direito penal continua a residir na tutela subsidiária de bens jurídicos. Conquanto brevemente, são esboçados os limites e as possibilidades da teoria do bem jurídico como mecanismo de contenção e racionalização do direito penal. Para isso, serão revisitadas as origens do conceito, desde a noção material de crime de

Feuerbach e da formulação inicial de Birnbaum, até o entendimento mais atual de Roxin. Em seguida, serão apresentadas as críticas ao conceito, especialmente aquelas formuladas por Jakobs. Igualmente, serão examinadas as concepções recentes que procuram compatibilizar a manutenção da noção de bem jurídico como pedra fundamental do direito penal e a criminalização de condutas ofensivas a interesses supraindividuais.

A seguir serão examinadas as características essenciais do direito penal econômico e estabelecidas premissas para a compreensão dos crimes nele enquadrados, como o de manipulação do mercado. Nesse âmbito, ao lado da tutela de bens jurídicos supraindividuais, constata-se a proliferação da utilização de tipos de perigo abstrato. A identificação de bens jurídicos supraindividuais não implica, necessariamente, que as regras penais que os tutelam sejam estruturadas sob a forma de tipos de perigo abstrato; e vice-versa: tipos de perigo abstrato podem tutelar bens jurídicos individuais. Essa perspectiva de análise da estrutura dos tipos penais como critério de verificação da legitimidade – e também de orientação da interpretação dos próprios tipos penais – viabiliza críticas mais concretas às regras penais incriminadoras do que aquela baseada unicamente na teoria do bem jurídico.

Também no primeiro capítulo procurar-se-á definir o campo de atuação do direito penal econômico em face do direito administrativo sancionador, bem como perquirir quais são as relações existentes entre esses dois ramos do *jus puniendi* do Estado.

No **segundo capítulo**, o estudo se voltará à regulação do mercado de capitais e ao direito administrativo sancionador aplicável nessa seara. Para bem apreender a evolução do mercado de capitais e o histórico legislativo que culminou na criminalização de condutas antes punidas apenas administrativamente, é necessário compreender, dos pontos de vista econômico e jurídico, os fundamentos, os princípios e as finalidades da regulação do mercado.

Neste ponto explicitar-se-á, também, a mecânica da manipulação de mercado, o que significa examinar e classificar as condutas mais comuns enquadradas como formas de manipulação de mercado, independentemente das regras jurídicas de cada ordenamento. Trata-se de compreender *como* é possível aos agentes econômicos interferir no regular funcionamento do mercado e, eventualmente, obter vantagens indevidas a partir de tais interferências.

A seguir, será feita uma análise da jurisprudência – especialmente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), mas também, em alguma medida, do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) – acerca da infração administrativa de manipulação do mercado de

capitais, que já é objeto de regulamentação há bastante tempo, desde 1979. A experiência administrativa, bastante volumosa, fornecerá ferramentas de interpretação do tipo penal.

No **terceiro capítulo**, busca-se, inicialmente, identificar o bem jurídico tutelado pelo delito do artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976. Será o momento de aplicar as premissas fixadas no primeiro capítulo, isto é, de afastar bens jurídicos meramente aparentes em prol da determinação mais precisa possível do bem objeto de proteção.

A identificação do bem jurídico também demandará um aprofundamento na compreensão das espécies de investidores que atuam no mercado de capitais, a fim de verificar quais são os efeitos que a manipulação do mercado exerce sobre eles.

Constatada a existência de um verdadeiro bem jurídico tutelado pela norma, seguirá o estudo na perquirição acerca de sua dignidade penal, especialmente tendo em conta que as condutas que se procura reprimir com a ameaça da sanção penal já são punidas administrativamente. Para tanto, submeter-se-á o tipo penal, num primeiro momento, ao crivo dos princípios da proporcionalidade, da subsidiariedade, da fragmentariedade e da ofensividade.

Esses princípios do direito penal de um Estado Democrático de Direito mostram-se especialmente importantes na análise dos tipos penais de perigo abstrato. Nesse ponto, será imprescindível um exame a respeito dessa espécie de estrutura delitiva. Notadamente, o estudo será voltado à conformidade constitucional de tipos penais de perigo abstrato. Trata-se de verificar se e como pode ser compatibilizada essa forma de estabelecimento de normas penais com o princípio da lesividade ou da ofensividade.

Afastar-se-á, nesse contexto, o entendimento de que esses crimes não exigem sequer a colocação em risco não tolerado, ainda que de forma potencial, do bem jurídico. É que essa concepção acaba por reduzir o exame de incidência da regra penal incriminadora à perquirição acerca do preenchimento meramente formal dos elementos do tipo, produzindo uma aplicação do direito penal desvinculada de seus princípios fundamentais.

Em seguida, o estudo se voltará ao confronto do dispositivo do artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976 com o princípio da legalidade penal. Trata-se de saber, especialmente, se a fórmula aberta utilizada pela regra penal incriminadora se desincumbe de maneira suficiente do coeficiente constitucional de determinação da conduta imposto pelo princípio da legalidade penal.

Finalmente, também nesse contexto, merecerá exame aprofundado o princípio da vedação ao *bis in idem*. A delimitação do princípio do *ne bis in idem*, nos casos em que há dupla sanção

(administrativa e criminal) pelos mesmos fatos, tem sido objeto de intensos debates na doutrina e na jurisprudência estrangeiras, mas, no Brasil, a questão ainda foi pouco explorada<sup>14</sup>.

No **quarto capítulo**, estabelecidas as imprescindíveis premissas teóricas, poder-se-á examinar com maior acuidade o delito previsto no artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976.

Em primeiro lugar, após breves considerações históricas, será feita análise a respeito da competência para o processamento e julgamento do delito. A controvérsia se coloca porque não existe nenhuma previsão expressa na Lei nº 6.385/1976 de que a competência seja atribuída à Justiça Federal. Assim, tendo em conta apenas o inciso VI do artigo 109 da Constituição, a competência haveria de recair sobre a Justiça Estadual, já que o texto alude a crimes contra o sistema financeiro “nos casos determinados por lei”. A questão, porém, reside em saber se o inciso IV do artigo 109 – que se refere às “infrações penais praticadas em detrimento de bens, serviços ou interesse da União ou de suas entidades autárquicas ou empresas públicas” – constitui fundamento suficiente para a fixação da competência federal.

Passa-se então à aplicação das premissas explicitadas anteriormente ao exame dos elementos do tipo, iniciando-se pela identificação dos sujeitos ativo – com referência às possíveis formas de autoria e participação – e passivo do delito.

O tipo penal da manipulação de mercado está redigido de maneira complexa e tortuosa, exigindo do intérprete um profundo esforço exegético para a reconstrução de seus elementos.

No campo subjetivo do tipo, além do dolo, há menção a três distintas finalidades específicas: de alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado, de obter vantagem indevida ou lucro e/ou de causar dano a terceiro.

Também se reconhecem elementos normativos na alusão a valores mobiliários, bolsas de valores, de mercadorias e de futuros e mercado de balcão e mercado de balcão organizado, bem como a alteração artificial do regular funcionamento do mercado.

Nesse ponto, serão retomadas as teses adotadas quanto às funções do direito penal, bem como as considerações a respeito da regulação do mercado de capitais e sobre o bem jurídico

---

<sup>14</sup> Como louváveis exceções a essa passividade acadêmica, porém, mencionem-se as obras de COSTA, Helena Regina Lobo da. *Direito penal econômico e direito administrativo sancionador: ne bis in idem* como medida de política sancionadora integrada. Tese (Livre Docência). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2013; e SABOYA, Keity. *Ne bis in idem: história, teoria e perspectivas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2014. Especificamente no âmbito do mercado de capitais, vale aludir também ao livro de OSÓRIO, Fábio Medina; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; WELLISCH, Julia Sotto Mayor. *Mercado de capitais: regime sancionador*. São Paulo: Saraiva, 2012. pp. 61-71.



tutelado pela regra penal incriminadora, a fim de promover interpretação teleológica que reduza a aplicação da norma àquelas hipóteses de efetivo potencial de lesão a esse bem jurídico.

A seguir, será estudada a relação existente entre as esferas administrativa e penal. Esse exame se dará em dois planos.

Num primeiro momento, o estudo será voltado ao campo processual, a partir do exame das consequências do reconhecimento da (in)existência de manipulação de mercado pela CVM para a ação penal. Trata-se de determinar, por um lado, se, reconhecendo a CVM ou o CRSFN a inexistência de suposto de manipulação de mercado, esse fato obstará ou não a ação penal; por outro lado, cuida-se de estabelecer os efeitos de uma decisão proferida na ação penal sobre eventual processo administrativo ainda pendente de julgamento. Será posto à prova o entendimento jurisprudencial consolidado no Brasil, no mais das vezes de forma irrefletida, da absoluta independência das esferas administrativa e penal.

Num segundo momento, examinar-se-á a existência de eventual vinculação entre os elementos normativos adotados pelo tipo penal e a interpretação administrativa que a CVM e o CRSFN vem lhes conferindo desde que as condutas de manipulação de mercado passaram a configurar infrações administrativas.

Os termos utilizados pelo artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976 são bastante genéricos, de modo que é inevitável a incorporação ao direito penal de toda uma tradição conceitual do direito do mercado de capitais, dela extraíndo os seus limites próprios nessa seara.

No **quinto** capítulo, são formuladas propostas de aperfeiçoamento no tratamento do combate à manipulação de mercado, tanto como para proporcionar uma maior eficácia do *enforcement* e uma melhor utilização dos recursos públicos, como para permitir uma maior racionalidade da repressão penal.

O propósito do capítulo é o de, a partir do exame dogmático formulado no corpo do trabalho, propor medidas legislativas que possam contribuir para o aperfeiçoamento da estrutura institucional de combate à manipulação do mercado, bem como alterações no tratamento administrativo e penal do fenômeno para, a um só tempo, compatibilizá-lo com os princípios constitucionais penais e permitir uma tutela eficiente do bem jurídico.

Finalmente, o trabalho se encerra com um resumo das principais conclusões atingidas no curso da exposição.

# CAPÍTULO 1. A TEORIA DO BEM JURÍDICO E O DIREITO PENAL ECONÔMICO

## 1.1. A TEORIA DO BEM JURÍDICO

As normas penais representam o mecanismo de imposição das sanções mais drásticas do ordenamento jurídico. Um poder tão intenso tem necessariamente de ser limitado, tanto no que se refere à forma de seu exercício quanto no que tange aos seus pressupostos materiais de aplicação. Nem sempre foram reconhecidos esses limites.

O objetivo inicial deste item é demonstrar, conquanto brevemente, a evolução histórica do principal limite material do direito penal já desenvolvido pela doutrina, qual seja, o conceito de bem jurídico. Conceito cuja sobrevivência está posta, atualmente, diante de severos questionamentos – insuficientes, porém, segundo a óptica adotada nesta tese, para lhe despojar de sua importância fundamental na limitação do *jus puniendi*.

Após a enunciação de um conceito próprio de bem jurídico, serão expostas as funções que lhe podem ser atribuídas, bem como examinados os seus limites e possibilidades na contenção, interpretação e aplicação do direito penal.

Essas premissas serão necessárias para viabilizar, no Capítulo III, a afirmação da existência de um bem jurídico protegido pelo crime de manipulação do mercado de capitais.

### 1.1.1. Evolução histórica

Durante muito tempo, não se cogitou de uma limitação *material* do poder de punir, isto é, de restrições quanto ao conteúdo das condutas que poderiam ser consideradas como criminosas.

O princípio da legalidade, cujas origens remontam à *Magna Charta Libertatum*, de 1215, surgiu como uma limitação de caráter *formal* à imposição de penas. Previu-se a impossibilidade de reconhecimento de um crime ou de imposição de uma pena sem que as condutas sancionadas estivessem estatuídas previamente em lei (*nullum crimen, nulla poena sine lege*). Esse princípio, entretanto, nada dizia sobre a natureza da conduta sancionada: satisfeita a exigência da previsão legal, a conduta realizada no mundo fático que preenchesse os pressupostos normativos seria

considerada um crime, havendo em contrapartida ampla liberdade para a definição de quais ações poderiam ser previstas em lei como criminosas.

Antes do período iluminista, portanto, à caracterização do delito bastava o descumprimento de deveres legais. Era o delito uma “maldade” contrária à lei e, especialmente, à vontade divina. A similitude entre delito e pecado era patente; o caráter autoritário do direito penal evidente<sup>15</sup>.

Essa situação permaneceu, em traços gerais, inalterada por séculos, até a publicação, em 1764, da obra seminal do Marquês de Beccaria (*Dei Delitti e Delle Pene*). Surge, a partir de então, uma demanda de racionalidade para o reconhecimento de crimes e a aplicação das respectivas penas, sendo questionados o alcance das incriminações, bem como a humanidade e a serventia das sanções<sup>16</sup>.

No Iluminismo, especialmente com fulcro na ideia do contrato social, são lançadas as bases do princípio da legalidade numa feição mais próxima daquela concebida hoje. Suas raízes se fundam em uma razão comum a todas as pessoas, que encontra sua expressão decisiva na lei, teoricamente apta a excluir a arbitrariedade estatal<sup>17</sup>. Livra-se o direito penal de sua (por vezes mascarada) propensão religiosa, abandonando-se a conexão do crime com o pecado.

Essa vinculação do direito penal ao contrato social se desenvolve com Feuerbach, autor que teria formulado a primeira tentativa bem-sucedida de estabelecer um *conceito material* de crime, transcendente e crítico ao direito penal positivo<sup>18</sup>. Para o jurista alemão, crime só haveria em caso de *lesão de direitos subjetivos* individuais ou de titularidade do próprio Estado. Aponta-se, contudo, que Feuerbach não teria sido completamente leal a essa premissa, pois admitia enquadrar entre as condutas puníveis meras “infrações de polícia” (*Polizeivergehen*), tais como ofensas ao sentimento religioso e aos bons costumes<sup>19</sup>. De toda sorte, a teoria da lesão de direitos subjetivos foi, é inegável, um marco na contenção do arbítrio que grassava no período<sup>20</sup>.

<sup>15</sup> GONZÁLEZ RUS, Juan José. *Bien jurídico y Constitución*. Madrid: Fundación Juan March, 1978. p. 9.

<sup>16</sup> Esse precursor do direito penal visualizava três espécies de crimes: a) aqueles que “tendem diretamente à destruição da sociedade ou daqueles que a representem”; b) aqueles que “afetam o cidadão em sua existência, em seus bens ou em sua honra”; e c) os “atos que contrariam o que a lei determina ou proíbe, considerando o bem público”. E acrescentava que “todo ato não enquadrado em uma dessas classificações não pode ser tido como delito, nem castigado como tal, senão por aqueles que descobrem nisso o seu interesse particular” (BECCARIA, Cesare. *Dos delitos e das penas*. Trad. Torrieri Guimarães. 11. ed. São Paulo: Hemus, 1996. p. 65).

<sup>17</sup> JESCHECK, Hans-Heinrich; WEIGEND, Thomas. *Tratado de derecho penal: parte general*. 5. ed. Trad. Miguel Olmedo Cardenete. Granada: Comares, 2002. p. 140.

<sup>18</sup> ANDRADE, Manuel da Costa. *Consentimento e acordo em direito penal: contributo para a fundamentação de um paradigma dualista*. Coimbra: Coimbra, 1991. p. 62.

<sup>19</sup> BECHARA, Ana Elisa Liberatore Silva. *Bem jurídico-penal*. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 93.

<sup>20</sup> PASCHOAL, Janaina Conceição. *Constituição, criminalização e direito penal mínimo*. São Paulo: RT, 2003. p. 28.

Como pensamento contraposto ao iluminista, desenvolveu-se a Restauração, movimento menos adepto de uma racionalidade puramente especulativa e mais voltado à justificação das condições reais de poder da época. Reconhece-se o Direito, na linha da Escola Histórica do Direito de Savigny, como criação histórica<sup>21</sup>. A Restauração forneceu instrumental teórico adequado ao momento pós-guerras napoleônicas, em que o Estado se fortalecia e se apresentava, em substituição a um jusnaturalismo fundado diretamente na razão humana, como a fonte das normas penais. A teoria da lesão de direitos subjetivos, de inspiração largamente kantiana, deixava de fora do *jus puniendi* situações que, no novo contexto sociopolítico, pareciam exigir a intervenção penal<sup>22</sup>.

Nesse contexto, em contraposição à teoria de Feuerbach, Birnbaum desenvolveu – com a publicação de seu *Über das Erfordernis einer Rechtsverletzung zum Begriff des Verbrechens*, em 1834 – a ideia de que não são os direitos subjetivos que são lesionados com as práticas criminosas, mas sim os *bens* protegidos pela norma, isto é, os bens materiais garantidos pelo poder do Estado, que podem corresponder ao indivíduo ou à sociedade<sup>23</sup>. A teoria de Birnbaum é, para alguns, um retrocesso, na medida em que acaba por ampliar o âmbito de punição de delitos, deixando demasiado espaço à valoração política do Estado<sup>24</sup>. Nesse sentido, essa teoria não apresentava os bens protegidos pela norma como limites ao próprio legislador, mas, como consequência do positivismo *de lege lata* então dominante, circunscreveria sua função à interpretação e à ordenação sistemática da legislação<sup>25</sup>.

Apesar disso, é possível adotar, no quadro geral, uma perspectiva mais otimista sobre a evolução da limitação do poder punitivo do Estado, como a de Schünemann, que, resumindo o período compreendido entre as formulações de Beccaria (1764) e Birnbaum (1834) – “o primeiro terço dos 250 anos da história da moderna teoria do direito penal” –, destaca que, apesar das várias diferenças entre si, as concepções possuem um denominador comum. De acordo com o Professor de Munique<sup>26</sup>,

é possível desenvolver, com base em considerações jusracionalistas – seja partindo de um contrato social, ou apoiando-se numa visão historizadora menos

<sup>21</sup> SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. *Direito penal supra-individual*. São Paulo: RT, 2003. p. 40.

<sup>22</sup> BECHARA, Ana Elisa Liberatore Silva. *Op. cit.* p. 94.

<sup>23</sup> JESCHECK, Hans-Heinrich; WEIGEND, Thomas. *Op. cit.* p. 274.

<sup>24</sup> Cf. BECHARA, Ana Elisa Liberatore Silva. *Op. cit.* p. 97.

<sup>25</sup> FERNÁNDEZ, Gonzalo. *Bien jurídico y sistema del delito*. Montevideo – Buenos Aires: BdeF, 2004. p. 16; VEGA GUTIÉRREZ, José Zunyr. *Mercado de valores en derecho penal*. Madrid: Edisofer, 2013. p. 54.

<sup>26</sup> O princípio da proteção de bens jurídicos como ponto de fuga dos limites constitucionais e da interpretação dos tipos. In: GRECO, Luís (coord). *Estudos de direito penal, direito processual penal e filosofia do direito*. Marcial Pons: Madri – Barcelona – Buenos Aires – São Paulo, 2013. p. 49.

rígida desta figura – um conceito de crime que não esteja à disposição do legislador, mas que seja definido pelo dano social que é infligido aos bens naturais ou sociais dos membros da comunidade, não sendo suficiente para tanto uma mera violação à religião ou à moral, mas sim, que esta violação afete um bem de que todos necessitam e que é protegido no interesse de todos (afetação essa cujos pressupostos não ficaram de todo claros)<sup>27</sup>.

Em seguida, com Binding, aparece na doutrina, pela primeira vez, a expressão *bem jurídico*. Para ele, tratar-se-ia de uma situação valorada pelo legislador. Cuida-se de um conceito formulado sob uma perspectiva imanente ao sistema, ou seja, bem jurídico será aquele interesse considerado de necessária proteção pelo legislador. Em seu acentuado positivismo, Binding “supervaloriza o processo legislativo na formulação do bem jurídico, restringindo-o a uma relação de total e inquestionável conformidade com a norma”<sup>28</sup>.

A despeito dessa concepção formalista, totalmente vinculada à vontade do legislador, Binding coloca o conceito de bem jurídico como núcleo do injusto penal, razão pela qual alguns lhe atribuem a paternidade da verdadeira história do conceito<sup>29</sup>. Binding diferencia lei e norma: lei se resume ao texto legal e, quando alguém realiza a conduta nele descrita (v.g., “matar alguém”), não infringe a lei, mas sim a norma, que é o comando implícito na lei (“não matarás”). O bem jurídico, nesse contexto, é a essência da norma, aquilo que é protegido pelo comando nela inscrito, aquilo que está “por trás” da norma de comportamento. A aproximação – ou, até mesmo, confusão – entre bem jurídico e *ratio legis*, criticável sob uma perspectiva transcendente ao sistema, tem, ao menos, o mérito de apontar uma direção racional para a interpretação teleológica dos tipos penais.

Também contribui para a sistematização do direito penal, ao permitir o agrupamento de diferentes delitos, de acordo com o bem jurídico protegido, conferindo uma medida de proporcionalidade para o exame da política criminal.

Em 1882, Von Liszt busca reconhecer nos bens jurídicos interesses vitais do indivíduo ou da sociedade, preexistentes à sua positivação na lei penal. A diferença fundamental da sua concepção em relação à de Binding, portanto, reside na origem normativa (Binding) ou sociológica

<sup>27</sup> O princípio da proteção de bens jurídicos como ponto de fuga dos limites constitucionais e da interpretação dos tipos. In: GRECO, Luís (coord). *Estudos de direito penal, direito processual penal e filosofia do direito*. Marcial Pons: Madri – Barcelona – Buenos Aires – São Paulo, 2013. p. 49.

<sup>28</sup> D’AVILA, Fabio Roberto. *Ofensividade em direito penal*: escritos sobre a teoria do crime como ofensa a bens jurídicos. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2009. p. 66.

<sup>29</sup> SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. *Direito penal supra-individual...*, cit. p. 44.

(Von Liszt) do conceito de bem jurídico. Para Von Liszt, os interesses nascem “da vida”, sendo apenas reconhecidos e protegidos enquanto tais pelo Direito<sup>30</sup>.

Von Liszt reconhece, tal qual Binding, a importância da norma para o direito penal. Mas critica a sua posição, por visualizar na sua teoria uma perspectiva puramente formalista, desvinculada da essência material do interesse protegido. De acordo com Von Liszt “o vício capital da teoria está na concepção puramente formal do delito como ofensa ao dever de obediência”<sup>31</sup>.

Na década de 1920, a Escola de Kiel retoma e radicaliza a concepção positivista de bem jurídico, que deixa de ser considerado um interesse concreto preexistente à norma, convertendo-se em um simples meio de auxílio à interpretação, uma “abreviatura da ideia de fim” ou o “fim em sua forma mais concisa”<sup>32</sup>. O bem jurídico se resume a um mero critério hermenêutico. Conforme Figueiredo Dias, o conceito de bem jurídico “deixa de poder ser visto como padrão crítico de aferição da legitimidade da criminalização; perde, numa palavra, todo o seu interesse para a determinação do conceito material de crime”<sup>33</sup>.

Essa ampla liberdade reconhecida ao legislador na determinação das condutas humanas que podem ser consideradas como crimes foi utilizada como instrumento de legitimação do direito penal nazista, com todas as suas consequências danosas<sup>34</sup>.

Após a Segunda Guerra Mundial, a doutrina retomou a teoria do bem jurídico como limite ao legislador. Como nota Ferrajoli, essa renovação da proteção de bens jurídicos como função do direito penal foi levada a cabo por um “notável número de penalistas”<sup>35</sup>.

---

<sup>30</sup> “Chamamos bens jurídicos os interesses que o Direito protege. *Bem jurídico é, pois, o interesse juridicamente protegido*. Todos os bens jurídicos são interesses humanos, ou do indivíduo ou da coletividade. É a vida, e não o Direito, que produz o interesse; mas só a proteção jurídica converte o interesse em bem jurídico. A liberdade individual, a inviolabilidade do domicílio, o segredo epistolar eram interesses muito antes que as cartas constitucionais os garantissem contra a intervenção arbitrária do Poder Público. A necessidade origina a proteção e, variando os interesses, variam também os bens jurídicos quanto ao número e quanto ao gênero”. VON LISZT, Frank. *Tratado de direito penal*. Trad. José Higinio Duarte Pereira. Campinas: Russel, v. I, 2003. p. 139.

<sup>31</sup> *Idem, ibidem*. pp. 141-142.

<sup>32</sup> Cf. JESCHECK, Hans-Heinrich; WEIGEND, Thomas. *Op. cit.* p. 275.

<sup>33</sup> DIAS, Jorge de Figueiredo. *Direito penal*. Parte geral. Tomo I. Questões fundamentais. A doutrina geral do crime. São Paulo – Coimbra: RT – Coimbra, 2007. p. 116.

<sup>34</sup> BECHARA, Ana Elisa Liberatore Silva. *Op. cit.* pp. 108-114.

<sup>35</sup> “Após a Segunda Guerra Mundial, com o renascimento de uma cultura penal liberal e democrática, o conceito de bem jurídico recuperou o seu caráter garantista, graças ao trabalho de um notável número de penalistas que, de um lado, restauraram sua referência semântica a situações objetivas e a interesses de fato independentes das (ou prévio às) normas jurídicas, e, de outro, devolveram a relevância crítica e a função axiológica, ainda que seja apenas como limite interno referido a valores ou bens constitucionais” (FERRAJOLI, Luigi. *Direito e razão: teoria do garantismo penal*. 2. ed. São Paulo: RT, 2006. p. 431).

O apogeu da teoria se deu em meados da segunda metade do século passado. Em 1966 foi elaborado, por uma comissão de professores de direito penal, o Projeto Alternativo de Código Penal alemão, que, em seu §2, declarava expressamente que a finalidade das penas e medidas de segurança – ao lado do fim de reinserir o autor na comunidade jurídica – seria a proteção de bens jurídicos. No referido projeto, assim como em muitas manifestações doutrinárias do período, foram objeto de crítica e exclusão do direito penal muitos dos delitos que eram claramente voltados à proteção de sentimentos ou de meras concepções morais<sup>36</sup>. O princípio da proteção de bens jurídicos não foi expressamente adotado pelo legislador alemão, mas a reforma do direito penal sexual de 1973, na linha do que defendido no referido Projeto Alternativo, acabou por excluir a incriminação de condutas como homossexualismo entre adultos, zoofilia e adultério, numa demonstração de utilidade e racionalidade do conceito<sup>37</sup>.

Desde então, a lista de autores qualificados que trataram do tema continua a ser bastante extensa, não sendo possível examinar os diversos posicionamentos com profundidade nesta sede<sup>38</sup>. Mas é inegável que o aparente consenso formado naquele momento histórico não se prolongou, surgindo, desde então, uma série de entendimentos conflitantes.

De maneira necessariamente simplista, é possível apontar uma posição doutrinária que continua a defender o princípio da proteção de bens jurídicos como fundamento do sistema penal, contraposta a outra que nega qualquer importância ao conceito, havendo, entre esses dois extremos, uma pletera de entendimentos intermediários<sup>39</sup>.

---

<sup>36</sup> FRISCH, Wolfgang. Bien jurídico, derecho, estructura del delito e imputación en el contexto de la legitimación de la pena estatal. In: HEFENDEHL, Roland (ed.). *La teoría del bien jurídico ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?* Madrid: Marcial Pons, 2007. p. 310.

<sup>37</sup> ROXIN, Claus ¿Es la protección de bienes jurídicos una finalidad del derecho penal? In: HEFENDEHL, Roland (ed.). *La teoría del bien jurídico ¿Fundamento de legitimación del derecho penal o juego de abalorios dogmático?* Madrid: Marcial Pons, 2007. p. 444.

<sup>38</sup> Para uma visão geral na doutrina alemã, remete-se a duas coletâneas com diversos artigos de autores modernos: GRECO, Luís; TÓRTIMA, Fernanda Lara (org.). *O bem jurídico como limitação do poder estatal de incriminar?* Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, e HEFENDEHL, Roland (ed.). *La teoría del bien jurídico ¿Fundamento de legitimación del derecho penal o juego de abalorios dogmático?* Marcial Pons: Madrid, 2007.

<sup>39</sup> Como defensores da teoria do bem jurídico, podem ser citados, entre outros, Hassemer, Roxin e Schünemann; entre seus detratores, incluem-se Jakobs e Stratenwerth. Cf., para uma síntese das respectivas posições, os artigos desses autores publicados nas coletâneas referidas na nota anterior.

### 1.1.2. Tripla crise do bem jurídico

As dificuldades de se atingir um consenso doutrinário sobre aspectos fundamentais da teoria do bem jurídico o conduziram a uma *tripla crise*: de *identidade*, de *legitimidade* e de *utilidade*.

#### 1.1.2.1. Crise de identidade

A *crise de identidade* – ou de definição – do bem jurídico decorre da considerável variedade de definições e da vagueza dos termos utilizados para conceituá-lo. Nesse sentido, Stratenwerth, por exemplo, sustenta que “a ideia de bem jurídico permanece completamente obscura” e que nenhum dos conceitos fundamentais do Direito Penal oferece uma tal diversidade de definições “especialmente não fundamentadas”<sup>40</sup>.

De fato, existem diversas definições de bens jurídicos. Refere-se a doutrina, por vezes, a “objetos que possibilitam a realização do ser humano” (Michael Marx), “dados ou finalidades úteis para o indivíduo e para seu livre desenvolvimento dentro dos limites de um sistema global fundado nessas finalidades ou úteis para o funcionamento desse próprio sistema” (Roxin), “conjuntos de normas jurídicas de comportamento relativas a um específico (...) ente livre e as suas condições de existência” (Michael Köhler), “proteção de chances de participação na sociedade” (Rolf-Peter Calliess), “estado de coisas passíveis de lesão e de proteção” (Jäger), “estado de coisas especialmente valioso da realidade social” (Mayer), “interesse humano carecedor de proteção penal” (Hassemer), “interesses jurídico-penalmente protegidos” (Maurach/Zipf), “valor ideal espiritualizado” (Baumann/Weber/Mitsch), “valor abstrato da ordem social juridicamente protegido” (Jescheck/Weigend), “unidades funcionais da sociedade, sem as quais a nossa sociedade estatal não seria capaz de sobreviver com as características que apresenta” (Rudolphi), entre outros<sup>41</sup>.

Seriam essa diversidade de concepções e a reconhecida característica da vagueza dos termos utilizados na definição de bem jurídico razões suficientes para descartá-lo completamente da dogmática penal? Seria o conceito de bem jurídico, afinal, um terreno escorregadio de conjecturas e palpites onde tudo brota, mas nada se firma ou deixa raízes?

<sup>40</sup> STRATENWERTH, Günther. Sobre o conceito de “bem jurídico”. In: GRECO, Luís; TÓRTIMA, Fernanda Lara (org.). *O bem jurídico como limitação do poder estatal de incriminar?* Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011. p. 100.

<sup>41</sup> As citações foram todas extraídas do texto de STRATENWERTH, Günther. Sobre..., cit. p. 102.



É inegável que tais circunstâncias comprovam que foram infrutíferas as tentativas empreendidas pela dogmática penal de congelar a noção de bem jurídico em um “conceito classificatório” ou de classe, recortando componentes da realidade mediante identificação de características rígidas, suficientes e necessárias para o reconhecimento do objeto. Assumisse a noção de bem jurídico a qualidade de conceito classificatório, seria sempre possível identificar de plano um bem jurídico, através de um raciocínio subsuntivo (na forma de “tudo ou nada”). Assim, *tertium non datur*: ou se estaria diante do objeto conceituado (por conta da presença das características fixamente enumeradas) – no caso, o bem jurídico – ou não se trataria daquele objeto.

Por isso, Schönemann aponta que tentar compreender o conceito de bem jurídico como um conceito classificatório conduz a uma “rua sem saída”. Mas isso não implica que todas as suas possibilidades de conceituação estejam esgotadas, pois a moderna filosofia da linguagem já há tempos reconhece que a definição por meio do *genus proximum* e da *differentia specifica* é apenas um caso específico extremo, ao lado de outras representações linguísticas. Mais razoável, nessa linha de argumentação, é que o bem jurídico seja compreendido apenas como uma “diretriz normativa”<sup>42</sup>.

Roxin também reconhece que para o problema da legitimidade das infrações penais não há soluções simples, mas sustenta – e demonstra, por meio de exemplos convincentes – que o conceito de bem jurídico fornece *concretas linhas argumentativas* que possibilitam uma discussão racional do *jus puniendi*. O caráter necessariamente abstrato, próprio de princípios jurídicos superiores (*oberste Rechtsprinzipien*), e o reconhecimento da remanescente margem de discricionariedade do legislador não desvalorizam o conceito de bem jurídico<sup>43</sup>.

Mesmo Hassemer, quiçá o principal expoente na defesa de um conceito restrito de bem jurídico, reconhece que o valor do conceito não está em “possibilitar inferências *more geometrico*, mas sim em sustentar uma linha de argumentação em uma controvérsia jurídica”. Além disso, prossegue, esse conceito “tem de ser, ao menos, aberto o suficiente para permitir decisões discricionárias do legislador”<sup>44</sup>.

---

<sup>42</sup> SCHÜNEMANN, Bernd. O princípio..., cit. pp. 44-45.

<sup>43</sup> ROXIN, Claus. O conceito de bem jurídico crítico ao legislador em xeque. Trad. Alaor Leite. *Revista dos Tribunais*. São Paulo: RT, v. 922, ago. 2012. p. 296.

<sup>44</sup> HASSEMER, Winfried. Linhas gerais de uma teoria pessoal do bem jurídico. In: GRECO, Luís; TÓRTIMA, Fernanda Lara (org.). *O bem jurídico como limitação do poder estatal de incriminar?* Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011. p. 21.

Não poderia ser diferente, dado que o conceito de bem jurídico é contingente, permeável à própria alteração dos valores sociais, de modo que seus contornos serão moldados de acordo com uma sociedade específica e um determinado período histórico<sup>45</sup>. Pense-se, por exemplo, nos crimes contra a propriedade intelectual (artigo 183 e seguintes da Lei nº 9.279/1996). Há um ou dois séculos atrás, ninguém poderia imaginar a importância para o desenvolvimento científico e econômico que a propriedade intelectual viria a assumir. E, hoje, com o amplo compartilhamento de dados pela internet, esse mesmo bem jurídico, nos moldes em que surgiu na dinâmica social, passa por um agudo processo de transformação.

Parece mais promissor e adequado, portanto, entender o bem jurídico, do ponto de vista dos modelos linguísticos, como um tipo (ou “conceito tipológico”) – e não como um conceito classificatório (também chamado de “conceito propriamente dito” ou “conceito de gênero” ou “conceito geral abstrato”). Os conceitos classificatórios representam um “rompimento” com a realidade, na medida em que, através de um número finito e selecionado de características isoladas, “definem” (delimitam) uma determinada situação hipotética. Os tipos, ao contrário, não são definidos – são abertos, por essência<sup>46</sup>.

Diferentemente do que ocorre no conceito classificatório, no tipo os elementos linguísticos são ordenados, de maneira flexível, numa cadeia de associações construídas a partir de uma série de atributos considerados relevantes, mas não necessários, naquele contexto comunicativo (protótipo)<sup>47</sup>. Os tipos se reconhecem justamente por serem identificados por semelhança, deixando a noção legal aberta ao intérprete a assimilação das mutações sociais que alteram o seu entendimento e compreensão. Nem todos os elementos considerados típicos precisam estar necessariamente presentes para que se reconheça o tipo; no caso concreto podem faltar um ou alguns deles e, ainda assim, estar caracterizado o tipo<sup>48</sup>.

Por consistirem em ordens fluidas, formadas a partir de critérios de semelhança, de características comuns, flexíveis e não limitadas *a priori*, os tipos permitem uma abertura ao mundo

---

<sup>45</sup> PASCHOAL, Janaína Conceição. *Constituição...*, cit. p. 52.

<sup>46</sup> KAUFMANN, Arthur. *Filosofia do direito*. Trad. A. U. Cortês. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 2004. p. 188.

<sup>47</sup> SOUSA, Matheus Herren Falivene de. *Estrutura linguística dos tipos penais*. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2014. p. 122.

<sup>48</sup> KAUFMANN, Arthur. *Op. cit.* p. 188; LARENZ, Karl. *Metodologia da Ciência do Direito*. 3. ed. Trad. José Lamego. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1997. p. 307.

exterior, moldáveis ao sabor do tempo e das circunstâncias sociais, aptos a colher, em sua incidência, fatos originariamente indetermináveis.

Enfim, o tipo é, propositalmente, relacionado a uma noção não bem definida, com limites incertos, justamente com o objetivo de permitir uma maior adaptabilidade à realidade e à evolução social, bem como a conjugação com outras normas e princípios. São noções apreendidas no mundo real, “descobertos” na realidade e jurisdicizados<sup>49</sup>. São núcleos de cristalização, em torno do qual se enrolam, no curso do tempo, de modo casuístico, outras normas e princípios. Os tipos persistem, independentemente de tempo e lugar, mas se transformam e se adaptam à medida que se alteram as condições reais a que fazem referência.

A ideia de bem jurídico, portanto, é uma abstração generalizadora, uma noção fluida e aberta, que acomoda características comuns, mas não rígidas nem tampouco limitadas. As notas próprias da concepção de tipo são a fluidez de seus contornos, a indefinibilidade e a abertura ao real, dentre outras que lhe conferem uma maior adaptabilidade às transformações sociais<sup>50</sup>.

Nessa linha de argumentação, tome-se em consideração, por ora, o conceito de bens jurídicos adotado por Claus Roxin, como sendo os dados ou finalidades necessários ao desenvolvimento dos indivíduos e à eficácia de seus direitos fundamentais, bem como dos sistemas estatais necessários para o funcionamento de um desses objetivos<sup>51</sup>. A noção apresenta apenas largas diretrizes do que seja um bem jurídico, o que, seria tolo negar, despoja-lhe, em boa medida, do seu potencial crítico.

Nem por isso o conceito resta desprovido de considerável utilidade, essencialmente por duas razões. A primeira delas é que, mesmo em se tratando de uma noção bastante ampla, a existência de um bem jurídico estará, em muitos casos, evidentemente presente (zona de certeza positiva) ou ausente (zona de certeza negativa).

Tanto os partidários de um conceito mais elástico como de um conceito mais restrito de bem jurídico reconhecem que os bens diretamente conectados aos indivíduos, como os vinculados aos direitos fundamentais de primeira geração, são inegáveis bens jurídicos. Dentre os delitos que, indubitavelmente, tutelam um verdadeiro bem jurídico podem ser citados o homicídio (vida), a

---

<sup>49</sup> GRAU, Eros Roberto. *Ensaio e discurso sobre a interpretação/aplicação do direito*. São Paulo: Malheiros, 2002. p. 209.

<sup>50</sup> Foi Misabel Derzi quem introduziu de forma clara, pela primeira vez na doutrina brasileira, a diferenciação entre tipos e conceitos classificatórios. Cf., da autora, *Direito tributário, direito penal e tipo*. São Paulo: RT, 1988. p. 48).

<sup>51</sup> ROXIN, Claus. *Strafrecht*. Allgemeiner Teil. Band I. Grundlagen. Der Aufbau der Verbrechenslehre. 4. ed. München: C. H. Beck, 2006. p. 16.

lesão corporal (integridade física), o furto (patrimônio), o sequestro (liberdade individual) e o estupro (liberdade sexual).

Já para a identificação dos delitos que não tutelam bem jurídico algum, o ponto central é o da identificação de critérios negativos de definição<sup>52</sup>. Novamente, há um número surpreendentemente grande de casos em que haverá largo consenso acerca da ausência de qualquer bem jurídico protegido.

Em enumeração exemplificativa e fragmentária, Roxin aponta as seguintes consequências do conceito de bem jurídico, em sua faceta de definição negativa: a) leis penais arbitrárias, com motivações puramente ideológicas ou contrárias a direitos fundamentais, não tutelam bens jurídicos; b) a descrição da finalidade da lei não basta para fundamentar um bem jurídico legitimador de um tipo penal (por exemplo, na criminalização do homossexualismo se recorre indevidamente a uma “estrutura heterossexual das relações sexuais”; no tráfico de drogas à “existência de uma sociedade sem drogas”); c) a imoralidade e a suposta reprovabilidade ética de um comportamento (por exemplo, homossexualismo, troca de casais e sexo com animais) não justificam proibição penal; d) a violação da própria dignidade humana não é razão para punição penal; e) a tutela de sentimentos somente pode ser reconhecida como bem jurídico quando proteja o sentimento de ameaça a um bem jurídico (por exemplo, o delito de praticar ato obsceno em lugar público somente tutela legitimamente um bem jurídico naqueles casos em que, dadas as circunstâncias concretas, provoque na vítima o medo de efetiva agressão sexual); f) a autolesão consciente não legitima a pena (v.g., o mero uso de drogas por adultos responsáveis não poderia ser punido); g) normas penais preponderantemente simbólicas devem ser recusadas, de modo que a mera negação de fato histórico (como, por exemplo, o holocausto), sem caráter de agitação, não poderia ser conduta punível; h) tabus não constituem bens jurídicos; i) tipos penais não poderiam ser fundados em “bens jurídicos de abstração impalpável”, como “saúde pública” e “paz pública”<sup>53</sup>.

Pode haver dissenso em relação a algum(ns) desses critérios, mas a estratégia de elencá-los racionaliza o debate e permite uma discussão mais clara sobre os pressupostos de reconhecimento de falsos bens jurídicos. Não é desprezível, por conseguinte, a capacidade de rendimento da teoria

---

<sup>52</sup> HEFENDEHL, Roland. De largo aliento: el concepto de bien jurídico. In: HEFENDEHL, Roland (ed.). *La teoría del bien jurídico ¿Fundamento de legitimación del derecho penal o juego de abalorios dogmático?* Madrid: Marcial Pons, 2007. p. 464. No mesmo sentido, FERRAJOLI, Luigi. *Op. cit.* pp. 432-433. Para Ana Elisa Liberatore Silva Bechara, a capacidade de rendimento do bem jurídico “emana exclusivamente de seu caráter negativo” (*Op. cit.* p. 142).

<sup>53</sup> ROXIN, Claus. *Strafrecht...*, cit. pp. 18-29.

do bem jurídico, mesmo que isoladamente considerada, como limite à intervenção legislativa no campo penal. Entretanto, o potencial crítico do conceito de bem jurídico não se esgota em si mesmo. Isso porque o reconhecimento da existência de um bem jurídico é apenas o ponto de partida a partir do qual podem ser aplicados mais profundos filtros de legitimidade, em especial através dos princípios da proporcionalidade, de subsidiariedade e da fragmentariedade<sup>54</sup>.

### 1.1.2.2. Crise de legitimidade

A *crise de legitimidade* – ou de fundamentação – do bem jurídico deriva da necessidade de fundamentar o postulado de que o bem jurídico deve ser considerado um limite à intervenção estatal na esfera penal. Afinal, é preciso justificar por qual razão um conceito que não está expressamente estabelecido no texto constitucional pode ser oposto à discricionariedade do legislador para a criação de tipos penais.

Os tribunais pátrios e estrangeiros não acolhem de modo claro e sistemático a teoria do bem jurídico como limite ao legislador – isso quando não a rejeitam expressamente. Para alguns, o “golpe de misericórdia” teria sido dado por uma decisão proferida pelo Tribunal Constitucional alemão, justamente no país em que a teoria se originou e desenvolveu<sup>55</sup>. Em 2008, o *Bundesverfassungsgericht* decidiu pela constitucionalidade do tipo penal do incesto, que criminaliza as relações consensuais entre irmãos adultos (§ 173 do Código Penal)<sup>56</sup>. Na controversa decisão, entre outros argumentos, o BVerfG rejeitou a aplicação da teoria do bem jurídico por entender que ela parte de um conceito naturalístico que não se pode sobrepor ao legislador constitucionalmente constituído<sup>57</sup>.

Na verdade, porém, o conceito de bem jurídico não contradiz a vinculação do legislador à Constituição. Pelo contrário, a Constituição funciona como um filtro normativo dos valores sociais

---

<sup>54</sup> Cf. item 1.3 deste Capítulo, *infra*.

<sup>55</sup> BURCHARD, Christoph. O princípio da proporcionalidade no “direito penal constitucional” ou o fim da teoria do bem jurídico tutelado na Alemanha. In AMBOS, Kai; BÖHM, María Laura (coord.). *Desenvolvimentos atuais das ciências criminais na Alemanha*. Brasília: Gazeta Jurídica, 2013. pp. 29-51.

<sup>56</sup> Decisão do Segundo Senado do BVerfG – 2 BvR 392/07 – de 26 de fevereiro de 2008. Disponível em: [http://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/DE/2008/02/rs20080226\\_2bvr039207.html](http://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/DE/2008/02/rs20080226_2bvr039207.html). Acesso em: 30 jun. 2015.

<sup>57</sup> Sobre a decisão, leiam-se os comentários de GRECO, Luís. Reflexões a partir da decisão do Tribunal Constitucional Alemão a respeito do crime de incesto (§ 173 *Strafgesetzbuch*). *Revista brasileira de ciências criminais*. São Paulo: RT, ano 18, n. 82, jan.-fev. 2010. pp. 165-185.

mais caros existentes na sociedade para o legislador. Ou seja, “enquanto o constituinte busca os bens jurídicos penais na sociedade, o legislador os retira da Constituição”<sup>58</sup>.

O conceito de bem jurídico, portanto, deve ser buscado na Constituição. Esta, documento normativo permeável que é – ao adotar normas de forte conteúdo axiológico e larga vagueza semântica, como os princípios – às alterações sociais, culturais e econômicas, acolhe os valores e interesses primordiais existentes na comunidade e os transforma – ou, ao menos, legitima sua transformação posterior, pela via legislativa – em bens jurídicos.

Mais do que isso, uma concepção de bem jurídico que se pretenda crítica ao legislador deve reconhecer que nem todo preceito constitucional pode servir como fundamento legítimo à intervenção penal, especialmente em face de uma Constituição ampla como a brasileira, que abarcou em seu texto até mesmo disposições sobre a localização de colégio (art. 242, § 2º). Somente, pois, interesses ou valores constitucionais de fundamental importância podem fundamentar a existência de bens jurídicos<sup>59</sup>.

A legitimidade do conceito de bem jurídico como limite ao legislador, portanto, deve ser derivada da própria Constituição, não havendo necessidade de se apelar a um conceito extrajurídico ou jusnaturalista de bem jurídico para fundamentar uma noção material de delito.

### 1.1.2.3. Crise de utilidade

Por fim, deve-se mencionar uma *crise de utilidade* pela qual passa a teoria do bem jurídico, dado que parte da doutrina rechaça veementemente a ideia de que a função do direito penal esteja vinculada à proteção de bens jurídicos. Em especial, vale citar o funcionalismo de Günther Jakobs, que, a partir de uma concepção normativista extrema do direito penal, fixa a tarefa deste na confirmação da vigência das normas – e não na proteção de bens jurídicos.

Uma primeira observação crítica feita por Jakobs aponta que o direito penal não protege bens jurídicos de quaisquer ataques. Menciona ele que, por exemplo, a morte natural indubitavelmente atenta contra o bem jurídico “vida”: nem por isso o direito penal protege a vida contra o transcurso do tempo e a morte por velhice. Há aí uma lesão a bem jurídico, mas não uma lesão contra a qual o direito penal possa ou deva se posicionar.

<sup>58</sup> PACHOAL, Janaína Conceição. *Constituição...*, cit. p. 49.

<sup>59</sup> GRECO, Luís. *Modernização do direito penal, bens jurídicos coletivos e crimes de perigo abstrato*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011. pp. 82-85; PACHOAL, Janaína Conceição. *Constituição...*, cit. pp. 67-68.

Já daí extrai Jakobs a conclusão de que a lesão a bens não é a característica que define especificamente o âmbito da atuação do direito penal. A lesão a bens que efetivamente interessa ao direito penal deve ser, portanto, normativamente delimitada, sem predeterminações naturalísticas ou ontológicas<sup>60</sup>.

Poder-se-ia argumentar que ao direito penal caberia cuidar de lesões de bens provocadas por ataques humanos, e não por meros fenômenos da natureza. Em verdade, porém, haveria aí, segundo Jakobs, uma inversão no raciocínio. É irrelevante quem viole os bens, se a natureza ou os homens, pois eles não possuem existência independente; pelo contrário, estão adstritos a titulares, sendo estes a exercerem a pretensão de que seus bens não sejam lesados. O direito, pois, não é um muro protetor colocado ao redor de bens, mas sim uma relação entre pessoas. Portanto, a tese de que o direito penal protege bens jurídicos apenas poderia significar que o objeto de proteção é o indivíduo ou a coletividade em sua relação com outra pessoa<sup>61</sup>.

Essa fundamentação normativa Jakobs vai buscar na sua compreensão da finalidade da pena. Para ele, o delito e a pena são expressões de sentido comunicativamente relevantes, mas de sinais contrários: do ponto de vista comunicacional, ao cometer o delito, o autor expressa sua desconformidade com a norma, transmitindo a mensagem de que, para ele, a *norma não vige*; a pena reage a essa mensagem, contrariando, de forma *geral*, essa desautorização *individual* da norma, reafirmando a todos os destinatários a *vigência da norma*. Argumenta Jakobs que a pena não repara bens; pelo contrário, confirma a identidade normativa da sociedade, de modo que o direito penal não poderia reagir em face de um fato enquanto lesão de um bem jurídico, senão apenas frente a um fato como rompimento da norma. Um rompimento da norma, por sua vez, não é como um evento natural entre seres humanos, mas sim um processo de comunicação, de expressão de sentido entre pessoas<sup>62</sup>.

Mais ainda, argumenta Jakobs que o direito penal atua sempre uma vez que o bem jurídico já foi lesado ou ameaçado – ou seja, quando a vida já foi ceifada, quando a honra já foi manchada, quando a integridade física já foi ofendida etc.

---

<sup>60</sup> *Derecho penal*. Parte general. Fundamentos y teoría de la imputación. Trad. Joaquin Cuello Contreras e Jose Luis Serrano Gonzalez de Murillo. 2. ed. Madrid: Marcial Pons, 1997. pp. 45-47.

<sup>61</sup> JAKOBS, Günther. O que é protegido pelo direito penal: bens jurídicos ou a vigência da norma? In: GRECO, Luís; TÓRTIMA, Fernanda Lara (org.). *O bem jurídico como limitação do poder estatal de incriminar?* Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011. pp. 159-167.

<sup>62</sup> JAKOBS, Günther. *Sociedad, norma y persona en una teoría de un derecho penal funcional*. Trad. Manuel Cancio Meliá e Bernardo Feijoo Sánchez. Madrid: Civitas, 1996. pp. 7 e ss.

Conclui, assim, que evitar uma lesão ou uma ameaça de lesão a bem jurídico não é o objeto do direito penal: o objeto do direito penal é, sim, o de garantir, através da desaprovação comunicativa da conduta criminosa, a vigência da norma.

Essas críticas, muitas delas percucientes, no entanto, não são suficientes para substituir a função de tutela de bens jurídicos pela de proteção da vigência da norma. Em verdade, não há incompatibilidade entre as duas funções.

Em primeiro lugar, a observação de Jakobs a respeito da existência diária e contínua de bens lesionados por eventos da própria natureza – a vida pela morte natural, por exemplo – apenas demonstra a pouca aptidão do direito penal para a proteção de determinados estados reais, pois sua atuação se restringe, como toda norma jurídica, à regulação da conduta humana.

Por outro lado, essa compreensão também explica a razão pela qual o direito penal não atua, ao menos sob a perspectiva das possibilidades do fenômeno jurídico, demasiado tarde. A principal função do direito penal na proteção de bens jurídicos tem caráter preventivo. Ao estabelecer, em regras claras, quais são as condutas proibidas sob pena de graves sanções, o direito penal *exalta* os bens jurídicos, transmitindo a apreciação da comunidade em relação a determinados bens, que pretende ver promovidos e protegidos, assim como procura convencer os destinatários das normas a respeitá-los.

Ainda sob esse prisma, como se verá adiante, o direito penal se vale dos chamados crimes de perigo abstrato, vedando até mesmo a realização de condutas meramente preparatórias ou potencialmente voltadas a colocar em perigo determinados bens jurídicos.

Essa função preventiva é o mais longe que o direito penal pode ir – ainda assim, de forma limitada – em termos de proteção de bens jurídicos. No entanto, não é o direito penal o principal instrumento para essa finalidade, mas, sim, a atividade (preventiva) de polícia.

Se falha a tentativa de convencimento dos destinatários da norma e ocorre a violação indesejada, sob o ponto de vista jurídico-penal, de um dado bem – como, por exemplo, quando ocorre um homicídio –, o direito penal somente poderá atuar num momento posterior, mediante a aplicação da pena ao autor do delito. Isso não trará a vítima de volta à vida, é fato. Porém, a reparação da lesão ou – quando impossível, como no caso do homicídio – o ressarcimento do dano não são tarefas do direito penal, mas do direito da responsabilidade civil<sup>63</sup>.

---

<sup>63</sup> Nas palavras de Miguel Polaino Navarrete, “não é que o direito penal chegue demasiado tarde, senão que chega *quando pode chegar e não pode chegar antes*” (Proteção de bens jurídicos e confirmação da vigência da norma: duas



A proteção ao bem jurídico que o direito penal *pode e deve* proporcionar diz respeito ao *valor* que essa vida representa para o indivíduo e para sociedade. Nesse ponto, razão não pode ser negada a Jakobs. Ao sancionar o autor do homicídio, o Estado demonstra à comunidade que essa violação da norma não é a regra, mas uma tentativa de negativa de sua vigência que não será tolerada<sup>64</sup>. O Estado transmite aos destinatários da norma a mensagem de que o *valor* da vida para a vítima – assim como para todas as demais pessoas – era fundamental e que, quem quer que atue da mesma maneira que o homicida, será punido<sup>65</sup>.

As objeções de Jakobs, ao invés de oferecerem uma alternativa de substituição da noção de bem jurídico como objeto central de tutela do direito penal, apresentam subsídios para uma reformulação e melhor compreensão do conceito.

A construção de Jakobs permite uma nova leitura do sistema penal, que, sob muitos aspectos, pode ser tida como complementar à teoria do bem jurídico. Isso porque, se, por um lado, Jakobs constrói um sistema formal, a teoria do bem jurídico fornece elementos materiais de preenchimento desse sistema. O que não parece admissível é fundar o direito penal, a forma jurídica de intervenção mais grave e profunda na esfera de liberdade dos cidadãos, num conceito formal como a proteção da “vigência da norma”. Admitir o funcionalismo no modelo de Jakobs, ou seja, “admitir a existência de normas penais que não objetivam proteger nenhum bem jurídico estatal, significa abrir as portas para o autoritarismo estatal”<sup>66</sup>.

Em outras palavras: não há dúvida de que a aplicação da sanção penal a quem cometa delitos tem como objetivo, também, a garantia da vigência da norma. Mas esse não é o seu objetivo principal, senão apenas um meio de proteger, preventiva – mediante reafirmação de sua importância – e repressivamente – através da mensagem de que essas condutas não serão toleradas –, bens jurídicos.

Conforme rebate Roxin, a postura de Jakobs “fundamenta-se, no entanto, em um normativismo exagerado. É certo que a pena contribui para a estabilização da norma; a despeito de

---

funções excludentes? In: POLAINO-ORTS, Miguel; SAAD-DINIZ, Eduardo (org.). *Teoria da pena, bem jurídico e imputação*. São Paulo: Liberars, 2012. p. 123).

<sup>64</sup> Conforme Knut Amelung, “quando o Direito Penal reage contra um homicídio, não protege ele a vítima concreta, mas confirma uma norma, que deve proteger outras pessoas de um homicídio” (O conceito de bem jurídico na teoria jurídico-penal da proteção de bens jurídicos. In: GRECO, Luís; TÓRTIMA, Fernanda Lara (org.). *O bem jurídico como limitação do poder estatal de incriminar?* Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011. p. 156).

<sup>65</sup> “A eficácia protetiva da sanção está em que ela onera o desrespeito à norma de comportamento com consequências que parecem idôneas a impedir que outros sigam o mau exemplo do violador do Direito”. AMELUNG, Knut. *Op. cit.* p. 153.

<sup>66</sup> PASCHOAL, Janaina Conceição. *Direito penal: parte geral*. 2. ed. Barueri: Manole, 2015. p. 3.

que essa não seja – contrariamente ao que pensa Jakobs – sua única finalidade. A estabilização normativa não é um fim em si mesmo, mas deve contribuir para que lesões reais ou sociais (ou seja, lesões de bens jurídicos) não ocorram no futuro. Ela serve, ao final, à proteção de bens jurídicos e perderia, sem esta última, todo o sentido”<sup>67</sup>.

Não são, portanto, incompatíveis, mas antes, complementares, as funções de proteção da vigência da norma e de tutela de bens jurídicos<sup>68</sup>.

À guisa de conclusão, pode-se dizer que as três crises que acometem a teoria do bem jurídico – de identidade, de legitimidade e de utilidade – são insuficientes para derrubá-la, servindo antes para sua reformulação e constante aperfeiçoamento.

### **1.1.3. Conceito, funcionalidade e limites de rendimento do bem jurídico**

Não surgiu, até o momento, nenhum conceito que tenha arregimentado aceitação suficiente para substituir o bem jurídico na condição de eixo gravitacional da sanção criminal. Sobrevive, pois, o conceito de bem jurídico como núcleo fundamental e justificante do direito penal.

#### **1.1.3.1. Conceito próprio de bem jurídico**

É hora de traçar um conceito próprio de bem jurídico. Diante das premissas até aqui estabelecidas, restou claro que esse conceito não pode deixar de ser amplo, dada sua estrutura linguística tipológica, e deve ser extraído a partir de normas constitucionais especialmente relevantes.

Para os fins dessa tese, tomo por bens jurídicos os interesses reais que se apresentem como concretizações de valores constitucionais expressa ou implicitamente vinculados aos direitos fundamentais ou à subsistência dos sistemas sociais ou estatais voltados à consecução desses direitos. O conceito, reconheça-se, é bastante amplo. Nem por isso deixa de apresentar potencial crítico. Vejamos com detalhes as suas características.

---

<sup>67</sup> ROXIN, Claus. O conceito de bem jurídico crítico ao legislador em xeque. Trad. Alaor Leite. *Revista dos Tribunais*. São Paulo: RT, ago. 2012, vol. 922, p. 292.

<sup>68</sup> POLAINO NAVARRETE, Miguel. *Proteção...*, cit. pp. 126-127. No mesmo sentido, FEIJOO SÁNCHEZ, Bernardo. *Derecho penal de la empresa e imputación objetiva*. Madrid: Reus, 2007. pp. 31-46.

Inicialmente, destaca-se que se trata de bens decorrentes de normas constitucionais, ainda que de forma implícita<sup>69</sup>. Mais do que isso, esses bens devem possuir especial relevância, estando vinculados, direta ou indiretamente, a direitos fundamentais e aos seus instrumentos de realização. Nem por isso se confundem os bens com os próprios direitos fundamentais: aqueles se devem considerar concretizações dos valores constitucionais ligados a estes<sup>70</sup>.

Os bens jurídicos podem estar voltados de maneira indireta à promoção do direito fundamental, quando a proteção recai sobre as condições essenciais à subsistência dos sistemas sociais ou estatais relacionados a essa finalidade. Sem a existência de tais instituições, a proteção de direitos fundamentais, em todas as suas gerações, mostra-se dificultada. Admite-se, pois, a existência de bens jurídicos que caracterizam interesses relacionados apenas de forma indireta aos direitos fundamentais, como ocorre nos crimes tributários, ambientais e contra a Administração Pública.

É equivocada a visão de que um suposto direito penal “clássico” não comportava a tutela de bens jurídicos supraindividuais. Prova disso é que mesmo as leis penais de séculos passados previam delitos de moeda falsa ou contra a Administração Pública. O que sucede é que, com o desenvolvimento do caráter intervencionista do Estado Social e Democrático de Direito, os direitos fundamentais passam a exigir uma correspondente proteção, através da criação de instituições voltadas a essa finalidade – o que leva ao possível reconhecimento de novos bens jurídicos característicos do direito penal econômico<sup>71</sup>.

Somente uma concepção com tal abrangência é capaz de fornecer uma resposta compatível com a crescente importância dos interesses jurídicos supraindividuais que proliferam na atual era de estruturas sociais anônimas e complexas, com os riscos graves e difusos a elas relacionados. Determinadas instituições, notadamente no âmbito econômico, assumem especial relevância social, justificando-se sua proteção penal imediata, dada a insuficiência de uma proteção meramente reflexa a partir dos tipos penais protetores de bens jurídicos individuais.

Por outro lado, o conceito qualifica os bens como interesses *reais*. Tendências de “espiritualização” do bem jurídico geram um perigo para a teoria do bem jurídico enquanto fim do

---

<sup>69</sup> Há posicionamento no sentido de que não se pode admitir a proteção penal de valores implicitamente albergados pela Constituição. Nesse sentido cf. PASCHOAL, Janaína Conceição. *Constituição...*, cit. pp. 65-66.

<sup>70</sup> O conceito é próximo ao adotado por Figueiredo Dias, para quem “os bens jurídicos protegidos pelo direito penal devem considerar-se concretizações dos valores constitucionais expressa ou implicitamente ligados aos direitos e deveres fundamentais e à ordenação social, política e econômica” (*Op. cit.* p. 120).

<sup>71</sup> VEGA GUTIÉRREZ, José Zamyra. *Op. cit.* p. 84.

direito penal, pois o mundo de valores espirituais que flutua acima dos seres humanos e de suas ações não é passível de lesão; e aquilo que não é passível de lesão não precisa de proteção<sup>72</sup>. A realidade, contudo, é importante ressaltar, não é necessariamente empírica, pois o mundo real não se esgota nos objetos cuja existência é verificável através das ciências naturais<sup>73</sup>. Assim, para ficar num exemplo fácil, a honra é uma realidade, embora impalpável<sup>74</sup>.

Conforme aponta Amelung, “a uniformidade do mundo dos bens jurídicos não está na esfera dos objetos, mas é criada pelo elemento comum do juízo de valor constitutivo dos bens”<sup>75</sup>. Assim, bens jurídicos compreenderiam, de acordo com o autor, não apenas *atos “brutos”* – isto é, não socialmente constituídos, como a vida –, mas também *chances de ação* – como no furto, em que não seria a “coisa” furtada o bem jurídico protegido, mas a possibilidade de utilizá-la que é garantida ao seu proprietário – e *processos sociais* – tal como no crime de falso testemunho, em que se tutela o processo de obtenção de uma sentença correta –, sem prejuízo de que ainda possam ser imagináveis outros objetos aptos a servir de base para bens jurídicos<sup>76</sup>.

É claro que essas diretrizes não resolvem todos os problemas de definição, pois sempre haverá casos em que será controversa a efetiva realidade do bem – circunstância ineliminável se, como proposto, reconhecemos o bem jurídico como um conceito tipológico.

De toda sorte, o problema da simples referência, sem qualquer fundamentação, a objetos ideais como representativos de bens jurídicos será atenuado na medida em que a doutrina assumir a urgente tarefa de identificar bens jurídicos meramente *aparentes*. Trata-se de revelar as “hipóteses em que a linguagem cotidiana, através de uma hipostasia e de uma perspectiva alienante, esconde o fato de que está chamando de bem jurídico algo que não é mais do que a própria norma de comportamento ou até somente um aspecto da sua vigência”<sup>77</sup>. Isso ocorre, em regra, no âmbito dos chamados bens jurídicos supraindividuais, examinados adiante<sup>78</sup>.

<sup>72</sup> AMELUNG, Knut. *Op. cit.* pp. 144-145.

<sup>73</sup> “Temos, geralmente, uma concepção muito pobre do real, entendendo que a realidade se circunscreve àquilo que tomba sob a ação de nossos sentidos. A realidade, no entanto, é muito mais complexa e rica”. REALE, Miguel. *Filosofia do direito*. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 1996. p. 177.

<sup>74</sup> ROXIN, Claus. *Strafrecht...*, cit. p. 34; GRECO, Luís. *Modernização...*, cit. p. 88.

<sup>75</sup> AMELUNG, Knut. *Op. cit.* p. 138.

<sup>76</sup> *Idem, ibidem.* pp. 133-138.

<sup>77</sup> *Idem, ibidem.* p. 142.

<sup>78</sup> Cf. item 2.1 deste Capítulo *infra*.

### 1.1.3.2. Funcionalidade e limites do conceito de bem jurídico

Chegados a esse ponto, resta perguntar: quais funções exerce, então, o conceito de bem jurídico? E quais os seus limites?

A doutrina se refere a diversas funções exercidas pelo bem jurídico. Interessa aqui mencionar, apenas, sua função (transcendente ao sistema) crítica ao legislador, e sua função (imaneente ao sistema) de critério de interpretação teleológica<sup>79</sup>.

Por tudo o que já foi exposto, no que diz respeito à função *crítica ao legislador*, renunciar à noção de bem jurídico implica elastecer a margem de discricionariedade do legislador em matéria penal, enfraquecendo os argumentos limitadores da criminalização irresponsável. A teoria do bem jurídico exerce um papel importante, nesse contexto, na contestação de crimes fundados em questões religiosas, mera imoralidade ou contrariedade à ética. Nessa linha argumentativa, por exemplo, práticas sexuais menos comuns – homossexualismo, sadomasoquismo, bestialismo etc. – não são condutas que admitam criminalização.

O exemplo alemão do incesto é um caso claro de tipo penal que poderia ter sido declarado inconstitucional a partir da teoria do bem jurídico, pois representa uma incriminação fundada somente em argumentos morais e crenças religiosas.

No Brasil, podem ser apontados vários tipos penais que, parece evidente, não tutelam nenhum bem jurídico. O Título VI da Parte Especial do Código Penal, formalmente voltado à proteção da dignidade sexual, abriga uma coleção de figuras típicas que não protegem bem jurídico algum, representando, em verdade, meras convicções morais conservadoras, tais como os crimes de mediação para servir a lascívia de outrem (art. 227), favorecimento da prostituição (art. 228, primeira parte), rufianismo (art. 230) e de escrito ou objeto obsceno (art. 234), bem como o revogado crime de adultério (art. 240, revogado pela Lei nº 11.106/2005)<sup>80</sup>.

---

<sup>79</sup> Ao lado dessas, Luiz Regis Prado menciona as funções individualizadora, que leva em conta a gravidade da lesão ao bem jurídico como critério de fixação da pena, e sistemática, voltada à classificação de grupos de tipos na Parte Especial do Código Penal (*Bem jurídico-penal e Constituição*. 4. ed. São Paulo: RT, 2009. p. 51).

<sup>80</sup> Art. 227. Induzir alguém a satisfazer a lascívia de outrem: Pena – reclusão, de um a três anos. Art. 228. Induzir ou atrair alguém à prostituição [...]: Pena – reclusão, de 2 (dois) a 5 (cinco) anos, e multa. Art. 230. Tirar proveito da prostituição alheia, participando diretamente de seus lucros ou fazendo-se sustentar, no todo ou em parte, por quem a exerça: Pena – reclusão, de um a quatro anos, e multa. Art. 234. Fazer, importar, exportar, adquirir ou ter sob sua guarda, para fim de comércio, de distribuição ou de exposição pública, escrito, desenho, pintura, estampa ou qualquer objeto obsceno: Pena – detenção, de seis meses a dois anos, ou multa. Art. 240. Cometer adultério: Pena – detenção, de quinze dias a seis meses.

Outro exemplo de tipo penal sem bem jurídico protegido se encontra no artigo 28 da Lei nº 11.343/2006, referente à criminalização da posse de drogas para consumo próprio, que terá sua constitucionalidade examinada em breve pelo Supremo Tribunal Federal<sup>81</sup>.

Essa função, porém, a teoria do bem jurídico não exerce em sua plenitude se considerada isoladamente. Sua capacidade de rendimento se exaure na verificação de que não se está diante de um delito que *evidentemente* não protege nenhum bem jurídico, como os exemplos há pouco mencionados – isto é, aos casos de *certeza negativa*.

Indo mais além, contudo, o conceito de bem jurídico é o ponto de partida para a aplicação de outros princípios constitucionais balizadores da atuação do legislador penal, notadamente a proporcionalidade, a subsidiariedade e a fragmentariedade<sup>82</sup>.

Como crítica ao legislador a teoria permite, portanto, reconhecer tipos penais que não protegem bem jurídico algum e – conjugada aos princípios da proporcionalidade, da subsidiariedade e da fragmentariedade – restringir a intervenção penal ao mínimo necessário.

Mais do que isso, fornece também subsídios para o reconhecimento de bens jurídicos supraindividuais meramente aparentes, os quais, uma vez desmascarados, podem desvelar a ausência de bem jurídico protegido ou, em verdade, a tutela antecipada de bens jurídicos individuais.

Finalmente, uma vez identificado o bem jurídico tutelado e reconhecida a constitucionalidade da regra penal incriminadora, a teoria cumpre uma função mais modesta, mas ainda assim bastante importante, de critério de interpretação dos tipos penais. Sem o bem jurídico como bússola interpretativa, há uma tendência à utilização de mecanismos de mera subsunção formal para a aplicação da norma penal. O bem jurídico, como critério de interpretação teleológica, exerce papel essencial na racionalização da aplicação da lei penal e, conseqüentemente, na contenção do arbítrio.

---

<sup>81</sup> Já foi reconhecida a repercussão geral do recurso extraordinário em que a questão foi suscitada – cf. RE 635659 RG, Rel. Min. Gilmar Mendes, j. 08/12/2011, DJe 08/03/2012.

<sup>82</sup> Na síntese de Susana Aires de Sousa, “não sendo possível encontrar uma definição exaustiva de bem jurídico, cabe acentuar a sua função negativa de legitimação: pese embora o bem jurídico não forneça a conduta que tem de ser incriminada, indica, juntamente com os princípios de direito penal da fragmentariedade, da subsidiariedade e de *ultima ratio*, a montante, e com as finalidades da pena, a jusante, o que pode ser legitimamente tutelado através deste ramo do direito” (Sobre o bem jurídico-penal protegido nas incriminações fiscais. In: COSTA, José de Faria; SILVA, Marco Antonio Marques da (coord.). *Direito penal especial, processo penal e direitos fundamentais: visão luso-brasileira*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 506).

Essas razões demonstram o equívoco de se abrir mão da teoria do bem jurídico: mesmo com as inúmeras controvérsias a respeito do que se deva entender por bem jurídico, não foi construído até hoje conceito mais eficiente na contenção do arbítrio e na racionalização do direito penal.

#### **1.1.4. Conclusão intermediária**

A teoria do bem jurídico, com quase duzentos anos de história dogmática, apresenta-se, ainda hoje, como o mais eficiente mecanismo crítico de limitação da intervenção penal. Sua legitimidade não decorre de considerações jusnaturalistas, mas da própria Constituição, que, por um lado, trata o direito penal sistematicamente como medida excepcional e, por outro, confere especial importância a determinados direitos e interesses individuais e supraindividuais.

Dada a sua necessária adaptabilidade às mudanças sociais, geográficas e temporais, a ideia de bem jurídico somente pode ser compreendida como um conceito tipológico, incompatível com uma definição rígida e inflexível de seus elementos. Isso explica, em parte, a dificuldade doutrinária em atingir um consenso conceitual.

Sua capacidade de rendimento, diante dessas características, não é tão larga quanto defendem os mais otimistas, que pretendem ver no bem jurídico uma ferramenta sempre apta a determinar, mesmo que isoladamente considerada, se uma conduta pode ou não ser legitimamente criminalizada.

Em sua faceta positiva, a ideia de bem jurídico serve essencialmente para confirmar a possibilidade de tutela penal de objetos vinculados a direitos fundamentais, como a vida, a integridade física, a liberdade e o patrimônio. O maior potencial crítico do bem jurídico isoladamente considerado, porém, apresenta-se em sua faceta negativa, ou seja, na utilização de critérios que indicam a impossibilidade da intervenção penal – como, por exemplo, a tutela de convicções morais, éticas ou religiosas.

Ademais, o potencial crítico do conceito de bem jurídico não se esgota em si mesmo. Seu reconhecimento é apenas o ponto de partida a partir do qual podem ser aplicados mais profundos filtros de legitimidade, em especial pela aplicação dos princípios da proporcionalidade, de subsidiariedade e da fragmentariedade.

Além da crítica ao próprio legislador, o bem jurídico é fundamental como critério de interpretação teleológica dos tipos penais.

Para que o bem jurídico possa se desincumbir a contento dessas funções, é imprescindível que a doutrina se esforce em identificar o bem jurídico subjacente a cada tipo penal. Embora seja admissível a tutela de bens jurídicos supraindividuais, é preciso verificar quando efetivamente estão presentes esses interesses difusos, afastando-se o apelo a bens jurídicos meramente aparentes ou à “coletivização” da soma de bens jurídicos individuais. Essa tarefa se mostra primordial no âmbito dos crimes que compõem o chamado direito penal econômico, examinado a seguir.

## 1.2. SOBRE O CHAMADO DIREITO PENAL ECONÔMICO

Encontra-se na doutrina, por vezes, a referência ao direito penal econômico desacompanhada de explicitação sobre o seu conceito. Utiliza-se a expressão sem qualquer desenvolvimento sobre as consequências – se é que existem – da classificação de uma conduta como crime econômico<sup>83</sup>. Em outros casos, não se procura determinar quais seriam os crimes econômicos, admitindo-se como suficiente apenas uma conceituação ampla.

Diga-se, desde logo, que não existe um *conceito legal* de direito penal econômico. O Código Penal brasileiro não previu um capítulo relacionado aos crimes econômicos e debalde serão vasculhadas as leis penais esparsas em busca de critérios expressos de determinação de delitos econômicos. Tampouco há no ordenamento jurídico brasileiro, ao menos não explicitamente, um regime jurídico diferenciado para os delitos que podem ser assim considerados.

Nesse tópico se pretende aquilatar acerca da possibilidade da elaboração de um conceito doutrinário de direito penal econômico e da existência de consequências dogmáticas decorrentes da classificação de um delito como integrante do direito penal econômico.

---

<sup>83</sup> Luiz Regis Prado, por exemplo, em obra denominada justamente “Direito Penal Econômico”, apenas se refere à delimitação de seu conteúdo no prefácio da obra, sem especificar quais seriam as peculiaridades do tratamento conjunto dos delitos examinados no livro. Após afirmar que “a própria denominação e o conceito do que vem a ser Direito Penal econômico são equívocos e dão lugar à dúvida”, assevera que “o Direito Penal Econômico visa à proteção da atividade econômica presente e desenvolvida na economia de livre mercado” (*Direito penal econômico*. 3. ed. São Paulo: RT, 2009. p. 15). Depois, no corpo da obra, trata, *v.g.*, do crime de lavagem de dinheiro e da antiga lei sobre o crime organizado (Lei nº 9.034/95), deixando de fora, sem justificativa, entre outros, os crimes contra o mercado de capitais (Lei nº 6.385/1976, arts. 27-C, 27-D e 27-E).



### 1.2.1. Em busca de um conceito de direito penal econômico

A rigor, regras penais voltadas a garantir o regular funcionamento da economia existem desde priscas eras. No direito romano se punia, por exemplo, a prática de especulação e açambarcamento de cereais<sup>84</sup>. Na Grécia antiga, havia punição à falsificação de moeda<sup>85</sup>. No ano 483, o Imperador Zeno proibiu a manipulação no mercado de mercadorias de Constantinopla<sup>86</sup>. Na Veneza do Século XIV punia-se a manipulação de preços causada por informações falsas<sup>87</sup>. À época da Revolução Francesa, criminalizava-se a alta abusiva de preços<sup>88</sup>.

Mas é no século XX, a partir do intervencionismo estatal iniciado ao fim da Primeira Guerra Mundial, que o direito penal econômico – acompanhando o surgimento do próprio direito econômico – começa a tomar feições mais nítidas.

Para reforçar as prescrições advindas do direito econômico, os Estados valeram-se largamente da força determinante da ameaça penal<sup>89</sup>. Como apontam José de Faria Costa e Manuel da Costa Andrade, a opção pelo direito penal se apresentou como natural, na medida em que os imperativos do direito econômico despontavam, em regra, como axiologicamente neutros na consciência coletiva, surgindo a criminalização como “meio privilegiado de emprestar carga ética a estas condutas ilegais”<sup>90</sup>.

O direito penal econômico, assim, nasceu e evoluiu a reboque das necessidades econômicas de cada época e país, desacompanhado de reflexão sistemática da dogmática penal<sup>91</sup>. Isso explica, em parte, a dificuldade de se encontrar um conceito sobre esse sub-ramo do direito penal e um consenso sobre quais delitos compreende.

<sup>84</sup> TIEDEMANN, Klaus. *Wirtschaftsstrafrecht: Einführung und Allgemeiner Teil*. 3. ed. Carl Heymanns, 2010. p. 19. Cf., também, GIORDANI, Mário Curtis. *Direito penal romano*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1987. p. 73.

<sup>85</sup> SOUZA, Luciano Anderson de. *Direito penal econômico: fundamentos, limites e alternativas*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 23.

<sup>86</sup> SMITH, M. Van. Preventing the manipulation of commodities futures markets: to deliver or not to deliver? *The Hastings law journal*. San Francisco: University of California Hastings, jul.-1981. p. 1571.

<sup>87</sup> MARKHAM, Jerry W. *Law enforcement and the history of financial market manipulation*. Armonk – London: M. E. Sharpe, 2014. p. 10.

<sup>88</sup> FERRARI, Eduardo Reale. Legislação penal antitruste: direito penal econômico e sua acepção constitucional. In: COSTA, José de Faria; SILVA, Marco Antonio Marques da (org.). *Direito penal especial, processo penal e direitos fundamentais: visão luso-brasileira*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 581.

<sup>89</sup> SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. *Direito penal econômico como direito penal de perigo*. São Paulo: RT, 2006. p. 20-21.

<sup>90</sup> Sobre a concepção e os princípios do direito penal econômico. Notas a propósito do colóquio preparatório da AIDP. In: PODVAL, Roberto (org.). *Temas de direito penal econômico*. São Paulo: RT, 2001. p. 101.

<sup>91</sup> COSTA, Helena Regina Lobo da. *Direito penal...*, cit. p. 39.

Nessa sua fase inicial, na primeira metade do século XX, a conceituação do direito penal econômico está vinculada à tentativa da criminologia, como ciência empírica, independentemente do direito positivo vigente, de definir a criminalidade econômica como fato social. A definição criminológica clássica do conceito desse ramo do direito penal está vinculada, sobretudo, ao perfil social dos agentes desses delitos – aos seus *sujeitos ativos*, portanto.

Os sujeitos ativos dos crimes econômicos, nessa visão criminológica, enquadram-se, na grande maioria dos casos, num “estereótipo social de criminoso” claramente identificável. Trata-se frequentemente de pessoas bem-sucedidas profissionalmente, adaptadas e bem integradas socialmente e que gozam de prestígio entre seus pares. Além disso, tais agentes consideram a si próprios como pessoas honradas, não como criminosos, muitas vezes lhes faltando o sentimento de injustiça das condutas tipificadas<sup>92</sup>.

Esse critério de identificação foi sugerido pioneiramente pelo sociólogo e criminologista estadunidense Edwin Sutherland, em palestra denominada *The White Collar Criminals*, proferida em 1939 na *American Sociological Association*. Na ocasião, Sutherland cunhou a tão famosa expressão *white collar crimes*, para se referir a delitos cometidos por pessoas de respeitabilidade social e alto *status* profissional em suas áreas de atuação empresarial<sup>93</sup>. O criminoso do “colarinho branco” seria um “homem de negócios”, em contraposição aos membros das classes populares, vestidos com uniformes de fábricas (“colarinho azul”).

Um critério de matiz sociológico, contudo, evidentemente não oferece respostas suficientes – nem é essa a sua razão de ser – para a obtenção de um conceito jurídico de direito penal econômico<sup>94</sup>.

Além de não haver recepção jurídica dessa noção, é fácil notar, de plano, que diversas condutas compreendidas em tipos penais relacionados à criminalidade do colarinho branco são cometidas por agentes que não se enquadram necessariamente no estereótipo mencionado, como os crimes tributários<sup>95</sup>.

<sup>92</sup> WITTIG, Petra. *Wirtschaftsstrafrecht*. 2. auf. München: Beck, 2011. p. 5.

<sup>93</sup> “White-collar crime may be defined approximately as a crime committed by a person of respectability and high social status in the course of his occupation”. SUTHERLAND, Edwin. *White collar crime: the uncut version*. New York: Vail-Ballou, 1983. p. 7.

<sup>94</sup> Afinal, o propósito de Sutherland era chamar a atenção para a ineficácia da justiça criminal em relação a tais criminosos – e não cunhar um conceito jurídico de um tipo específico de delito. Cf. SANTOS, Cláudia Cruz. O crime de colarinho branco, a (des)igualdade e o problema dos modelos de controlo. In: PODVAL, Roberto (org.). *Temas de direito penal econômico*. São Paulo: RT, 2000. pp. 192-194.

<sup>95</sup> Na definição de *white collar crimes* adotada pelo Departamento de Justiça dos EUA, tais delitos são concebidos como “crimes não violentos, voltados a ganhos financeiros, praticados, com o uso de meios enganosos, por pessoas

Ademais, pessoas bem sucedidas profissionalmente e com excelente posição social também cometem crimes comuns – como homicídios, por exemplo<sup>96</sup>.

Finalmente, utilizar a classe social do agente como critério diferenciador de uma categoria de crimes implica substituir o direito penal do fato pelo inaceitável direito penal do autor<sup>97</sup>.

As mesmas razões afastam a pretensão de identificar crimes econômicos com os delitos praticados no âmbito de organizações empresariais (*diritto penale dell'impresa, derecho penal de la empresa, droit pénal des affaires*)<sup>98</sup>. Há crimes considerados, de forma quase unânime, como integrantes do direito penal econômico – os crimes tributários, mais uma vez, servem de exemplo – que não são praticados necessariamente no contexto de uma realidade empresarial<sup>99</sup>.

A despeito, porém, de não se tratar de um critério único e definitivo, é inegável que, na maior parte dos casos, os delitos econômicos são realmente praticados em contextos empresariais<sup>100</sup> – o que explica porque, nessa seara, tanto se discute a respeito dos critérios de atribuição de responsabilidade penal dentro de empresas.

---

que exercem atividades empresariais, profissionais ou semiprofissionais, valendo-se das especiais habilidades e oportunidades decorrentes de sua atividade; também, crimes não violentos, voltados a ganhos financeiros, praticados, com o uso de meios enganosos, por qualquer pessoa que detenha especial conhecimento técnico e profissional no âmbito privado ou no governo, independentemente de sua ocupação”. O próprio órgão reconhece, no entanto, em atualização do conceito, que “no uso corrente do termo na justiça criminal, o foco do significado mudou para a natureza do delito, ao invés do agente ou da sua ocupação”. *Dictionary of criminal justice data terminology*. 2. ed. Washington D.C.: Institute of National Justice, 1981. p. 215. Tradução nossa.

<sup>96</sup> Sobre o conceito sociológico de direito penal econômico e a sua influência na concepção doutrinária atual, cf. COSTA, Helena Regina Lobo da. *Direito penal...*, cit. pp. 23-38.

<sup>97</sup> CORREIA, Eduardo. Introdução ao direito penal econômico. In: AA. VV. *Direito penal econômico e europeu: textos doutrinários*. Problemas gerais. Coimbra: Coimbra, v. I, 1998. p. 310. No mesmo sentido, TIEDEMANN, Klaus. *Wirtschaftsstrafrecht...*, cit. p. 16.

<sup>98</sup> Cf PEDRAZZI, Cesare; ALESSANDRI, Alberto; FOFFANI, Luigi; SEMINARA, Sergio; SPAGNOLO, Giuseppe. *Manuale di diritto penale dell'impresa: parte generale e reati fallimentari*. Cisalpino: Monduzzi, 2003; DELMAS-MARTY, Mireille. *Droit pénal des affaires*. Paris: PUF, 1990; TERRADILLOS BASOCO, Juan María. *Empresa y derecho penal*. Buenos Aires: Ad-Hoc, 2001.

<sup>99</sup> “En efecto, si bien es cierto que la mayor parte de los delitos económicos (y, desde luego, los más importantes) son delitos que se llevan a cabo en el seno de una empresa y que, indiscutiblemente, esta condición de ser delitos empresariales aporta una de las peculiaridades más importantes de los delitos económicos, tanto desde un punto de vista dogmático como político-criminal, no lo es menos que no es posible identificar ambos conceptos. Y no lo es desde una doble perspectiva: de un lado, no es consustancial a la mayor parte de delitos económicos el que el hecho tenga que ejecutarse en el seno de una empresa; de otro lado, hay conductas que, pese a poder ser calificadas indudablemente como delitos empresariales en el caso concreto e incluso ser ejecutadas por autores que criminológicamente deben ser incluidos en el sector de la criminalidad económica, no podrán ser incorporadas a la categoría de los delitos económicos (piénsese, p. ej., en conductas de tráfico de drogas llevadas a cabo por una auténtica organización empresarial, dirigida por autores que reúnen todas las características criminológicas que adornan al delincuente económico” (MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos. *Derecho penal económico: parte general*. Valencia: Tirant lo Blanch, 1998. p. 59).

<sup>100</sup> Daí que se afirme que “o crime corporativo é crime do colarinho branco; mas é de um tipo específico. Crime corporativo realmente é crime organizacional, que ocorre no contexto de complexas relações e expectativas entre conselhos de diretores, executivos e gerentes, de um lado, e entre companhias, suas subdivisões e subsidiárias, de

Outra vertente procura delimitar os crimes econômicos a partir dos *sujeitos passivos* do delito. Nesse sentido, o direito penal econômico abrangeria delitos praticados em detrimento de determinadas pessoas, como, além do Estado, bancos, seguradoras e sociedades empresárias<sup>101</sup>.

Não existe, porém, uma razão lógica que justifique a identificação de um sub-ramo específico do direito penal a partir desse critério. Há crimes cometidos contra instituições financeiras que evidentemente não guardam nenhuma relação com a ordem econômica ou financeira, mas somente com os interesses particulares da entidade – pense-se, para ficar num exemplo óbvio, num crime de roubo a uma agência bancária. Há outros delitos que são cometidos diretamente contra particulares, mas que, devido a seu alegado potencial de ofensa ao sistema financeiro, são considerados como integrantes do direito penal econômico: é o caso da apropriação de valores no âmbito de uma instituição financeira (Lei n° 7.492/1986, artigo 5°).

Também se aventou a definição do direito penal econômico a partir de uma concepção “*processual-criminalística*”. Os delitos econômicos nada mais seriam, segundo essa perspectiva, que delitos patrimoniais puros, caracterizados adicionalmente por específicas complexidades processuais (probatórias). Assim, o combate à criminalidade econômica dependeria essencialmente da especialização dos órgãos de persecução penal nessas matérias<sup>102</sup>.

Se é, realmente, essencial, para um adequado trato do direito penal econômico, a especialização das pessoas que lidam com esses delitos, essa não é uma característica que lhe possa atribuir diferenciação dogmática. Trata-se, aliás, de uma nota presente, em maior ou menor grau, em qualquer subespécie jurídico-penal. Os crimes de violência doméstica, por exemplo, também demandam do julgador experiência e conhecimentos de sociologia e psicologia para um exame adequado dos problemas penais envolvidos.

Tampouco esse critério tem, pois, qualquer serventia científica.

Outros autores buscam no *bem jurídico* tutelado o ponto fulcral da identificação dos crimes econômicos<sup>103</sup>. Essa posição surgida na Alemanha, a partir da linha desenvolvida por Curt Lindemann, procura diferenciar os crimes econômicos dos tradicionais crimes patrimoniais com

---

outro”. CLINARD, Marshall B.; YEAGER, Peter C. *Corporate crime*. New Brunswick: Transaction Publishers, 2006. p. 17. Tradução nossa.

<sup>101</sup> Crítico sobre esse entendimento, cf. SCHMIDT, Andrei Zenkner. A delimitação do direito penal econômico a partir do objeto do ilícito. In: VILARDI, Celso Sanchez; PEREIRA, Flávia Rahal Bresser; DIAS NETO, Theodomiro (coord.). *Crimes financeiros e correlatos*. São Paulo: Saraiva, 2011. pp. 25-32.

<sup>102</sup> Essa é a posição de alguns autores alemães, mencionada por TIEDEMANN, Klaus. *Wirtschaftsstrafrecht...*, cit. pp. 55-56.

<sup>103</sup> SOUZA, Luciano Anderson. *Op. cit.* pp. 46-55.

base no bem jurídico tutelado: enquanto estes protegem bens jurídicos inscritos na esfera de livre disponibilidade de seus portadores, aqueles atingem interesses convertidos em bens jurídicos supraindividuais e, assim, indisponíveis<sup>104</sup>.

A partir da ideia central de que os delitos econômicos tutelam bens jurídicos supraindividuais, propugna-se pela existência de um conceito material de crime econômico<sup>105</sup>.

Não há dúvida de que o caráter supraindividual dos bens jurídicos tutelados nos delitos econômicos é uma característica típica do direito penal econômico. Existem, entretanto, tipos penais protetores de bens jurídicos individuais que são considerados integrantes do direito penal econômico – como exposto adiante, uma análise detalhada de alguns tipos penais que, aparentemente, tutelam bens jurídicos difusos permite verificar que, na realidade, a proteção está voltada a bens jurídicos individuais, como o patrimônio.

Por isso, não parece adequado limitar a essa característica toda a abrangência do direito penal econômico. Por um lado, não é de se afastar por completo a possibilidade de um delito econômico tutelar bens jurídicos individuais; por outro lado, existem outras características que se encontram, com igual ou maior frequência, nos delitos econômicos.

Ademais, sob o largo guarda-chuva semântico do direito penal econômico, costuma-se abarcar crimes que protegem bens jurídicos bastante diversos, como os delitos tributários e os crimes contra a concorrência.

### **1.2.2. Características típicas do crime econômico**

Do exposto se conclui que a doutrina não logrou identificar elementos suficientes e necessários para a formação de um conceito classificatório de crime econômico, conceito dentro do qual pudessem ser incluídos todos – e apenas – os delitos que fariam parte do direito penal econômico.

---

<sup>104</sup> COSTA, José de Faria; ANDRADE, Manuel da Costa. Sobre a concepção e os princípios do direito penal econômico. Notas a propósito do colóquio preparatório da AIDP. In: VV. AA. *Direito penal económico e europeu: textos doutrinários. Problemas gerais*. Coimbra: Coimbra, v. I, 1998. p. 350. No mesmo sentido, Fausto Martins de Sanctis sustenta que o crime econômico “assenta-se na natureza coletiva ou supraindividual dos interesses ou bens jurídicos que determinam a tipificação das infrações contra a economia” (*Delinqüência económica e financeira*. Rio de Janeiro: Forense, 2015. p. 10).

<sup>105</sup> GARCÍA CAVERO, Percy. *Derecho penal económico: parte general*. 2. ed. Lima: Grijley, 2007. pp. 273-280.

A verdade é que essa falta de um conceito não se deve a uma deficiência ou a um estágio ainda embrionário da doutrina, mas à acentuada historicidade e dinamismo do direito penal econômico, profundamente vinculado às particularidades da conjuntura econômico-social de cada país<sup>106</sup>.

Essa plasticidade do direito penal econômico indica que sua conceituação, a rigor, realmente não poderá ser feita de forma satisfatória a partir de supostas características exclusivas e imprescindíveis de seus delitos.

Do mesmo modo que se passa com o conceito de bem jurídico, o mais adequado é pensar o direito penal econômico – ou o crime econômico – como uma categoria tipológica, mas não como um conceito classificatório<sup>107</sup>.

À questão da identificação de um delito como integrante do direito penal econômico não se responde, em muitos casos, com uma peremptória resposta afirmativa ou negativa, mas com considerações de graduação, de mais ou menos. Quanto mais claramente presentes (ou ausentes) estiverem as características típicas que identificam o direito penal econômico, mais consensual será o enquadramento (ou o não enquadramento) da infração penal examinada em tal categoria; ausentes algumas das características típicas, adentra-se a uma zona cinzenta, em que o delito poderá estar mais próximo do direito penal econômico ou mais bem identificado com o direito penal tradicional<sup>108</sup>.

Tendo em mente que os tipos penais econômicos, na maior parte dos casos, destacam-se por seu caráter de sobreposição em relação a normas de outros ramos jurídicos, pode-se referir a várias *subespécies* da *espécie* direito penal econômico, a qual, por sua vez, integra o *gênero* do Direito Penal.

Assim, por razões meramente didáticas, há delitos que podem ser enquadrados nas seguintes subespécies: a) direito penal econômico em sentido estrito, representado pelos delitos tipificados na Lei nº 1.521/1951; b) direito penal concorrencial ou antitruste, que abarca tipos

---

<sup>106</sup> DIAS, Jorge de Figueiredo; ANDRADE, Manuel da Costa. Problemática geral das infracções contra a ordem econômica nacional. In: PODVAL, Roberto (org.). *Temas de direito penal econômico*. São Paulo: RT, 2000. pp. 67-68 e 80-81.

<sup>107</sup> Cf. item 1.2.1 deste Capítulo *supra*.

<sup>108</sup> Na doutrina norte-americana, sugere-se até mesmo uma definição negativa. Um *white collar crime* seria um delito que *não* “a) necessariamente envolve força contra uma pessoa ou propriedade; b) diretamente se relaciona com a posse, venda ou distribuição de drogas; c) diretamente se relaciona com o crime organizado; d) diretamente se relaciona com crimes sujeitos a uma política nacional, como imigração e direitos individuais; ou e) diretamente envolve “crimes de vício” ou o roubo comum de propriedade”. STRADER, J. Kelly. *Understanding white collar crime*. 2. ed. Newark: LexisNexis, 2006. p. 2.

penais que se sobrepõem às infrações (administrativas) à ordem econômica previstas na Lei nº 12.529/2011, representado pelos delitos previstos no artigo 4º da Lei nº 8.137/1990; c) direito penal do consumidor, abrangente dos delitos tipificados no artigo 7º da Lei nº 8.137/1990 e nos artigos 61 a 75 do Código de Defesa do Consumidor (Lei nº 8.078/1990); d) direito penal das licitações, englobando os crimes dos artigos 89 a 98 da Lei nº 8.666/1993; e) direito penal tributário, composto pelos crimes previstos nos artigos 1º a 3º da Lei nº 8.137/1990 e nos artigos 168-A e 337-A do Código Penal; f) direito penal do mercado financeiro, referente à Lei nº 7.492/1986, complementado pelo direito penal do mercado de capitais (Lei nº 6.386/1976, artigos 27-C, 27-D e 27-E); g) direito penal financeiro ou das finanças públicas, representado pelos delitos dos artigos 359-A a 359-H do Código Penal; h) direito penal societário (delitos previstos no artigo 177 do Código Penal; i) direito penal falimentar (Lei nº 11.101/2005, artigos 168 a 178); e j) direito penal da propriedade industrial (Lei nº 9.279/1996, artigos 183 a 195). Além disso, não é incomum a inclusão no âmbito mais amplo do direito penal econômico, também, dos crimes contra a Administração Pública previstos no Código Penal, como corrupção e peculato, bem como a lavagem de dinheiro (Lei nº 9.613/1998).

Enfim, há larga discricionariedade do intérprete na qualificação de um delito como pertencente ao direito penal econômico<sup>109</sup>.

Não existe um fio dogmático condutor de todas essas manifestações do poder punitivo. Não existem critérios próprios a reger a forma de aplicação desses tipos penais. Não há, pois, justificção para o desenvolvimento de um direito penal (ou processual penal) diferenciado. Não há fundamento para a criação de categorias próprias do direito penal econômico, distintas das aplicáveis ao restante do direito penal. O que ocorre é que se trata de traços distintivos que eram pouco comuns no direito penal clássico e que, durante muito tempo, não receberam maior atenção. Ou seja, em torno dos crimes inseridos no bojo do direito penal econômico “aglutinam-se importantes problemas dogmáticos, cuja solução se faz relevante para todo sistema normativo

---

<sup>109</sup> Renato de Mello Jorge Silveira, por exemplo, inclui no direito penal econômico os crimes previstos nas Leis nº 7.492/86, 8.137/90, 8.176/91 e 9.613/98 (*Direito penal supraindividual...*, cit. p. 144). Luiz Regis Prado inclui, além destes, os delitos tipificados nas Leis nº 8.078/90 e 9.034/95, bem como na Lei Complementar nº 105/2001 e nos artigos 168-A, 334 e 337-A do Código Penal (*Direito...*, cit. *passim*).

penal”<sup>110</sup>. O direito penal econômico, em outras palavras, converteu-se “num polo de inovação e renovação do próprio direito penal geral”<sup>111</sup>.

Nessa linha argumentativa, cabe, então, apenas apontar e explorar os critérios de associação que se mostram presentes, embora não de maneira rígida e irrenunciável, nos delitos econômicos.

A partir da observação dos crimes que a doutrina costuma incluir na seara do direito penal econômico se pode verificar a existência de alguns denominadores comuns, características típicas – isto é, elementos *geralmente* presentes – dos delitos econômicos. Citem-se entre as características do direito penal econômico: a) a proteção de bens jurídicos supraindividuais de caráter econômico; b) a utilização de tipos penais de perigo abstrato; c) a previsão de elementos normativos, com remissão a conceitos dos ramos jurídicos de origem, em especial como reforço à tutela administrativa de determinados interesses econômicos; d) a obtenção de elevados ganhos através do rompimento de relação de confiança, sem ações violentas; e) a prática dos delitos no seio de organizações empresariais, com difusão de responsabilidade entre vários agentes; f) a existência de grande número de vítimas; e g) as dificuldades investigatórias e probatórias.

Nos próximos itens serão exploradas e diferenciadas duas dessas características do direito penal econômico: a proteção de bens jurídicos supraindividuais e a criação de tipos penais de perigo abstrato. As consequências da remissão, no tipo penal, a conceitos de outros ramos jurídicos e a relação existente entre as esferas administrativa e penal serão examinadas em capítulos posteriores.

### **1.2.2.1. Bens jurídicos supraindividuais**

Como primeira característica típica desses delitos, portanto, cabe apontar a afetação de *bens jurídicos supraindividuais* de caráter econômico, que transcendem a dimensão puramente patrimonial individual. Parte da doutrina entende que essa característica insere no âmbito do direito penal econômico, em sentido amplo, os crimes que tutelam diretamente bens jurídicos de caráter inegavelmente coletivo – como os delitos tributários e contra a liberdade de concorrência –, mas

---

<sup>110</sup> SOUZA, Arthur de Brito Gueiros. Da criminologia à política criminal: direito penal econômico e o novo direito penal. In: SOUZA, Arthur de Brito Gueiros (org.) *Inovações no direito penal econômico contribuições criminológicas, político-criminais e dogmáticas*. Brasília: ESMPU, 2011. p. 118.

<sup>111</sup> COSTA, José de Faria; ANDRADE, Manuel da Costa. *Op. cit.* p. 102. Para exemplificar, mencionam os autores que basta se “ter presente que foi para dar resposta a exigências específicas do direito penal econômico *lato sensu* que pela primeira vez se recorreu à bipartição das infracções em *crimes* e *contra-ordenações*; o mesmo vale para a problemática da punibilidade das pessoas colectivas; para certos aspectos da dogmática do erro etc.” (*Op. loc. cit.*).



também atrai para a categoria, embora com menor intensidade, crimes voltados à proteção imediata de bens jurídicos individuais de conteúdo econômico, quando se mostre possível identificar, mediatemente, o resguardo de interesses econômicos supraindividuais – como é o caso dos delitos societários e contra a propriedade industrial<sup>112</sup>. A *contrario sensu*, estariam excluídos da categoria dos delitos econômicos os crimes que não afetam, sequer mediatemente, a ordem socioeconômica, como os delitos patrimoniais clássicos.

Em contraposição, parcela da doutrina, imbuída do esforço de definir de maneira mais rígida o direito penal econômico, sustenta que somente poderiam integrá-lo aqueles tipos penais que tutelam diretamente bens jurídicos supraindividuais, devendo ser excluídos da categoria os delitos que, diferentemente, dirijam-se, de forma imediata, à proteção de bens individuais<sup>113</sup>. Assim, por exemplo, argumenta-se que “um crime falimentar não caracteriza um delito econômico porque a ofensa atinge patrimônios individuais – conquanto possa reflexamente afetar uma coletividade que vai além dos sócios e de seus credores”<sup>114</sup>.

Essa busca por uma excessiva definição doutrinária de quais sejam os delitos econômicos parece mais prejudicial do que benéfica. O fato de um delito tutelar um bem jurídico individual não afasta dele, *ipso facto*, outras características de delitos econômicos, como, por exemplo, a atuação no âmbito empresarial, a violação da confiança e a obtenção de vantagens ilícitas concentradas. Continua pertinente examinar tais características no estudo de crimes patrimoniais que atingem mediatemente interesses coletivos.

O relevante, isso sim, é “desmascarar” bens jurídicos supraindividuais meramente aparentes, para que se possa avaliar a estrutura do delito a partir do verdadeiro bem jurídico protegido. Na verdade, a preocupação com o afastamento de falsos bens jurídicos já se manifesta há tempos na comunidade científica. Em colóquio sobre crimes econômicos organizado pela Associação Internacional de Direito Penal em 1982, a Resolução nº 8 previa a admissibilidade dos crimes de perigo abstrato nessa seara, desde que a conduta incriminada “se relacione diretamente com interesses protegidos claramente identificados”<sup>115</sup>; poder-se-ia dizer, desde que tutelem verdadeiros bens jurídicos.

---

<sup>112</sup> MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos. *Op. cit.* p. 59.

<sup>113</sup> SCHMIDT, Andrei Zenckner. *Direito penal econômico: parte geral*. Porto Alegre: Livraria do Advogado: 2015. pp. 71-96.

<sup>114</sup> *Idem, ibidem*. p. 281.

<sup>115</sup> SILVEIRA, Renato de Mello Jorge da. *Direito penal supra-individual*, cit. p. 145.

Utilizemos o exemplo dado dos crimes falimentares para clarificar essa ideia. Por vezes, assevera-se que os danos financeiros oriundos dos crimes falimentares afetam a economia como um todo e que a falência de um empresário pode levar à de outros, procurando daí extrair fundamentos para declarar a existência de um bem jurídico supraindividual<sup>116</sup>.

Não obstante, não se confundem as razões de criação de um tipo penal e o bem jurídico por ele protegido. Como aponta Hefendehl, no caso dos crimes falimentares a quebra da confiança ocorre apenas em relação ao empresário devedor – e não aos demais. Esta confiança é mais concreta e específica do que a confiança geral no funcionamento de um sistema como a Administração da Justiça e a eficiência de ordens institucionalizadas. O tipo penal do crime falimentar protege a economia de crédito apenas na medida em que esta é composta de (potenciais) concessionários de crédito enquanto indivíduos e de seus respectivos patrimônios. O bem jurídico tutelado, portanto, é o patrimônio dos credores, mostrando-se ilegítimo hipostasiar um bem jurídico coletivo neste caso. Isso não significa – continua Hefendehl – que não se possa legitimar a proibição com base numa antecipação da tutela do bem jurídico individual identificado<sup>117</sup>.

Outro exemplo. O artigo 5º da Lei nº 7.492/1986 prevê o crime de apropriação indébita financeira, que somente pode ser praticado pelo controlador e pelos administradores das instituições financeiras. Tipifica a conduta de quem se apropria de dinheiro, título, valor ou qualquer outro bem móvel de que tem a posse, ou o desvia em proveito próprio ou alheio.

Há quem entenda que a norma penal protege, em primeiro plano, “o normal e regular funcionamento do Sistema Financeiro Nacional” e apenas secundariamente o patrimônio de terceiros eventualmente prejudicados pelo comportamento proibido<sup>118</sup>.

É verdade que a constatação de que diversos administradores de instituições financeiras se apropriam dos valores que estão em sua posse pode colocar em risco a confiança no mercado, pois os poupadores ficariam mais arredios a deixar suas economias depositadas nessas entidades. Mas esse é um mero efeito mediato da conduta, que, em verdade, ofende diretamente uma realidade de muito mais fácil percepção, que é o patrimônio da instituição financeira ou dos investidores.

---

<sup>116</sup> Waldo Fazzio Junior, por exemplo, sustenta que os crimes falimentares afetam não somente o patrimônio, “mas também agridem a administração da justiça, a propriedade, a fé pública e o crédito, entre outras objetividades jurídicas” (*Manual de direito comercial*. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2007. p. 702).

<sup>117</sup> HEFENDEHL, Roland. O bem jurídico como a pedra angular da norma penal. In: GRECO, Luís; TÓRTIMA; Fernanda Lara (org). *O bem jurídico como limitação do poder estatal de incriminar?* Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011. pp. 61-63.

<sup>118</sup> TÓRTIMA, José Carlos. *Crimes contra o sistema financeiro nacional*. 3. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011. pp. 47-48.

O mesmo se diga em relação ao delito do artigo 19 da Lei nº 7.492/1986, que trata da obtenção, mediante fraude, de financiamento em instituição financeira. Parece claro que o bem jurídico é o patrimônio da instituição financeira. Mas a doutrina tem compreendido que o bem jurídico aí tutelado seria, por vezes ao lado do patrimônio da instituição financeira, “a própria credibilidade do mercado financeiro”<sup>119</sup>, “a regularidade do funcionamento das instituições financeiras”<sup>120</sup>, “a credibilidade e a segurança das atividades econômicas, incluindo as financeiras”<sup>121</sup>, “a política econômica do Governo Federal”<sup>122</sup> ou até mesmo a “gestão de risco de crédito das instituições financeiras”<sup>123</sup>.

Nessas hipóteses, em que existe um claro bem jurídico tutelado – o patrimônio dos credores ou da instituição financeira –, apelar para a existência de outros supostos bens jurídicos supraindividuais apenas contribui para aumentar o arbítrio na aplicação dos tipos penais. Torna nebulosa a aplicação dos princípios constitucionais, como a lesividade, a subsidiariedade, a fragmentariedade e a proporcionalidade, bem como a verificação das formas de afetação do bem jurídico.

No caso do delito do artigo 19 da Lei nº 7.492/1986, admitindo-se que o bem jurídico tutelado é o patrimônio da instituição financeira, a pena prevista para o crime, de dois a seis anos de reclusão, revela-se desproporcional em relação à pena do estelionato (CP, art. 171) – crime que também protege o patrimônio contra fraudes –, ao qual se comina pena de um a cinco anos de reclusão<sup>124</sup>. Considerando que uma instituição financeira tem muito mais condições de proteger seu patrimônio contra fraudes do que os particulares, vítimas mais comuns do estelionato, a diferença de pena mostra-se ainda menos justificável. Ademais, essa situação se torna ainda menos razoável quando se leva em conta o aumento da pena em um terço nos casos em que “o crime é cometido em detrimento de instituição financeira oficial” – interpretada a expressão como referência a entidades públicas.

---

<sup>119</sup> BALTAZAR JR., José Paulo. *Crimes federais*. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 708.

<sup>120</sup> PRADO, Luiz Regis. *Direito...*, cit. p. 209.

<sup>121</sup> PAULA, Áureo Natal de. *Crimes contra o sistema financeiro nacional e o mercado de capitais*. 3. ed. Curitiba: Juruá, 2008. p. 351.

<sup>122</sup> SILVA, Paulo Cezar da. *Crimes contra o sistema financeiro nacional*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 213.

<sup>123</sup> CARRION, Thiago Zucchetti. O delito de fraude em financiamento (art. 19 da Lei 7.492/1986): por uma compreensão a partir da gestão de risco de crédito. *Revista brasileira de ciências criminais*. São Paulo: RT, vol. 95, mar-abr. 2012. p. 405.

<sup>124</sup> Em sentido próximo, afirma Fausto Martin de Sanctis que “o tipo excogitado nada mais difere do crime de estelionato comum a não ser pela qualidade de um dos sujeitos da operação creditícia” (*Delinqüência Econômica...*, cit. p. 110).

Por qual razão uma fraude para a obtenção de vantagem econômica contra um banco deve ser punida tão mais gravemente do que uma fraude cometida com a mesma finalidade contra um particular? A situação é deveras mais chocante quando se considera que, de acordo com entendimento jurisprudencial pacífico, o tipo penal do artigo 19, ao aludir a “financiamento”, incide apenas nos casos de créditos concedidos para finalidades específicas – e não para outras modalidades de empréstimos<sup>125</sup>. Assim, se alguém obtém um empréstimo de um milhão de reais mediante fraude, atentando contra o patrimônio de um banco privado, comete estelionato e está, por conseguinte, sujeito a uma pena mínima de um ano de reclusão; se, porém, pratica essa fraude perante um banco público, para obter um financiamento voltado à aquisição de uma motocicleta usada no valor de dez mil reais, comete o crime do artigo 19 com a causa de aumento do seu parágrafo único, estando sujeito a uma pena mínima de dois anos e oito meses de reclusão.

Essa incongruência do sistema somente será percebida se identificarmos corretamente o bem jurídico, não nos deixando seduzir por abstrações como a “regularidade” ou a “credibilidade” do sistema financeiro, salvo nos casos em que estas puderem ser concretizadas em reconhecíveis interesses passíveis de tutela.

E como separar, então, os bens jurídicos supraindividuais dos bens jurídicos meramente aparentes?

De acordo com Hefendehl, os verdadeiros bens jurídicos supraindividuais possuem como características a não exclusividade do gozo, a não rivalidade do consumo e, ligada a esta, a não distributividade, de modo que um bem é assim considerado quando for conceitual, fática ou juridicamente impossível dividi-lo em partes e atribuí-las aos indivíduos sob a forma de cotas. Assim, por exemplo, no crime de moeda falsa, o bem jurídico tutelado é a capacidade funcional que se deve assegurar ao dinheiro de servir como instrumento de troca, bem jurídico de cuja fruição ninguém pode ser excluído (não exclusividade do gozo), o qual não pode ser dividido em cotas a serem atribuídas a um indivíduo (não distributividade) e cuja fruição por uma pessoa em nada diminui a possibilidade de fruição por outra pessoa (não rivalidade do consumo)<sup>126</sup>.

<sup>125</sup> Cf., v.g., STJ, CC 129.218/DF, Rel. Ministro Rogerio Schietti Cruz, Terceira Seção, j. 26.02.2014, DJe 05.03.2014.

<sup>126</sup> Cf. HEFENDEHL, Roland. Uma teoria social do bem jurídico. *Revista brasileira de ciências criminais*. São Paulo: RT, n. 87, nov.-dez. 2010. p. 107. O autor, porém, diferentemente do aqui defendido, identifica como bem jurídico protegido no crime de moeda falsa a confiança na segurança do dinheiro – cf. críticas à admissibilidade da confiança como bem jurídico protegido no Capítulo 3.1.4 *infra*. Para Figueiredo Dias, “a verdadeira característica do bem jurídico coletivo ou universal reside pois em que ele deve poder ser gozado por todos e por cada um, sem que ninguém deva poder ficar excluído desse gozo: nesta possibilidade de gozo reside o interesse individual legítimo na integridade do bem jurídico coletivo” (*Op. cit.* p. 130).

Com a aplicação desses critérios se afasta, por exemplo, a possibilidade de se postular um bem jurídico “saúde pública”. Não existe uma saúde da população, mas sim a saúde de cada uma das pessoas. O bem é apenas aparentemente “coletivo”, pois é, em verdade, divisível. A soma de vários bens individuais não é suficiente para se postular a existência de um bem jurídico supraindividual, caracterizado justamente pela indivisibilidade<sup>127</sup>.

Mas, ainda assim, haverá casos em que, à primeira vista, conseguir-se-á argumentar racionalmente pela existência de supostos bens jurídicos supraindividuais, de caráter institucional, mesmo que sua proteção seja inextrincável da tutela de um bem jurídico individual. Ocorre que, se a proteção ao suposto bem jurídico supraindividual pressupõe, necessariamente, a tutela do bem jurídico individual, o apelo àquele se torna – além de supérfluo, pois desprovido o bem de valor autônomo – prejudicial à dogmática penal, porquanto permite superar o ônus argumentativo que sobreviria da consideração do delito como de perigo abstrato.

Para impedir essa argumentação logomáquica, Luís Greco sugere a aplicação de um *teste da não-especificidade*, assim enunciado: “não é permitido postular um bem coletivo como objeto de proteção de uma determinada norma penal, se a afetação desse bem necessariamente pressupõe a simultânea afetação de um bem individual”<sup>128</sup>. Nesse sentido, admite-se uma certa subsidiariedade na postulação de bens jurídicos coletivos em favor do reconhecimento preferencial de bens jurídicos individuais.

É fundamental, portanto, buscar criticamente o bem jurídico tutelado em cada tipo penal, a fim de afastar expressões vazias utilizadas como subterfúgios retóricos para legitimar as intervenções penais. É a partir desta premissa que se procurará identificar, mais adiante, o bem jurídico tutelado pelo delito de manipulação do mercado<sup>129</sup>.

#### 1.2.2.2. Estrutura do delito

Essa atividade de desmascaramento de bens jurídicos abstratos se mostra mais frutífera quando conectada ao exame da estrutura do delito, o que remete à análise de outra característica típica dos crimes econômicos, que é a veiculação nas regras penais incriminadoras de *tipos de*

---

<sup>127</sup> GRECO, Luís. *Modernização...*, cit. p. 95.

<sup>128</sup> Existem critérios para a postulação de bens jurídicos coletivos? *Anuario de derecho penal económico y de la empresa*. Lima: CEDPE, v. 2., 2012. p. 72.

<sup>129</sup> Cf. Capítulo 3.1 *infra*.

*perigo abstrato*. Note-se que a identificação de bens jurídicos difusos não implica, necessariamente, que as regras penais que os tutelam sejam estruturadas sob a forma de tipos de perigo abstrato. E vice-versa: tipos de perigo abstrato podem tutelar bens jurídicos individuais – embora isso, por vezes, não seja claramente perceptível num primeiro olhar.

São duas discussões distintas, portanto. Como alerta Luís Greco, “ao tratar do bem jurídico, está-se diante da pergunta: o que proteger? Ao tratar da estrutura do delito, o problema já não é mais o que proteger, e sim: como proteger?”<sup>130</sup>

A vida, por exemplo, é um bem jurídico individual que pode ser tutelado através de um delito de lesão (CP, art. 121), de um delito de perigo concreto (CP, art. 132) ou de um delito de perigo abstrato (CP, art. 137).

A perspectiva de análise da estrutura dos tipos penais como critério de verificação de sua legitimidade – e também de orientação da sua interpretação – vem sendo cada vez mais explorada pela doutrina<sup>131</sup>. O diagnóstico de Wolfgang Wohlers é preciso no sentido de que “de um lado, a capacidade de rendimento da teoria do bem jurídico é exageradamente superestimada e, de outro, o significado da estrutura típica como um critério autônomo de avaliação da legitimidade do direito penal é subestimado”<sup>132</sup>.

Dentro dessa ideia de estrutura do delito, diferenciam-se, classicamente, delitos de lesão, delitos de perigo concreto e delitos de perigo abstrato.

Delitos de lesão são aqueles para cuja consumação se exige o efetivo dano do bem jurídico. São exemplos os crimes de homicídio (CP, art. 121) e de lesão corporal (CP, art. 129)<sup>133</sup>.

Os tipos estruturados como delitos de perigo contentam-se, para a consumação, com a exposição a perigo do bem jurídico tutelado. Costumam-se distinguir, de um lado, os delitos de perigo concreto e, de outro, os delitos de perigo abstrato.

Os crimes de perigo *concreto* exigem que a ação do sujeito ativo cause um resultado consistente na criação de um perigo real de lesão para o bem tutelado, de modo que se possa afirmar

---

<sup>130</sup> *Modernização...*, cit. p. 97.

<sup>131</sup> Na doutrina brasileira, cf. RAPOSO, Guilherme Guedes. *Teoria do bem jurídico e estrutura do delito*. Porto Alegre: Nuria Fabris, 2011.

<sup>132</sup> Teoria do bem jurídico e estrutura do delito. *Revista brasileira de ciências criminais*. São Paulo: RT, v. 19, n. 90, mai.-jun. 2011. p. 102.

<sup>133</sup> Art. 121. Matar alguém: Pena - reclusão, de seis a vinte anos. Art. 129. Ofender a integridade corporal ou a saúde de outrem: Pena - detenção, de três meses a um ano.

que referido bem jurídico esteve em uma situação próxima à lesão, dado que o objeto material ou o sujeito passivo do tipo submeteu-se à possibilidade de atingimento pela ação perigosa.

Modelo de tipo de perigo concreto temos no delito de expor a vida ou a saúde de outrem a perigo direto e iminente (CP, art. 132)<sup>134</sup>. Outros exemplos são os crimes de incêndio (CP, art. 250) e de atentado contra a segurança de transporte marítimo, fluvial ou aéreo (CP, art. 261)<sup>135</sup>.

Já os tipos penais de perigo abstrato estabelecem a punição de condutas consideradas, por si sós, perigosas, sem a necessidade de configuração de real perigo ao bem jurídico, na medida em que a periculosidade da conduta típica é previamente determinada, por meio de uma generalização, de um juízo legislativo hipotético, fundado na ideia de mera probabilidade. Desse modo, para avaliar o risco nos delitos de perigo abstrato faz-se uma análise *ex ante* a respeito da periculosidade da ação, diferentemente do que se passa nos crimes de perigo concreto, nos quais se utiliza uma perspectiva *ex post* para avaliar o resultado de perigo<sup>136</sup>.

Nem por isso o exame de tipicidade nos crimes de perigo abstrato prescinde da constatação de, no mínimo, potencial lesivo ao bem jurídico. O desenvolvimento dessa afirmação é necessário para um tratamento adequado dos crimes de perigo abstrato, que vem proliferando em todo o direito penal contemporâneo, mas especialmente no âmbito do direito penal econômico<sup>137</sup>. Dada sua importância para o delito de manipulação de mercado, o exame mais aprofundado do tema será desenvolvido adiante<sup>138</sup>.

---

<sup>134</sup> Art. 132. Expor a vida ou a saúde de outrem a perigo direto e iminente: Pena – detenção, de três meses a um ano, se o fato não constitui crime mais grave. Conforme já decidiu o STJ, “descabe falar em ocorrência do delito inscrito no art. 132 do Código Penal, quando o perigo situa-se no plano abstrato, não ocorrendo qualquer ação que, concretamente, coloque em risco a integridade física ou a saúde de outrem” (Apn 290/PR, Rel. Min. Felix Fischer, Corte Especial, j. 16.03.2005, DJ 26.09.2005).

<sup>135</sup> Art. 250. Causar incêndio, expondo a perigo a vida, a integridade física ou o patrimônio de outrem: Pena – reclusão, de três a seis anos, e multa. Art. 261. Expor a perigo embarcação ou aeronave, própria ou alheia, ou praticar qualquer ato tendente a impedir ou dificultar navegação marítima, fluvial ou aérea: Pena – reclusão, de dois a cinco anos.

<sup>136</sup> RODRÍGUEZ MONTAÑÉS, Teresa. *Delitos de peligro, dolo e imprudencia*. Santa Fe: Rubinzal-Culzoni, 2004. pp. 30-32.

<sup>137</sup> Já na década de 1960, Karl Lackner reconhecia que os delitos de perigo abstrato haviam se tornado o “filho predileto” do legislador (*Das konkrete Gefährdungsdelikt im Verkehrsstrafrecht*. Berlin: Walter de Gruyter, 1967. p. 1). De lá para cá essa predileção parece somente aumentar.

<sup>138</sup> Cf. Capítulo 3.2.2 *infra*.

### 1.2.3. Direito penal econômico e direito administrativo sancionador

Controversa é a questão referente à diferenciação entre ilícitos administrativos sancionadores e infrações penais. Um exame coerente dessa distinção tem de esclarecer, previamente, o critério diferenciador utilizado.

Uma primeira discussão diz respeito à *natureza* dos ilícitos, isto é, se existem características próprias de determinadas condutas que indiquem que elas juridicamente *devam* – ou, ao menos, *possam* – ser tipificadas como infrações penais ou como ilícitos administrativos. Trata-se, nesse caso, de perquirir acerca da existência de diretrizes voltadas ao legislador, que lhe indiquem a necessidade – ou a preferência – pela utilização de um ou de outro ramo jurídico na repressão/prevenção de determinadas condutas.

Questão diversa consiste em saber se existe diferença de *regime* na aplicação das sanções penais e administrativas. Cuida-se, já então, de saber quais são as notas que distinguem o direito penal e o direito administrativo sancionador, assim como o direito processual aplicável a um e a outro ramo jurídico. Aqui se refere às escolhas já feitas pelo legislador para, a partir do seu exame, verificar quais são as peculiaridades do tratamento de cada tipo de ilícito.

#### 1.2.3.1. Diferenciação ontológica entre os ilícitos penais e administrativos

Do ponto de vista da *natureza* dos ilícitos penais e administrativos, entendem alguns autores que existiria uma efetiva diferença material, ontológica, entre as duas formas de ilícitos; outros vislumbram uma idêntica substância entre os ilícitos, quando muito uma distinção de grau quanto à gravidade das condutas.

A ideia de que existe uma diferença qualitativa entre os ilícitos remonta à doutrina de James Goldschmidt, do início do século XX, para quem o ilícito penal seria representativo de uma lesão eticamente reprovável a um bem jurídico, ao passo que o ilícito administrativo consubstanciaria um ato de desobediência valorado eticamente de forma neutra<sup>139</sup>. Os crimes seriam *mala in se*, ao

---

<sup>139</sup> Cf. LUZ, Yuri Corrêa da. O combate à corrupção entre direito penal e direito administrativo sancionador. *Revista brasileira de ciências criminais*. São Paulo: RT, v. 89, n. 19, mar.-abr. 2011. p. 433. O autor cita a posição de Goldschmidt na seguinte obra: GOLDSCHMIDT, James Paul. *Das Verwaltungsstrafrecht: eine Untersuchung der Grenzgebiete zwischen Strafrecht und Verwaltungsrecht auf rechtsgeschichtlicher und rechtsvergleichender Grundlage*. Aalen: Scientia-Verlage, 1969.



passo que os ilícitos administrativos seriam *mala in quia prohibita*. Na mesma linha de entendimento, Max Ernst Mayer defendia que, diferentemente da conduta delitativa, o injusto administrativo seria “culturalmente indiferente”, surgindo sua reprovabilidade apenas após a atuação normativa do Estado<sup>140</sup>.

Posição semelhante, em tempos mais recentes, adota Figueiredo Dias, para quem existe autonomia material entre os crimes e os ilícitos de mera ordenação social. Para o professor coimbrão, existem condutas às quais, antes e independentemente do desvalor da ilicitude, não lhes corresponde um mais amplo desvalor moral, cultural ou social; são, portanto, *axiológico-socialmente neutras* (ilícitos de mera ordenação social); outras condutas são culturalmente reprováveis independentemente de sua previsão legal, mostrando-se *axiológico-socialmente relevantes* (crimes). A seu ver, tanto os crimes como as contraordenações tutelam bens jurídicos, mas naqueles o bem jurídico protegido existe independentemente da proibição, enquanto nestas o bem jurídico só se desenha quando a conduta se conecta com a regra legal que a proíbe<sup>141</sup>.

Na outra ponta argumentativa, há quem defenda que não existe nenhuma diferença ontológica entre o ilícito penal e o ilícito administrativo sancionador<sup>142</sup>. As diferenças seriam meramente de grau. Nelson Hungria, por exemplo, sustentava que “a única diferença que pode ser reconhecida entre as duas espécies de ilicitude é de *quantidade* ou de *grau*: está na maior ou menor gravidade ou imoralidade de uma em cotejo com a outra”<sup>143</sup>. Por essa razão, a punição de certas condutas pelo direito penal ou pelo direito administrativo sancionador obedeceria apenas a razões de conveniência política<sup>144</sup>.

Alejandro Nieto, expoente do direito administrativo sancionador espanhol, assevera que as seculares pesquisas realizadas pelos doutrinadores alemães ruem como castelos de cartas diante do capricho do legislador de converter infrações administrativas em tipos penais e vice-versa<sup>145</sup>.

A postura da plena diferenciação ontológica gera, de fato, algumas perplexidades.

Em primeiro lugar, remete a diferenciação entre crimes e contraordenações – ou, no caso brasileiro, entre crimes e ilícitos administrativos – a considerações de caráter extrajurídico

<sup>140</sup> Cf. MAYER, Max Ernst. *Normas jurídicas y normas de cultura*. Trad. José Luis Guzmán Dálbora. Buenos Aires: Hamurabi, 2000. p. 66.

<sup>141</sup> DIAS, Jorge de Figueiredo. *Op. cit.* pp. 161-163.

<sup>142</sup> SOUZA, Luciano Anderson. *Op. cit.* pp. 138-144.

<sup>143</sup> HUNGRIA, Nelson. Ilícito administrativo e ilícito penal. *Revista de direito administrativo*. Imprensa: Rio de Janeiro, São Paulo, v. 1, n. 1, jan. 1945. p. 24.

<sup>144</sup> *Idem, ibidem*. p. 27.

<sup>145</sup> *Derecho administrativo sancionador*. 2. ed. Madrid: Tecnos, 1994. p. 158.

praticamente imponderáveis, pois a reprovabilidade axiológico-social ou cultural de comportamentos mostra-se, em muitos casos, notadamente no âmbito do direito penal econômico, bastante controversa. Na sociedade contemporânea, marcada pela pluralidade de valores e pela diversidade cultural, afigura-se insegura a distinção a partir dessa espécie de critério.

Em segundo lugar, a distinção pode sugerir que toda conduta que seja tida como reprovável, antes e independentemente do desvalor da ilicitude, deva ser considerada como *materialmente* criminosa, deixando de ressaltar que a tipificação penal deve ser limitada, ainda e especialmente, pelos princípios da subsidiariedade e da fragmentariedade. Essa consequência não deve ser admitida, pois mesmo condutas *axiológico-socialmente relevantes* devem ser tipificadas apenas como ilícitos administrativos, se isso se mostrar suficientemente eficiente para sua finalidade preventiva<sup>146</sup>.

De todo modo, há que se reconhecer ao menos parcial razão a Figueiredo Dias, pois, em praticamente quaisquer contextos espaço-temporais ou sócio-políticos, existem condutas cujo caráter *materialmente criminoso* é evidente, dado o grau de lesividade a bens jurídicos fundamentais.

E aí reside o vício da segunda postura, pois, ainda que o legislador tenha larga discricionariedade na opção pela utilização do direito penal ou do direito administrativo sancionador, existem alguns condicionantes jurídicos a limitar sua atuação.

Determinadas condutas não devem ser excluídas do conceito de crime e não é facultado ao legislador, portanto, sancioná-las apenas administrativamente. Isso ocorre, em especial, quando é a própria Constituição que expressamente determina a utilização do direito penal para a proteção de determinados bens jurídicos<sup>147</sup>. A Constituição brasileira provavelmente possui o mais largo catálogo de bens jurídicos que devem ser protegidos penalmente<sup>148</sup>. Com efeito, encontram-se no texto constitucional diversas regras que determinam expressamente a criminalização de condutas.

---

<sup>146</sup> Conforme Helena Regina Lobo da Costa, “o direito administrativo sancionador pode ter como finalidade a proteção de bens jurídicos em casos concretos de lesão ou colocação em perigo, não havendo nada que o impeça de atuar em tais âmbitos, pelo contrário: se se revelar mais eficiente que o direito penal, deverá ser utilizado em seu lugar” (*Direito penal...*, cit. p. 124).

<sup>147</sup> Assevera Figueiredo Dias que “onde o legislador constitucional aponte *expressamente* a necessidade de intervenção penal para tutela de bens jurídicos determinados, tem o legislador ordinário de seguir esta injunção e criminalizar os comportamentos respectivos, sob pena de inconstitucionalidade por omissão (embora, ainda aqui, fique uma larga e incontornável margem de liberdade à legislação ordinária no que toca ao exacto âmbito e à concreta forma da criminalização, bem como, em princípio, às sanções com que os comportamentos devem ser ameaçados e à sua medida)” (*Op. cit.* p. 129).

<sup>148</sup> Mas não é a única. A Constituição espanhola, por exemplo, prevê, respectivamente, em seus artigos 45, 3, 46 e 55 que o legislador estabelecerá sanções penais em casos de violações ao meio ambiente, ao patrimônio cultural e de

O artigo 5º prevê: a) em seu inciso XLI, que “a lei punirá qualquer discriminação atentatória dos direitos e liberdades fundamentais”; b) em seu inciso XLII, que “a prática do racismo constitui crime inafiançável e imprescritível, sujeito à pena de reclusão, nos termos da lei”; c) em seu inciso XLIII que “a lei considerará crimes inafiançáveis e insuscetíveis de graça ou anistia a prática da tortura, o tráfico ilícito de entorpecentes e drogas afins, o terrorismo e os definidos como crimes hediondos, por eles respondendo os mandantes, os executores e os que, podendo evitá-los, se omitirem”; d) em seu inciso XLIV, que “constitui crime inafiançável e imprescritível a ação de grupos armados, civis ou militares, contra a ordem constitucional e o Estado Democrático”. O artigo 7º, em seu inciso X, prevê como direito dos trabalhadores urbanos e rurais, a “proteção do salário na forma da lei, constituindo crime sua retenção dolosa”. O artigo 225, § 3º, do texto constitucional dispõe que “as condutas e atividades consideradas lesivas ao meio ambiente sujeitarão os infratores, pessoas físicas ou jurídicas, a sanções penais e administrativas, independentemente da obrigação de reparar os danos causados”. O artigo 227 prevê, em seu § 4º, que “a lei punirá severamente o abuso, a violência e a exploração sexual da criança e do adolescente”<sup>149</sup>.

Quando a Constituição prevê ser dever do Estado “assegurar à criança, ao adolescente e ao jovem, com absoluta prioridade, o direito à vida, [...], à dignidade, ao respeito, à liberdade [...], além de colocá-los a salvo de toda forma de negligência, discriminação, exploração, violência, crueldade e opressão” (art. 227, *caput*), especificando, ademais, que “a lei punirá severamente o abuso, a violência e a exploração sexual da criança e do adolescente” (art. 227, § 4º), não resta opção ao legislador senão a tipificação penal de condutas como o estupro contra menores.

A caracterização de determinadas condutas como materialmente criminosas pode decorrer, ainda, do dever de proteção dos direitos fundamentais derivado do postulado da proporcionalidade<sup>150</sup>. Além de sua clássica faceta negativa, de limitação dos poderes estatais, caracterizada pela proibição de excesso (*Ubermassverbot*), o postulado da proporcionalidade

---

suspensões indevidas de direitos e liberdades. A Constituição alemã determina a previsão de sanções penais em caso de perturbações à convivência pacífica entre os povos, especialmente pela preparação de invasões militares a territórios estrangeiros (artigo 26, 1).

<sup>149</sup> No julgamento do HC 102087 (Rel. Min. Celso de Mello, Rel. p/ Acórdão: Min. Gilmar Mendes, Segunda Turma, j. 28.02.2012, DJe 14.08.2012), o STF acolheu ostensivamente o entendimento de que existem, no ordenamento jurídico brasileiro, “mandados constitucionais de criminalização”.

<sup>150</sup> Como se verá no Capítulo 3.2.1, o chamado princípio da proporcionalidade não possui a mesma estrutura aplicativa dos verdadeiros princípios, razão pela qual, a rigor, é mais correto tratá-lo como uma norma de outra espécie – seguindo a nomenclatura proposta por Humberto Ávila, tratar-se-ia de um postulado normativo aplicativo. Cf. nota de rodapé 387 *infra*.

possui também um aspecto positivo, estabelecendo para o legislador mandamentos mínimos de proteção (*Untermassverbot*) de direitos fundamentais. Esse dever de proteção pode exigir, a depender da gravidade da possível ofensa ao bem jurídico em jogo, a utilização do direito penal<sup>151</sup>.

Para mencionar apenas exemplos claros, homicídios, torturas e estupros não podem ser, num Estado de Direito, submetidos apenas ao direito administrativo sancionador, ainda que, em determinadas condições históricas, restasse comprovado que, na quase totalidade dos casos, a sanção administrativa seria suficiente para a prevenção e repressão da prática<sup>152</sup>. Conforme Roxin, condutas de especial reprovabilidade, como homicídios, sequestros e roubos a bancos tem de ser sancionadas criminalmente, pois constituem o “âmbito nuclear” do direito penal<sup>153</sup>. Ofende a dignidade da pessoa humana um Estado que deixa de proteger de condutas abomináveis, através do seu instrumento mais duro, os direitos mais elementares à sobrevivência<sup>154</sup>.

Além disso, como visto anteriormente, o direito penal somente se justifica como mecanismo de proteção de bens jurídicos, exigência que não é imprescindível – embora possível – para o direito administrativo sancionador.

Assim, na criação de ilícitos penais o legislador fica adstrito a observar, especialmente, a (potencial) afetação relevante de um bem jurídico, através do respeito aos princípios de subsidiariedade, fragmentariedade e legalidade, bem como ao postulado da proporcionalidade. Já para a criação de ilícitos administrativos, as amarras mais consistentes decorrem do princípio da legalidade e do postulado da proporcionalidade<sup>155</sup>.

As infrações administrativas de trânsito ilustram bem o que se está a sustentar. A conduta de estacionar o veículo em jardim público, por exemplo, caracteriza uma infração administrativa, suscetível de penalidade pecuniária (multa) e, eventualmente, suspensão do direito de dirigir (arts.

---

<sup>151</sup> ALEXY, Robert. *Teoría de los derechos fundamentales*. Trad. Ernesto Garzón Valdés. Madrid: Centro de Estudios Constitucionales, 1997. p. 436.

<sup>152</sup> José Paulo Baltazar Jr. argumenta que, “não se conceberia, por exemplo, a revogação da norma penal que incrimina o homicídio, muito embora não haja determinação constitucional expressa de sua adoção, a qual decorre do dever de proteção fundamental à vida. Quer dizer, os direitos fundamentais constituem, por um lado, limites ao direito penal e, por outro, fonte de sua legitimação” (*Crime organizado e proibição da insuficiência*. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2010. p. 213). No mesmo sentido, cf. HUERGO LORA, Alejandro. *Las sanciones administrativas*. Madrid: Iustel, 2007. p. 149.

<sup>153</sup> ROXIN, Claus. *Strafrecht...*, cit. p. 59.

<sup>154</sup> Cf. FELDENS, Luciano. *Tutela penal de interesses difusos e crimes do colarinho branco*. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2002. pp. 91-94; CUNHA, Maria da Conceição Ferreira da. *Constituição e crime: uma perspectiva da criminalização e da descriminalização*. Porto: Universidade Católica Portuguesa, 1995. p. 287. Em sentido contrário, negando a existência da obrigatoriedade de criminalização de quaisquer condutas, em especial à luz dos princípios da subsidiariedade e da fragmentariedade, cf. a posição de PASCHOAL, Janaína Conceição. *Constituição...*, cit. *passim*.

<sup>155</sup> COSTA, Helena Regina Lobo da. *Direito penal...*, cit. p. 123.

181, II, c/c 259 e 261, I, do Código de Trânsito Brasileiro – Lei nº 9.503/1997)<sup>156</sup>. A proibição está inserida no poder administrativo de regulamentação do trânsito, que compreende a delimitação das áreas passíveis de tráfego de automóveis, âmbito no qual, sem dúvida, pode o Estado se valer de sanções administrativas para exigir a observância das disposições legais, desde que o faça mediante lei proporcional. Sob a perspectiva jurídico-penal, porém, apesar de a norma ter por objetivo, também, resguardar a utilização pública de um bem de uso comum (jardim público), parece pouco plausível que se consiga defender com razoabilidade a existência, neste caso, de um bem jurídico passível de tutela penal.

Por outro lado, salvo nos casos excepcionais em que a proteção penal é imperativa, se determinada conduta ofende ou coloca em risco um bem jurídico caberá ao legislador avaliar cautelosamente as opções que se encontram à sua disposição para a proteção desse bem. Se for possível prover tutela adequada e eficiente ao bem jurídico através de regras de natureza não punitiva – pertinentes ao direito civil, por exemplo – essa deverá ser sua primeira opção. Caso se faça necessária a imposição de sanções para forçar o cumprimento das disposições regulamentares protetivas do bem, deve o legislador optar pelo direito administrativo sancionador. Somente em último caso, se nem as medidas cíveis nem as sanções administrativas forem suficientes para uma adequada e eficiente proteção do bem jurídico, é que estará o legislador autorizado a se valer da intervenção penal.

Nesse contexto é que se deve entender a observação de Roxin, no sentido de que “se a referência ao bem jurídico existir, a margem de discricionariedade do legislador abrange tanto uma criminalização, como a criação de um injusto administrativo ou ainda a renúncia a qualquer espécie de sancionamento”<sup>157</sup>.

Em suma, na maioria das condutas tidas como (potencialmente) lesivas a bens jurídicos, caberá ao legislador selecionar como criminosas somente aquelas insuscetíveis de serem protegidas

---

<sup>156</sup> Art. 181. Estacionar o veículo: [...] XX – no passeio ou sobre faixa destinada a pedestre, sobre ciclovia ou ciclofaixa, bem como nas ilhas, refúgios, ao lado ou sobre canteiros centrais, divisores de pista de rolamento, marcas de canalização, gramados ou jardim público. Infração – gravíssima; Penalidade – multa; Medida administrativa – remoção do veículo.

Art. 259. A cada infração cometida são computados os seguintes números de pontos: I – gravíssima – sete pontos; II – grave – cinco pontos; III – média – quatro pontos; IV – leve – três pontos.

Art. 261. A penalidade de suspensão do direito de dirigir será imposta nos seguintes casos: I - sempre que o infrator atingir a contagem de 20 (vinte) pontos, no período de 12 (doze) meses, conforme a pontuação prevista no art. 259.

<sup>157</sup> ROXIN, Claus. O conceito..., cit. p. 296.

por vias menos gravosas; mas haverá, sim, condutas tão gravosas a bens jurídicos fundamentais que *devem* ser tipificadas como crimes.

### 1.2.3.2. Diversidade de regimes jurídicos dos ilícitos penais e administrativos

Quanto ao *regime* jurídico, a principal diferença entre os ilícitos penais e administrativos reside, ainda, na previsão da pena privativa de liberdade, sanção tão grave que somente é admissível na esfera penal<sup>158</sup>. A severidade da pena privativa de liberdade impede que sua aplicação seja realizada sem as robustas garantias do processo penal<sup>159</sup>. Também penas consubstanciadas em obrigações positivas de caráter personalíssimo – como a pena de prestação de serviços – ao condenado somente são possíveis no âmbito penal.

Outras espécies de sanções, como multas ou restrições de direitos – tais quais a suspensão do exercício de determinada profissão ou atividade econômica ou a perda de cargo público –, são admissíveis tanto no direito penal como no direito administrativo sancionador.

Quanto ao devido processo legal para a aplicação de suas sanções, os ilícitos penais estão submetidos a regras mais rígidas de proteção do imputado, como o princípio do juiz natural e a proibição da *reformatio in pejus*<sup>160</sup>.

Ademais, no processo penal existe uma completa separação de funções entre os órgãos encarregados da aplicação da lei penal. A apuração dos ilícitos compete à Polícia Judiciária, a sua

---

<sup>158</sup> Ressalte-se, contudo, que a nossa Constituição previu duas exceções em que seria admissível a prisão de natureza civil – não como pena, mas como medida coercitiva: são os casos do devedor de alimentos e do depositário infiel (art. 5º, LXVII). Quanto a esta última exceção, entretanto, o STF decidiu não ser mais aplicável, desde a internalização no ordenamento jurídico brasileiro da Convenção Americana sobre Direitos Humanos, que somente admite a prisão civil do devedor de alimentos. O entendimento acabou consolidado na Súmula Vinculante nº25 do STF: “É ilícita a prisão civil de depositário infiel, qualquer que seja a modalidade de depósito”.

<sup>159</sup> Conforme Fabio Medina Osório, “o critério (diferenciador entre sanção penal e sanção administrativa) da pena privativa de liberdade tem natureza objetiva e constitucional, inclusive com suporte no Direito Internacional, evidenciando uma limitação progressivamente reconhecida pelos tribunais europeus, incluído o Tribunal Europeu de Direitos Humanos, aos Estados soberanos. Essa limitação busca amparo no caráter fragmentário do Direito Penal e na privação de liberdade como uma sanção drástica, que afeta direitos fundamentais conectados a uma série de garantias materiais e processuais. Esse conjunto de direitos e garantias processuais e materiais reside no interior do Direito Penal e do Direito Processual Penal” (*Direito administrativo sancionador*. 5. ed. São Paulo: RT, 2015. p. 106, sem os esclarecimentos entre parênteses no original).

<sup>160</sup> A possibilidade de recrudescimento da sanção administrativa em recurso do administrado está prevista, no âmbito federal, no art. 64 da Lei do Processo Administrativo Federal (Lei nº 9.784/1999), tida como constitucional pelo Supremo Tribunal Federal, pois fundada no princípio da autotutela da Administração Pública (STF, ARE 641054 AgR, Rel. Min. Luiz Fux, Primeira Turma, j. 22/05/2012, DJe 25/06/2012). Esse entendimento, contudo, não é imune a críticas – cf., por exemplo, SUNDFELD, Carlos Ari. *Direito administrativo ordenador*. São Paulo: Malheiros, 1997. p. 80.

imputação ao Ministério Público ou a determinados particulares – nos crimes de ação pena privada – e o seu julgamento, assim como a aplicação e a execução das penas, compete exclusivamente ao Poder Judiciário. Já os ilícitos administrativos são apurados, imputados e julgados diretamente perante órgãos da Administração Pública, sem prejuízo de eventual controle jurisdicional.

É de se notar, porém, que esta última diferenciação tem sido colocada em xeque por posicionamentos que exigem, em qualquer esfera de exercício do poder punitivo, uma separação cada vez mais estrita entre os órgãos de acusação e de julgamento. Por exemplo, num caso famoso de manipulação de mercado, que será examinado adiante por sua importância no que se refere à proibição de *bis in idem*, o Tribunal Europeu de Direitos Humanos (TEDH) entendeu que o processo administrativo sancionador levado a efeito pela agência reguladora do mercado italiana – a *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* (Consob), equivalente à nossa Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – desrespeitou a garantia do devido processo legal, especificamente em razão da ausência de imparcialidade objetiva da Comissão competente para o julgamento, dado que tal órgão e o Departamento de *insider trading* – responsável pela acusação – fazem parte da mesma entidade e estão submetidos, ambos, ao Presidente da entidade<sup>161</sup>.

Ressalte-se, de toda sorte, que a análise do TEDH foi muito breve e pouco aprofundada, não tendo levado em consideração, por exemplo, que o órgão julgador compreende, além do Presidente da Consob, outros quatro membros – exatamente como a CVM brasileira – os quais tem mandatos fixos e decidem autonomamente, de forma independente do Presidente<sup>162</sup>. Seja como for, parece irreversível a tendência de se exigir, ainda que todo o procedimento seja levado a efeito no âmbito de um único ente administrativo, que as funções de acusação e de julgamento sejam distribuídas efetivamente entre órgãos ou departamentos distintos e efetivamente independentes. Entre nós, a independência do julgamento é reforçada pela possibilidade de interposição de recursos contra as decisões do Colegiado da CVM para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, órgão situado fora da estrutura da autarquia.

A circunstância de a aplicação de sanções idênticas àquelas previstas para processos administrativos punitivos ser conferida ao Poder Judiciário não lhes confere automaticamente

---

<sup>161</sup> *Grande Stevens et autres c. Italie* (Affaire n. 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10) (2014) ECHR, 4 março de 2014. Cf. a íntegra da decisão em: [http://hudoc.echr.coe.int/sites/eng/pages/search.aspx?i=001-141370#{"itemid":\["001-141370"\]}](http://hudoc.echr.coe.int/sites/eng/pages/search.aspx?i=001-141370#{). Acesso em 20.06.2016. pp. 30-33.

<sup>162</sup> Cf., nesse sentido, VENTORUZZO, Marco. Do Market Abuse Rules violate human rights? The Grande Stevens v. Italy Case. *European Business Organization law review*. Berlin: Springer, v. 16, 2015. pp. 154-155.

caráter penal. Sanções idênticas às criminais são aplicadas, por exemplo, nos processos de improbidade administrativa, nos quais podem ser impostas penas como perda da função pública, suspensão dos direitos políticos, pagamento de multa civil e proibição de contratar com o Poder Público ou receber benefícios ou incentivos fiscais ou creditícios (Lei nº 8.429/1992, art. 12). Nem por isso se lhes reconhece natureza penal, quando aplicadas fora de um processo penal, pois não se trata daquelas sanções *exclusivamente* criminais.

### **1.2.3.3. Balanço: distinções materiais e formais entre as espécies de ilícito**

Em conclusão, a controvérsia, mais uma vez, parece encontrar uma solução equilibrada longe dos extremos. A diferença entre ilícitos penais e administrativos é parcialmente material e parcialmente formal.

Existe diferença material, por um lado, em relação ao restrito núcleo de condutas que imperiosamente, num Estado de Direito, tem de ser repudiadas pelo direito penal como forma de demonstração de sua absoluta rejeição social: são condutas *materialmente* criminosas. Evidentemente, para que tais condutas possam ser objeto de persecução penal será necessário, em respeito ao princípio da legalidade, que, também, sejam *formalmente* criminosas, isto é, sejam tipificadas, através de lei formal, em regras penais incriminadoras – é dizer, leis que prevejam, primordial ou alternativamente, ao menos uma sanção privativa da esfera penal –, a serem aplicadas pelo Poder Judiciário.

Doutro lado, as infrações administrativas não estão *necessariamente* ligadas à proteção de bens jurídicos, de modo que podem ser instituídas com fins imediatamente regulatórios. Não se exige para a caracterização da infração administrativa, embora isso seja possível, a lesão ou a ameaça de lesão a bens jurídicos. Exige-se, isso sim, a observância de princípios como a legalidade e o devido processo legal. Sem o devido processo legal, a propósito, ninguém pode ser privado não apenas da sua liberdade, mas, igualmente, de seus bens (Constituição, artigo 5º, inciso LIV).

Em relação às demais condutas, que se mostrem (ao menos potencialmente) ofensivas a bens jurídicos, a decisão *formal* sobre sua configuração como crime ou como infração administrativa dependerá do exercício da discricionariedade legislativa, apesar de submetida aos princípios da subsidiariedade e da fragmentariedade e ao postulado da proporcionalidade. A



depender da escolha do legislador, a aplicação da respectiva sanção estará submetida a regimes jurídicos bastante distintos.

Pense-se no patrimônio público, por exemplo, que é lesado pelo não recolhimento de tributos<sup>163</sup>. A simples falta de pagamento permite, além da cobrança de juros, a aplicação de multa, como modalidade de sanção administrativa; mas somente a fraude perpetrada para burlar a administração tributária é que legitima a tipificação da conduta como delito<sup>164</sup>. Em alguns países, como a Espanha, além disso é necessário que a sonegação atinja um determinado montante, para, somente então, restar caracterizada a infração penal<sup>165</sup>.

Essa conclusão aponta para a razão pela qual determinadas condutas que são elencadas, na experiência econômica, como formas de manipulação de mercado podem ser tipificadas como infrações penais e outras preferencialmente serão suscetíveis de punição apenas na esfera administrativa.

Com efeito, em face das considerações ora expostas, já de antemão é possível especular que o bem jurídico tutelado pelo delito de manipulação de mercado – a ser identificado adiante – dificilmente será daqueles vinculados aos mais relevantes direitos fundamentais, a ponto de *exigir* a intervenção penal. Ou seja, ainda que definido um bem jurídico suscetível de proteção, ao qual se reconheça dignidade constitucional, ainda restará ao legislador larga margem de discricionariedade para, ao formular a respectiva política de tutela, decidir pelo direito penal ou pelo direito administrativo sancionador.

Uma vez identificado o bem jurídico tutelado pelo delito de manipulação de mercado, ver-se-á, no exame do tipo penal, que algumas condutas – que administrativamente são consideradas como infração administrativa de manipulação de mercado – não são aptas a afetá-lo, sequer

---

<sup>163</sup> Para Susana Aires de Sousa, o bem jurídico protegido seria um “elemento que integra o patrimônio estadual, mas com autonomia própria”, qual seja, “a obtenção das receitas fiscais” (*Op. cit.* p. 515). Já para Heloísa Estellita, o bem jurídico protegido nos crimes contra a ordem tributária é, em verdade, a arrecadação tributária (*A tutela penal e as obrigações tributárias na Constituição Federal*. São Paulo: RT, 2001. p. 188).

<sup>164</sup> “A conduta de deixar de pagar tributo, por si só não constitui crime. Assim, se o contribuinte declara todos os fatos geradores à repartição fazendária, de acordo com a periodicidade exigida em lei, mas não paga o tributo, não comete crime, mas mero inadimplemento. O crime contra a ordem tributária pressupõe, além do inadimplemento, alguma forma de fraude...” (STJ, AgRg no REsp 1158834/ES, Rel. Min. Maria Thereza de Assis Moura, Sexta Turma, j. 19.02.2013, DJe 01.03.2013).

<sup>165</sup> O artigo 305 do Código Penal Espanhol tipifica a conduta de sonegação tributária como criminosa apenas se o proveito do ilícito ultrapassar 125.000 euros. Essa mesma técnica é utilizada em relação a diversos outros delitos, inclusive a própria manipulação de mercado, em sua espécie informativa, em que o crime somente se caracteriza se o benefício econômico obtido ou o prejuízo gerado forem superiores a 300.000 euros (CP, art. 284, 2º). No que tange a *insider trading*, o valor estipulado pelo legislador é de 600.000 euros (CP, art. 285).

potencialmente. Tais condutas, conquanto consubstanciem ilícitos administrativos, não serão penalmente típicas.

Por outro lado, condutas há que preenchem formalmente a hipótese de incidência tanto do tipo sancionador administrativo como do tipo penal, sendo aptas, inclusive, a arriscar o bem jurídico penalmente tutelado. Nesse caso, poderá haver, em princípio, duplicidade de incidência das normas penal e administrativa, ensejando, conforme se verá adiante, discussão a respeito da violação ou não da proibição ao *bis in idem*<sup>166</sup>.

---

<sup>166</sup> Cf., adiante, Capítulo 3.2.4.



## CAPÍTULO 2. REGULAÇÃO E DIREITO ADMINISTRATIVO

### SANCIONADOR DO MERCADO DE CAPITAIS

#### 2.1. CONTEXTO ECONÔMICO E JURÍDICO DO MERCADO DE CAPITAIS

A compreensão da regulação do mercado de capitais é facilitada pela contextualização deste mercado no âmbito econômico, bem como pelo destaque das suas principais características jurídicas distintivas em relação a figuras próximas, em especial o mercado financeiro em sentido estrito.

##### 2.1.1. Mercado financeiro em sentido amplo e suas subespécies

O mercado de capitais – ou de valores mobiliários – representa apenas uma das manifestações do mercado financeiro em sentido amplo<sup>167</sup>. Para bem compreendê-lo, é interessante examinar quais são as demais subespécies que, ao seu lado, constituem o mercado financeiro.

Nesse sentido, é comum na doutrina a referência às seguintes subespécies do mercado financeiro: mercado de crédito (ou mercado financeiro em sentido estrito ou mercado bancário), mercado monetário (ou mercado aberto), mercado cambial (ou mercado de divisas) e mercado de capitais (ou mercado de valores mobiliários)<sup>168</sup>.

---

<sup>167</sup> O mercado de capitais é tratado aqui como sinônimo de mercado de valores mobiliários, de acordo com a classificação proposta no texto. Alguns autores aludem ao mercado de capitais como gênero que compreende o mercado de valores mobiliários e o mercado de títulos públicos – cf., por exemplo, LUCCA, Newton de. As bolsas de valores e os valores mobiliários. *Revista do Tribunal Regional Federal da 3ª Região*. São Paulo: IOB, n. 35, jul.-set. 1998. pp. 30-31. Sobre a forma confusa como a legislação brasileira utiliza as duas expressões, cf. MAGALHÃES, César. A inserção institucional da agência regulatória do mercado de capitais. *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*. São Paulo: RT, v. 9, n. 34, out.-dez. 2006. pp. 104-108.

<sup>168</sup> Cf., por exemplo, BALTAZAR JR., José Paulo. *Crimes...*, cit. p. 610; EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. ed. São Paulo – Rio de Janeiro – Recife: Renovar, 2011. p. 7. Note-se que essa classificação tem finalidade didática, já que o desenvolvimento dos produtos e estratégias financeiros ocorre de forma complexa, de modo que, hoje, há grande interação entre os diferentes tipos de mercado. Há outras classificações, assim, que podem atender melhor ao interesse de compreensão das estruturas concretas do mercado – cf., nesse sentido, YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. pp. 128 ss. Crítico, também, em relação a tal distinção, CATAPANI, Márcio Ferro. *Títulos públicos: natureza jurídica e mercado*. Quartier Latin, 2014. pp. 240-241. Para os fins deste trabalho, porém, a classificação adotada é mais útil, ao permitir uma mais fácil identificação dos problemas relacionados à manipulação de mercado.

O *mercado financeiro em sentido estrito* é aquele em que ocorre a intermediação financeira, através da captação dos recursos dos agentes superavitários e de sua canalização aos agentes deficitários.

No *mercado de capitais* ou de valores mobiliários, diferentemente, a transferência de recursos se dá diretamente entre a companhia interessada em captar dinheiro e o investidor, no mercado primário; ou diretamente entre investidores, no mercado secundário.

O *mercado monetário*, também chamado de mercado aberto (*open market*), abrange, de forma geral, as operações de curto e curtíssimo prazo com títulos públicos. Também é possível compreender nesse mercado a negociação de títulos de curtíssimo prazo emitidos por instituições financeiras, como os certificados de depósitos interbancários (CDIs)<sup>169</sup>. Assim, diferencia-se do mercado de crédito, basicamente, pelo prazo das operações e pela liquidez dos títulos. Dada sua alta liquidez, esses títulos funcionam como “quase moeda”<sup>170</sup>.

O *mercado cambial* abriga as operações de compra e venda de moeda estrangeira. Caracteriza-se pelo contato sistemático entre vendedores e compradores que realizam as operações cambiais<sup>171</sup>. No Brasil, somente as instituições financeiras e equiparadas (em alguns casos, apenas para esse fim) estão autorizadas a realizar tais operações, razão pela qual são consideradas típicas de instituições financeiras.

Vejamos mais a fundo as características do mercado financeiro em sentido estrito para, após, compará-las com as peculiaridades do mercado de capitais.

### 2.1.2. Mercado financeiro em sentido estrito e intermediação financeira

É tradicional, nas ciências econômicas, a explicação dos conceitos fundamentais de poupança e investimento a partir do cotidiano de Robinson Crusóe, o naufrago confinado na deserta ilha tropical do romance de Daniel Defoe. No início de sua aventura, Crusóe se alimenta de sua pescaria diária, mas, em certo momento, percebendo que ficará na ilha mais tempo do que inicialmente imaginara, conclui que, fabricando uma rede, poderá obter uma quantidade maior de

<sup>169</sup> YAZBEK, Otavio. *Op. cit.* p. 127.

<sup>170</sup> ASSIS, Décio Ramos Porchat de. Mercados financeiros e de capitais: investimentos em renda fixa. In: SANTI, Eurico Marcos Diniz de; CANADO, Vanessa Rahal (coord.). *Tributação dos mercados financeiro e de capitais e dos investimentos internacionais*. São Paulo: Saraiva/FGV, 2011. p. 38. No mesmo sentido, cf. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.* p. 7.

<sup>171</sup> MENDONÇA, Andréa Dumortout de. *Câmbio e negócios internacionais*. São Paulo: Nobel, 2009. p. 35.

peixes, sobrando-lhe assim mais tempo para realizar outras atividades. Destacam os economistas que, para poder dedicar um dia inteiro à fabricação da rede, Crusoé tem de diminuir o consumo diário de peixe, de forma que a quantidade pescada seja suficiente para sua alimentação nesse período. A abstenção de consumo é um ato de *poupança*, definida como a parte da produção não consumida; a utilização dos recursos poupados para a fabricação da rede é um ato de *investimento*, por meio do qual se conseguirá a aquisição de um bem de capital.

Essa análise tem finalidade meramente didática, pois, no exemplo, os atos de poupança e investimento se concentram na mesma pessoa. Numa economia de mercado, diversos agentes econômicos participam dessa dinâmica: aqueles que geram mais recursos do que sua capacidade de investimento são chamados agentes *superavitários*; já os agentes cujas pretensões de investimento excedem a capacidade de poupança são ditos *deficitários*<sup>172</sup>.

O mercado financeiro é o *locus*, cada vez mais global e virtual, em que se concretizam as transferências de recursos entre agentes superavitários e deficitários<sup>173</sup>. As instituições financeiras, nesse contexto, captam recursos dos agentes econômicos superavitários e os emprestam aos agentes deficitários, agindo, de forma habitual e profissional, como verdadeiros “intermediários de crédito”<sup>174</sup>.

Nessa sua atividade principal, as instituições financeiras, ao, por um lado, captarem recursos dos agentes superavitários, tornam-se deles devedoras, e ao, por outro lado, emprestarem recursos aos agentes deficitários, tornam-se destes credoras. A maior parte dos recursos investidos nas instituições financeiras – como os depósitos em conta corrente, por exemplo – são exigíveis imediatamente, já que as dívidas são constituídas à vista, ao passo que os ativos das instituições financeiras são exigíveis a prazo, no vencimento das dívidas. Essa diferença de qualidade das obrigações passivas (em que o banco é devedor) e ativas (em que o banco é credor) das instituições financeiras demonstra a razão pela qual a confiança dos investidores no equilíbrio financeiro da entidade é tão relevante: se os investidores deixarem de acreditar que a instituição financeira conseguirá obter a liquidação dos ativos a prazo, ocorrerá uma “corrida bancária”, ou seja, todos

---

<sup>172</sup> SANTOS, João Regis Ricardo dos. Poupança, investimento e intermediação financeira: conceitos básicos. In: CASTRO, Helio O. Portocarrero de (coord). *Introdução ao mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979. pp. 15-17.

<sup>173</sup> Esse é o conceito tradicional de mercado. Numa conceituação mais abrangente, o mercado não é apenas o conjunto de operações realizadas, mas uma realidade mais complexa, que compreende, além das operações, os seus agentes e o arcabouço normativo, assim como toda a infraestrutura existente. Nesse sentido, cf. YAZBEK, Otavio. *Op. cit.* pp. 53-55.

<sup>174</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.* p. 2.

os agentes superavitários exigirão seus depósitos à vista e, considerando que os ativos do banco não estarão todos disponíveis – pois são exigíveis a prazo –, ver-se-á a sua quebra, por falta de liquidez.

O resultado positivo da instituição financeira é produzido, essencialmente, pela diferença entre as taxas de juros pactuadas para remunerar o dinheiro captado e a taxa praticada nas operações com os tomadores dos recursos. A essa diferença de taxa de juros se chama *spread* bancário. Considerando que a instituição financeira empresta os recursos em nome próprio, assumindo o risco da inadimplência dos tomadores de crédito, a definição da taxa de juros praticada levará em conta esse risco, entre vários outros elementos (como custos administrativos, tributos diretos e indiretos, taxas praticadas pelo governo e pelos concorrentes e margem líquida de lucro das instituições).

As características essenciais da intermediação financeira, pois, são: a) a captação de recursos de terceiros em nome próprio; b) o repasse dos valores, mediante mútuo financeiro; c) o intuito de auferir lucro; e d) a habitualidade dessa atividade<sup>175</sup>.

### **2.1.3. Conceito e funções do mercado de capitais**

O mercado de capitais é, também, uma subespécie do mercado financeiro, caracterizada, por sua vez, por um sistema de distribuição de valores mobiliários que viabiliza, num primeiro momento, a transferência direta, sem intermediação financeira, de recursos entre tomadores (principalmente companhias abertas) e aplicadores (investidores). Os emissores de valores mobiliários necessitam de meios financeiros para realizar investimentos, como o desenvolvimento de novos bens ou serviços, a construção de unidades industriais, a inovação tecnológica, a expansão da capacidade produtiva, a aquisição de outras empresas ou apenas o alongamento do prazo de suas dívidas; de sua parte, os investidores possuem recursos financeiros excedentes, que desejam aplicar a curto prazo, de modo especulativo, ou para que se valorizem ao longo do tempo, contribuindo para o aumento do capital investido.

As principais funções do mercado de capitais são: a) canalizar os recursos econômicos para transformá-los em atividades produtivas; b) oferecer fontes de financiamento às companhias; c)

---

<sup>175</sup> SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 29.

servir como alternativa de investimento para os poupadores superavitários, oferecendo-lhes ampla gama de instrumentos com diferentes rentabilidades, prazos e níveis de segurança<sup>176</sup>.

Um mercado de capitais pujante representa forte instrumento de crescimento econômico. Um país com um mercado de capitais desenvolvido apresenta muitas vantagens em relação a outro que dele não disponha, tais como geração de uma imagem de confiança, dada a maior regulação que comportam, obtenção de maiores volumes de recursos a um custo geralmente mais baixo, estímulo da poupança e do investimento ao invés de consumo, criação de maior número de postos de trabalho, maior transparência das trocas comerciais, diversificação dos investidores do país, possibilidade de reestruturação de passivos financeiros, entre outros<sup>177</sup>.

Para viabilizar o processo de capitalização, cabe às empresas definir a melhor alternativa de financiamento para suas atividades, podendo optar, por exemplo, por emitir títulos representativos de seu capital (ações) ou títulos representativos de empréstimos, também tomados via mercado de capitais, como debêntures e notas comerciais, entre outros valores mobiliários (art. 2º da Lei nº 6.385/1976).

A oferta dos valores mobiliários será intermediada por instituição do sistema de distribuição. A colocação inicial desses valores mobiliários se dá no chamado *mercado primário*, onde os títulos – como ações ou debêntures, por exemplo – são vendidos pela primeira vez e os recursos financeiros obtidos são direcionados para a companhia emissora (*issuer transactions*).

Finalizada essa primeira etapa, os investidores que adquiriram esses valores mobiliários podem aliená-los no chamado *mercado secundário*, onde ocorre a compra e venda dos títulos entre os investidores (*trading transactions*). A existência de um mercado secundário desenvolvido, com substancial grau de confiabilidade e liquidez, é essencial para a atração de investidores, que teriam pouco incentivo em aplicar seus recursos em valores mobiliários se não houvesse segurança sobre o próprio investimento e sobre a possibilidade de vendê-los posteriormente com alguma facilidade.

Os investidores podem negociar diretamente para comprar e vender ações e outros valores mobiliários. Essa, contudo, não é a forma mais eficiente de negociação dos títulos, porque implica em altos custos de transação, dadas as dificuldades de encontrar outro investidor interessado no

---

<sup>176</sup> MONROY ANTÓN, Antonio J. *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*. Dijusa: Madrid, 2006. p. 28.

<sup>177</sup> Demonstrando, a partir de dados empíricos, a correlação entre o desenvolvimento do mercado de capitais e o desenvolvimento econômico, cf. LEVINE, Ross; ZERVOS, Sara. Stock market development and long-run growth. *The World Bank economic review*. Oxford: Oxford University Press, v. 10, n. 2, 1996. pp. 323-339.



ativo, de determinar o seu preço justo num certo momento, de garantir que a contraparte pague pelos títulos ou entregue aqueles que foram negociados, entre outros obstáculos.

Para facilitar a negociação dos valores mobiliários no mercado secundário, foram criadas instituições que têm por objetivo administrar sistemas centralizados, regulados e confiáveis para essa atividade. A função básica dessas instituições é proporcionar liquidez aos valores de emissão de companhias abertas, ou seja, possibilitar ao investidor que adquiriu esses títulos vendê-los de forma rápida, eficiente e segura. Essas instituições são as bolsas de valores e as entidades administradoras do mercado de balcão organizado.

Somente instituições financeiras e sociedades corretoras ou distribuidoras devidamente autorizadas a funcionar pela CVM e pelo Banco Central podem atuar nas bolsas de valores e no mercado de balcão organizado. Tais entidades atuam em nome de seus clientes, os investidores, comprando e vendendo ações, debêntures e outros valores mobiliários emitidos no mercado.

Veja-se, pois, que o mercado de capitais, além de viabilizar o processo de capitalização dos emissores, no mercado primário, proporciona liquidez aos títulos de sua emissão, no mercado secundário.

Diferentemente do que ocorre no mercado financeiro em sentido estrito, a mobilização da poupança ocorre diretamente do sujeito superavitário – que possui recursos de sobra – para o agente deficitário – que necessita desses recursos.

Também diversamente do que ocorre no mercado financeiro em sentido estrito, no mercado de capitais as instituições financeiras apresentam-se como meros intervenientes na operação, mas não como intermediários de crédito<sup>178</sup>. Assim, quando uma companhia promove a emissão pública de ações, o investidor adquire os títulos diretamente da sociedade, malgrado seja obrigatória a participação de uma instituição financeira na operação<sup>179</sup>.

A despeito dessa relação jurídica direta entre os sujeitos superavitários e deficitários, o mercado de capitais desenvolvido se caracteriza pela impessoalidade das negociações. As operações são celebradas, em regra, entre agentes que não se conhecem, dentro de um ambiente de

---

<sup>178</sup> MOSQUERA, Roberto Queiroga. Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais. In: MOSQUERA, Roberto Queiroga (coord.). *Aspectos atuais do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999. p. 260.

<sup>179</sup> Conforme Otavio Yazbek, “também para este tipo de mercado são criadas estruturas de intermediação, tanto para as movimentações financeiras quanto para permitir a aproximação eficiente entre os agentes interessados. Neste caso, porém, os intermediários são meros intervenientes (e não mais contrapartes), prestando serviços de aproximação, de representação ou de liquidação de operações para seus clientes, as partes reais” (*Op. cit.* p. 126).

ampla participação de interessados, informado pelas condições de oferta e procura dos títulos oferecidos. A regulamentação segura dessas operações é pressuposto imprescindível para o regular funcionamento do mercado de capitais que, por ser “um mercado extremamente sensível à confiança do público quanto ao seu correto e fidedigno funcionamento, requer um quadro de boa conduta legal, ética e comercial da parte de suas instituições e agentes, além de uma oferta ampla, precisa e atualizada de informações”<sup>180</sup>.

É certo que o mercado de capitais envolve atividades eminentemente privadas, mas, dada sua enorme relevância para os participantes e para a economia como um todo, a regulação estatal se mostra imperativa, ao lado da autorregulação oriunda das próprias entidades organizadoras do mercado<sup>181</sup>. O contexto, o significado, as finalidades e as características dessa regulação são examinados a seguir.

## **2.2. REGULAÇÃO DA ATIVIDADE ECONÔMICA**

A regulação do mercado de capitais está inserida num contexto mais amplo de redefinição do papel do Estado, que, atuando por meio de entidades especializadas, preferencialmente estabelece regras gerais, supervisiona as atividades dos particulares e aplica sanções em caso de descumprimento. Em síntese, o Estado assume, cada vez mais, feição regulatória.

### **2.2.1. O Estado Regulador**

O Estado de modelo liberal tinha um campo de atuação limitado a áreas consideradas essenciais para garantir aos cidadãos uma convivência pacífica, livre e segura – bem como igualitária, ao menos do ponto de vista jurídico. Basicamente, as funções estatais se restringiam a garantir a liberdade, a segurança e a propriedade dos particulares.

---

<sup>180</sup> MELLO, Pedro Carvalho de. Mercado de capitais e desenvolvimento econômico. In: *Introdução ao mercado de capitais*. CASTRO, Helio O. Portocarrero (org.). Rio de Janeiro: IBMEC, 1979. p. 30.

<sup>181</sup> De acordo com Ary Oswaldo Mattos Filho, “temos, de um lado, que a função dos valores mobiliários é financiar de forma pulverizada os investimentos privados; de outro lado, é função do Estado regerar este relacionamento obrigacional, buscando que seja equitativo. O Direito dos Valores Mobiliários, como consequência, conta, ou busca contar, com o regramento estatal tendente a dar as condições de equidade nas transações ocorridas no mercado de valores mobiliários, o qual se compõe de investidores e ofertantes de valores mobiliários, agentes de intermediação e de negociação” (*Op. cit.* p. 25).

Com o advento do chamado Estado Social, a partir do início do século XX, são assumidas pelo Estado obrigações de caráter positivo, voltadas a propiciar a todos um patamar mínimo de dignidade e a promover, em certa medida, a igualdade material. Essas obrigações prestacionais foram incorporadas aos textos constitucionais dos diversos países ocidentais, em alguns casos de forma bastante generosa. A Constituição brasileira, por exemplo, garante direitos completamente estranhos ao modelo liberal, tais como os direitos à educação, à saúde, à alimentação, ao trabalho, à moradia e ao lazer (artigo 6º).

Por outro lado, ainda no Estado Social, houve um grande incremento na intervenção estatal na economia, antes deixada à livre atuação dos particulares, sob o principal argumento de correção de falhas de mercado próprias do regime capitalista. Exemplo marcante da intervenção estatal na seara privada temos na legislação antitruste, que, nos termos do artigo 173, 4º, da Constituição brasileira, deve reprimir o abuso do poder econômico que vise à dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros.

No modelo social, portanto, não apenas o Estado passa a atuar, diretamente ou através de entidades públicas criadas especificamente para esse fim, em áreas anteriormente reservadas à iniciativa privada, como procura, também, intervir em setores que continuaram, como antes, a ser de domínio dos particulares.

O setor que o Estado toma para si, fazendo sobre ele recair sua titularidade, é o dos serviços públicos (em sentido amplo), ao passo que a área (que continua sendo) de atuação dos particulares, embora submetida à intervenção estatal, é a da atividade econômica (em sentido estrito)<sup>182</sup>.

Por outro lado, o mundo se tornou mais complexo, demandando que o Estado buscasse acompanhar as transformações ocorridas para poder continuar a desempenhar as funções que assumiu. Tantas, tão distintas e tão peculiares são as tarefas das quais se incumbiu o Estado que seu cumprimento direto se tornou virtualmente impossível, especialmente em razão do seu custo econômico e da sua complexidade técnica.

Para se desonerar de suas atribuições, o Estado passou a repassá-las aos particulares, reservando a si uma tarefa de regulamentação, fiscalização e supervisão. Em outras palavras, o Estado passa a intervir indiretamente sobre a conduta de agentes privados, de forma permanente e

---

<sup>182</sup> Sobre a diferenciação entre atividade econômica em sentido estrito e serviços públicos, cf. GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 1998. pp. 121 e seguintes.

sistemática, com os objetivos de implementar, através deles, as políticas públicas estabelecidas ou de apenas atenuar as falhas de mercado.

Daí advém a proposição de que o Estado Social veio a se tornar um “Estado Regulador”<sup>183</sup>. Nesse novo modelo organizacional, o Estado transfere à iniciativa privada especialmente atividades de caráter econômico antes por ele exercidas, mantendo para si a competência regulatória<sup>184</sup>. Essa atuação estatal não possui caráter meramente estático, não se bastando com a formulação de regras gerais, mas exigindo, ademais, a efetiva fiscalização de cumprimento dos comandos normativos<sup>185</sup>.

Frise-se, ademais, que a função regulatória estatal passa a ser exercida de modo amplo, não se restringindo apenas àquelas esferas que o Estado assumiu como de sua atribuição e cujo exercício ou (mesmo) titularidade, posteriormente, devido aos custos e à complexidade do objeto regulado, transferiu aos particulares<sup>186</sup>. Em outras palavras, o Estado passou a utilizar instrumentos semelhantes – criação de entidades com personalidade jurídica própria e corpo técnico especializado (agências reguladoras), estabelecimento de normas específicas regentes da atividade, previsão de procedimentos e órgãos administrativos determinados para a resolução dos conflitos e aplicação de sanções etc. – para regular tanto as atividades anteriormente prestadas pelo próprio Estado (serviços públicos) como as atividades tipicamente particulares (atividade econômica em sentido estrito)<sup>187</sup>.

### **2.2.2. Regulação: conceito, objeto, estrutura e finalidades**

Não há na literatura, jurídica ou econômica, definição unívoca do termo *regulação*. De toda sorte, em qualquer análise do fenômeno se salienta, com maior ou menor destaque, a característica

---

<sup>183</sup> Cf., a respeito desse modelo de Estado, MAJONE, Giandomenico; LA SPINA, Antonio. *Lo Stato regolatore*. Bologna: Il Mulino, 2000; RIVERA ORTEGA, Ricardo. *El Estado vigilante*. Madrid: Tecnos, 1999.

<sup>184</sup> JUSTEN FILHO, Marçal. *Curso de direito administrativo*. São Paulo: Saraiva, 2005. p. 447.

<sup>185</sup> MAJONE, Giandomenico; LA SPINA, Antonio. *Op. cit.* p. 28.

<sup>186</sup> Nas palavras de J. J. Gomes Canotilho, “a razão desta mudança quanto à responsabilidade estatal pela regulação de interesses econômicos de interesse geral não assenta apenas em premissas ideológicas (‘menos Estado, melhor Estado’, ‘auto-regulação da economia contra planificação estatal’, ‘concorrência econômica como expressão de liberdade’), mas na verificação de que a prossecução de muitas tarefas outrora inseridas no ‘núcleo duro’ de tarefas do Estado (serviços essenciais, investigação, emprego) faz apelo a recursos financeiros, saberes, competências, experiências técnicas e profissionais que se encontram fora do aparelho do Estado” (*Direito constitucional e teoria da Constituição*. 7. ed. Coimbra: Almedina, 2003. p. 352).

<sup>187</sup> Conforme Calixto Salomão Filho, “na verdade, o Estado está ordenando ou regulando a atividade econômica tanto quando concede ao particular a prestação de serviços públicos e regula sua utilização – impondo preços, quantidade produzida etc. – como quando edita regras no exercício do poder de polícia” (*Regulação da atividade econômica: princípios e fundamentos jurídicos*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2008. p. 21).

da utilização de instrumentos legais para a implementação de determinados objetivos de política econômica ou social<sup>188</sup>. Regular significa, portanto, impor limites jurídicos, mais ou menos rígidos, à atuação dos agentes privados em determinado setor econômico ou social.

Apenas o estabelecimento normativo desses limites é, contudo, insuficiente. Para que se mostre eficaz, a regulação exige, outrossim, uma constante fiscalização sobre o efetivo cumprimento das normas postas e, se necessário, a aplicação de medidas coercitivas destinadas a forçar os destinatários a obedecê-las. A regulação compreende, por conseguinte, a atividade *normativa*, caracterizada pela elaboração de normas legais ou regulamentares, a atividade *fiscalizatória*, que abrange o eventual registro das entidades atuantes no setor regulado e a supervisão e fiscalização das suas atividades para verificação do cumprimento das referidas normas, e a atividade *sancionadora*, que se refere à aplicação, quando cabível, de penalidades administrativas<sup>189</sup>. Vale repisar que a atividade sancionadora – desde que, evidentemente, prevista na lei – é inerente à regulação, a fim de garantir a sua efetividade<sup>190</sup>.

Para o exercício dessas funções regulatórias, notadamente quando o objeto regulado possui características técnicas complexas, o Estado costuma se valer de entes criados especificamente para esse objetivo, as chamadas agências reguladoras<sup>191</sup>.

---

<sup>188</sup> Cf., por exemplo, EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.* p. 15; CARVALHO, Tomás Lima de. A regulação do mercado financeiro e a necessária intervenção estatal na autonomia privada. *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*. São Paulo, RT, vol. 52, abr.-2011. p. 49; SEIXAS, Luiz Felipe Monteiro. A regulação do mercado de capitais no âmbito internacional. *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*. São Paulo, RT, vol. 54, out.-2011. p. 100.

<sup>189</sup> “Cabe ao regulador estabelecer regras pertinentes ao setor regulado, implantá-las, e por fim, garantir que sejam respeitadas ou, se violadas, punir os responsáveis” (SZTAJN, Rachel; SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Regulação e concorrência no sistema financeiro. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: RT, ano XL, n. 123, jul.-set. 2001. p. 49).

<sup>190</sup> Nas palavras de Jorge de Figueiredo Dias e Manuel da Costa Andrade, “a supervisão, traduzida na necessidade de controlar e fiscalizar com carácter preventivo e repressivo as irregularidades cometidas pelas entidades supervisionadas, tem de abranger, para que possa ser efectivada, a possibilidade destes ilícitos administrativos serem sancionados pela entidade reguladora, como forma de garantir a eficácia dessa supervisão” (Poderes de supervisão, direito ao silêncio e provas proibidas. In: DIAS, Jorge de Figueiredo; ANDRADE, Manuel da Costa; PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *Supervisão, direito ao silêncio e legalidade da prova*. Coimbra: Almedina, 2009. p. 25).

<sup>191</sup> Na síntese de Arnoldo Wald, “na sua recente evolução, o Estado deixou de ser o operador de vários serviços públicos, passando a exercer tão somente a regulação e fiscalização dos mesmos, por intermédio das agências reguladoras. Trata-se de entidades que inexistiam em nosso direito e foram criadas inspirando-se na prática norte-americana, que lhes atribui competência ampla, abrangendo também poderes normativos quase legislativos e funções quase judiciais. O conjunto das normas emanadas das agências constitui um ramo novo, que se destaca do direito administrativo e cuja função consiste em regular uma área econômica em relação à qual existe um relevante interesse público” (O direito da regulação monetária e bancária. *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*. São Paulo, RT, v. 28, n. 17, jul.-2002. p. 20). No mesmo sentido, cf. OLIVEIRA, Fernando A. Albino de. *Poder regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários*. Tese (Doutoramento). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 1989. p. 162.

A regulação jurídica de qualquer setor econômico ou social pode ser examinada do ponto de vista de seu objeto, de sua estrutura e de sua finalidade. No que diz respeito ao objeto, verifica-se *o que* é regulado, qual o âmbito da vida que se pretende regular; no que tange à estrutura, trata-se de saber *como* se regula, através de que meios se efetiva tal regulação; no que se refere à finalidade, examina-se *para que* se regula, quais são os objetivos da regulação.

O *objeto* da regulação é sempre uma determinada atividade da vida humana. O Direito, como instrumento de linguagem voltado a reger condutas humanas, não pode pretender estabelecer regras de impossível cumprimento ou a serem seguidas pela natureza. Somente o comportamento humano pode ser objeto de regras jurídicas. Essas regras jurídicas recairão sobre um determinado âmbito social ou econômico caracterizado por especial interesse público.

No que tange no aspecto *estrutural*, a regulação é necessariamente levada a cabo, de início, através de normas jurídicas, assim entendidos os dispositivos de caráter geral e abstrato que disciplinam tal atividade. Embora a regulação não se resuma à edição de normas regentes de uma determinada atividade, é impensável a regulação sem o exercício dessa produção normativa.

Tais normas não são necessariamente produzidas pelo Estado. A partir da Constituição são atribuídas competências ou reconhecidos espaços de livre disposição dos quais pode resultar, dentro de determinados limites, a edição de normas jurídicas pelos próprios agentes privados que atuam no âmbito regulado. As normas editadas por agentes para regulamentar as suas próprias atividades constituem a essência da autorregulação, examinada adiante.

A aplicação das normas de regulação compete, num primeiro plano, ao próprio Estado ou a entidades públicas especializadas. Num segundo plano, o cumprimento das normas editadas pelos agentes participantes do mercado é fiscalizado por entidades constituídas por eles próprios para essa finalidade.

Por fim, ao se aludir às *finalidades* da regulação, trata-se de saber quais os fins almejados. Não há regulação legítima fundada em arbítrio ou diletantismo. Devem-se definir quais são os objetivos que se pretende atingir por meio da regulação. Não é discricionária a escolha de tais objetivos: é no próprio sistema jurídico que eles devem ser colhidos. Assim, por exemplo, a regulação de um determinado serviço público deve ter por objetivos, entre outros, garantir os direitos dos usuários e a obrigação de manter serviço adequado (Constituição, artigo 175, p. único, incisos II e IV).

### 2.3. REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

É nesse contexto, de regulação da atividade econômica, que deve ser examinada a regulação desse setor econômico específico que é o mercado de capitais. Em verdade, a regulação do mercado de capitais se apresenta como uma das primeiras manifestações do fenômeno da regulação nos moldes que, em larga medida, expandiram-se para outros setores econômicos.

O desenvolvimento da complexidade desse mercado e o exponencial aumento de estudos sobre o tema – especialmente dos pontos de vista jurídico e econômico – suscitam grandes controvérsias sobre os benefícios e os custos da regulação. Em geral, não se nega a necessidade da existência de alguma regulação, divergindo os estudiosos acerca do seu ponto ótimo, a partir do qual o excesso regulatório traria mais custos do que benefícios<sup>192</sup>.

Tais polêmicas não serão aqui analisadas<sup>193</sup>. Para os fins desta tese, interessa especificamente a regulação voltada a reprimir práticas que atentam contra o funcionamento íntegro, regular e confiável do mercado. Nessa senda, o exame que se procede a seguir tem por foco, além das noções fundamentais da regulação, as questões regulatórias que, direta ou indiretamente, circundam o fenômeno da manipulação do mercado.

#### 2.3.1. Origem e objeto

A regulação começou a se tornar mais rigorosa no mercado de capitais, num formato em termos gerais adotado até hoje, na década de 30 do século passado, como uma resposta do Congresso dos EUA à Grande Depressão que se seguiu ao colapso da Bolsa de Nova Iorque, em 1929.

---

<sup>192</sup> O *quantum* de regulação se comporta no tempo como uma curva senoidal (*sine curve*): a hiper-regulação costuma aparecer ao período posterior à ocorrência de sérias crises, ao passo que, no lado oposto, a desregulação surge como efeito posterior a um *boom* econômico. Por isso, era previsível um processo de reforço da regulação após a crise de 2008. Cf. COFFEE JR., John C. Systemic risk after Dodd-Frank: contingent capital and the need for regulatory strategies beyond oversight. *Columbia law review*. New York: New York: Columbia Law School, v. 111, n. 4, mai. 2011. pp. 818-822. O mesmo endurecimento regulatório pós-crise já se verificara, no fim do século passado, após as fraudes constatadas em companhias gigantes, como Enron, WorldCom, Tyco e Qwest, que deram ensejo, nos EUA, ao *Sarbanes-Oxley Act* (2002), no Reino Unido, ao *Financial Services and Market Act* (2000), e, na União Europeia, à Diretiva sobre Abuso de Mercado (2003).

<sup>193</sup> O entendimento mais defendido atualmente “não mais presume que a regulação seja perfeita, porém, assumindo que existem falhas no mercado, vê a regulação como seu melhor antídoto, que, entretanto, não deve remanescer caso os custos dela decorrentes excedam os benefícios que possibilita” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.* p. 19).

O *Securities Act*, de 1933, especialmente preocupado com a regulação das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, deu início a um processo de aprovação de uma sequência de leis federais reguladoras do mercado de capitais<sup>194</sup>.

Logo em seguida, em 1934, foi editado o *Securities Exchange Act*, especialmente voltado ao mercado secundário. Sua Seção 2 é dedicada especificamente às razões que justificam a necessidade de regulação desse mercado. Este dispositivo menciona que as transações realizadas com valores mobiliários nas bolsas de valores e nos mercados de balcão possuem “interesse público nacional”. Assevera-se – na Seção 2(3) – que frequentemente os preços dos títulos nesses mercados são “susceptíveis de manipulação e controle” e a divulgação desses preços gera especulação excessiva, resultando em abruptas e desarrazoadas flutuações, as quais (a) causam expansão ou contração desarrazoada do volume de crédito disponível para comércio, transporte ou indústria no comércio interestadual; (b) impedem a correta avaliação dos valores dos títulos, impedindo o cálculo correto dos impostos incidentes sobre as negociações; e (c) impedem a correta avaliação das garantias concedidas em empréstimos bancários e obstruem a operação eficaz do sistema bancário e do sistema tributário nacionais<sup>195</sup>.

A partir dessa iniciativa norte-americana, a necessidade de mais extensa regulação do mercado de capitais se difundiu mundo afora – inclusive, conquanto tardiamente, no Brasil.

As bases da regulação sistêmica do nosso mercado financeiro, em sentido amplo, foram lançadas com o advento da Lei nº 4.595/1964, que instituiu normativamente o sistema financeiro nacional, conferindo supremacia ao Conselho Monetário Nacional (CMN) como “órgão regulador de cúpula” e atribuindo ao Banco Central do Brasil (BC) a função de “regulador de segundo nível” e executor da política determinada pelo CMN<sup>196</sup>.

---

<sup>194</sup> Essa lei, porém, “não nasceu adulta da testa do Zeus *New Deal*”, mas seguiu uma geração de regulamentações estaduais (as chamadas *blue sky laws*) e muitos séculos de legislação inglesa. Cf. LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. *Fundamentals of securities regulation*. 6. ed. Wolters Kluwer: New York, v. 1, 2011. p. 1.

<sup>195</sup> Tradução nossa e adaptada da Seção 2(3) do *Securities Exchange Act*, que assim estabelece: *Necessity for regulation as provided in this title. Sec. 2. [...] (3) Frequently the prices of securities on such exchanges and markets are susceptible to manipulation and control, and the dissemination of such prices gives rise to excessive speculation, resulting in sudden and unreasonable fluctuations in the prices of securities which (a) cause alternately unreasonable expansion and unreasonable contraction of the volume of credit available for trade, transportation, and industry in interstate commerce, (b) hinder the proper appraisal of the value of securities and thus prevent a fair calculation of taxes owing to the United States and to the several States by owners, buyers, and sellers of securities, and (c) prevent the fair valuation of collateral for bank loans and/or obstruct the effective operation of the national banking system and Federal Reserve System.*

<sup>196</sup> VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Considerações sobre o sistema financeiro. Crises. Regulação e re-regulação. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: RT, ano XLVII, n. 149-150, jan.-dez. 2008. p. 17.



Equivalente distribuição de funções foi estabelecida, no ano seguinte, quanto ao mercado de capitais. Com efeito, a Lei nº 4.728/1965 dispôs, logo em seu artigo 1º, que “os mercados financeiro e de capitais serão disciplinados pelo Conselho Monetário Nacional e fiscalizados pelo Banco Central da República do Brasil”. Segundo Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira – autores do anteprojeto da referida lei – as principais providências trazidas pela lei eram, entre outras, a definição de um quadro institucional que induzisse à criação de sistema de distribuição de títulos nos mercados de capitais, a criação de condições para a formação de mercados de obrigações privadas a médio e longo prazos, e a “regulamentação e policiamento das operações nos mercados de capitais segundo o modelo que havia sido adotado nos Estados Unidos na década de 1930, com a criação da ‘Securities and Exchange Commission’”<sup>197</sup>.

O mercado de capitais brasileiro começou a efetivamente atrair investidores em razão de uma política de incentivos fiscais efetivada pelo Decreto-lei nº 157/1967<sup>198</sup>. No final da década de 1960 e início da década de 1970, momento conhecido como milagre econômico brasileiro, o mercado estava em expansão; mas a elevação dos índices de inflação e o choque dos preços do petróleo em 1973 levaram os investidores a diminuir suas posições no mercado acionário, reativando a tendência das empresas de operarem com endividamento ao invés de capital próprio<sup>199</sup>.

A necessidade de desenvolvimento do mercado, acompanhado do estabelecimento de uma estrutura institucional forte, conduziu, em 1976, através da Lei nº 6.385, à criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que substituiu o Banco Central na divisão de tarefas no mercado de capitais<sup>200</sup>. A competência do CMN foi mantida, mas apenas para o estabelecimento da política geral do mercado de capitais – a regulamentação detalhada passou a competir à CVM<sup>201</sup>.

<sup>197</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 131.

<sup>198</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo; PRADO, Viviane Muller. Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro. In: LIMA, Maria Lúcia de Pádua (coord.). *Agenda contemporânea. Direito e economia. 30 anos de Brasil.* São Paulo: Saraiva, 2012, t. 2 (Série GVlaw). p. 205.

<sup>199</sup> RULLO, Carmine. Mercados financeiro e de capitais: investimentos em renda variável. In: SANTI, Eurico Marcos Diniz de; CANADO, Vanessa Rahal (coord.). *Tributação dos mercados financeiro e de capitais e dos investimentos internacionais.* São Paulo: Saraiva, 2011. (Série GVlaw). pp. 63-64.

<sup>200</sup> Muito pouco restou ao Banco Central nesse âmbito, apesar de o § 1º do art. 3º da Lei nº 6.385/1976 estabelecer que “ressalvado o disposto nesta Lei, a fiscalização do mercado financeiro e de capitais continuará a ser exercida, nos termos da legislação em vigor, pelo Banco Central do Brasil”.

<sup>201</sup> A Lei nº 6.385/1976 veio a lume no mesmo ano da edição da então nova Lei das S.A. (Lei nº 6.404/1976), ambas voltadas a estimular a independência do setor produtivo dos empréstimos bancários, em favor da obtenção de recursos por meio do mercado de valores mobiliários.

Há, desde então, essencialmente dois entes estatais com funções regulatórias atuantes diretamente no mercado de capitais.

O primeiro deles é o Conselho Monetário Nacional, com competência para o estabelecimento de normas regulatórias de caráter mais geral. Ao Conselho Monetário Nacional compete, entre outras atribuições, definir a política a ser observada na organização e no funcionamento do mercado de valores mobiliários; regular a utilização do crédito nesse mercado; fixar a orientação geral a ser observada pela Comissão de Valores Mobiliários no exercício de suas atribuições; definir as atividades da Comissão de Valores Mobiliários que devem ser exercidas em coordenação com o Banco Central do Brasil; e aprovar o quadro e o regulamento de pessoal da Comissão de Valores Mobiliários, bem como fixar a retribuição do presidente, diretores, ocupantes de funções de confiança e demais servidores (art. 3º da Lei nº 6.385/1976).

Mas a principal entidade reguladora do mercado de capitais é a Comissão de Valores Mobiliários. Sua inspiração declarada é a *Securities and Exchange Commission* (SEC), criada nos EUA em 1934 como agência federal independente voltada à regulamentação do mercado de capitais. A SEC, aliás, inspirou a criação de agências equivalentes em diversos países, como a *Commission des Opérations de Bourse* (COB) na França, a *Commissione Nazionale per Società i Borsa* (Consob) na Itália e a *Comisión Nacional de Valores* (CNV) na Argentina<sup>202</sup>.

O *objeto* da regulação de que aqui tratamos é o mercado de capitais, incluídos no conceito tanto o mercado primário – colocação inicial dos valores mobiliários à negociação pela companhia – quanto o mercado secundário – onde os investidores que adquiriram esses títulos podem revendê-los a outros investidores ou à própria companhia emissora.

As normas jurídicas regulatórias do mercado de capitais, portanto, disciplinam toda a vida dos valores mobiliários, desde o seu nascimento – ocorrido com sua emissão –, passando pelo seu desenvolvimento – através da contínua negociação a que está destinado no mercado secundário –,

---

<sup>202</sup> SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Aspectos da competência do CMN e da CVM no mercado de valores mobiliários. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: RT, v. 36, n. 108, out.-dez. 1997. p. 107. Também podem ser citadas, entre outras, a *Comisión Nacional Bancaria y de Valores* (México), a *Superintendencia de Valores y Seguros* (Chile), a *Comisión Nacional de Valores* (Venezuela), a *Superintendencia del Mercado de Valores* (Peru), a *Commission Bancaire et Financière* (Bélgica), a *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (Espanha), a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (Portugal), a *Federal Commission for the Securities Market of the Russian Federation* (Rússia), a *Securities and Exchange Board of India* (Índia), a *Israel Securities Authority* (Israel), a *China Securities Regulatory Commission* (China), a *Financial Services Agency* (Japão) e a *Australian Securities and Investment Commission* (Austrália).

até a sua eventual extinção – com o fechamento de capital ou a recompra dos títulos pela própria companhia.

Tais regras se dividem, basicamente, em duas espécies: (a) aquelas que determinam os pressupostos de acesso e de permanência dos participantes no mercado (emissores, intermediários, entidades administradoras de mercados organizados, gestores de recursos etc.) e (b) aquelas que regulam as condutas destes participantes no mercado<sup>203</sup>.

Dentre as regras de conduta, destacam-se aquelas referentes à proibição da manipulação do mercado<sup>204</sup>.

### 2.3.2. Finalidades

A respeito das *finalidades* da regulação do mercado de capitais, desde logo importa dizer que não estão sujeitas à ampla discricionariedade do legislador. O mercado de capitais, como exposto no item 1.1. deste Capítulo, representa um setor do sistema financeiro nacional. Este, de acordo com norma constitucional (art. 192), deve ser “estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade”.

Assim sendo, a regulação do mercado de capitais não pode deixar de ser voltada para o desenvolvimento econômico do país e outros interesses públicos. Com isso, a própria Constituição indica uma inclinação pela chamada Escola do Interesse Público<sup>205</sup> – que defende uma regulação voltada primordialmente para o crescimento econômico –, em desfavor da Escola Neoclássica, que propugna uma regulação direcionada unicamente à correção de falhas de mercado.

Não obstante, como assevera Calixto Salomão Filho, as finalidades não são excludentes, sendo necessária uma regulação que garanta uma integração equilibrada entre os participantes do

---

<sup>203</sup> PITTA, André Grünspun. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 52.

<sup>204</sup> A *International Organization of Securities Commission* (IOSCO), órgão internacional que congrega as autoridades reguladoras do mercado de capitais de diversos países, reconhece a necessidade destas regras tanto para a proteção de investidores – ao estatuir que “*investors should be protected from misleading, manipulative or fraudulent practices*” – como para a garantia de mercados justos, eficientes e transparentes – ao prever que “*regulation should detect, deter and penalize market manipulation and other unfair trading practices*”. *Objectives and principles of securities regulation*. 2003. pp. 5-6. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>. Acesso em: 30 dez. 2016.

<sup>205</sup> Segundo Calixto Salomão Filho, “a escolha da denominação ‘Escola do Interesse Público’ é proposital. Ela evidencia o fato de que a justificativa para a regulação, entendida no sentido amplo supradescrito, nada tem a ver com a preservação do mercado. O objetivo é primordialmente a busca do bem público, definido de diversas formas” (*Op. cit.* p. 23).

mercado, para coibir as falhas estruturais do seu funcionamento, e os interesses públicos relacionados<sup>206</sup>.

A principal finalidade da regulação no mercado de capitais se encontra exatamente na confluência das propostas destas linhas de pensamento. Trata-se da viabilização do mercado como mecanismo de financiamento da atividade produtiva, através da captação e alocação de recursos superavitários para os projetos mais eficientes de investimento. Essa finalidade é a razão de ser do mercado, de modo que seu desempenho eficaz, por um lado, atende ao objetivo de eliminação de falhas estruturais, bem como, por outro, consiste na maior contribuição que o mercado de capitais pode oferecer ao desenvolvimento da economia como um todo.

Na literatura, costumam ser apontadas diversas finalidades regulatórias<sup>207</sup>. Todas elas, no entanto, afiguram-se como instrumentais em relação ao referido objetivo de alocação eficiente dos recursos para a atividade produtiva<sup>208</sup>. Vejamos quais são, portanto, essas finalidades instrumentais, que, no direito brasileiro, estão elencadas fundamentalmente no artigo 4º da Lei nº 6.385/1976.

Invariavelmente se alude, como finalidade regulatória, à proteção dos investidores (artigo 4º, IV, da Lei nº 6.385/1976). Para se ter uma ideia da relevância do mercado de capitais para a poupança popular, basta mencionar que nos EUA, que possuem o mercado mais desenvolvido do mundo, aproximadamente metade das famílias detém, diretamente ou através de fundos de investimento, valores mobiliários<sup>209</sup>. A ausência de regulação do mercado deixaria desprotegido, suscetível a práticas ilícitas, esse montante imenso de recursos, como se constatou especialmente na crise de 1929.

Também se aponta a contenção do risco sistêmico como uma das finalidades da regulação<sup>210</sup>. A crise de 2008 deixou clara a conexão existente não apenas entre as instituições

---

<sup>206</sup> *Op. cit.* pp. 36-37.

<sup>207</sup> Para uma explanação acerca dos objetivos da regulação do mercado de capitais, cf. COFFEE JR., John C.; SALE, Hillary A.; HENDERSON, M. Todd. *Op. cit.* pp. 4-12.

<sup>208</sup> Para André Grünspun Pitta, servir, “de modo eficiente, como ferramenta de direcionamento do fluxo dos recursos disponíveis em determinada economia ao financiamento da atividade produtiva, promovendo o crescimento econômico” é o objetivo primordial da regulação, sendo os demais “objetivos imediatos (ou instrumentais)” (*Op. cit.* pp. 49-52).

<sup>209</sup> Cf. COFFEE JR., John C.; SALE, Hillary A.; HENDERSON, M. Todd. *Op. cit.* p. 5.

<sup>210</sup> IOSCO. *Objectives and principles of securities regulation*. 2003. pp. 6-7. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>. Acesso em: 05 jan. 2017.

financeiras, mas entre o mercado de capitais e os demais setores do mercado financeiro e entre estes e a economia como um todo<sup>211</sup>.

A regulação é necessária, por outro lado, para estabelecer a obrigatoriedade de publicação de informações padronizadas para atender às necessidades informacionais dos investidores (artigo 4º, VI, da Lei nº 6.385/1976)<sup>212</sup>. Nos mercados de valores mobiliários – diferentemente do que se passa na maioria das transações, em que o comprador pode avaliar ou mesmo testar a mercadoria antes de fechar o negócio –, o típico adquirente do título não tem meios de examinar com profundidade a companhia emissora. Por isso, ao adquirente deve ser garantido acesso a informações consideradas essenciais sobre o ativo, para que esteja em condições de tomar uma decisão racional de investimento<sup>213</sup>. Até porque, caso não haja regulação a demandar a publicação das informações, as companhias podem não se sentir incentivadas a fornecê-las – porquanto, por exemplo, informações negativas sobre os resultados financeiros podem levar os investidores a alienar suas ações<sup>214</sup>.

O mercado de capitais é, em regra, um mercado de renda variável, de modo que a remuneração não pode ser dimensionada no momento da aplicação, já que não é estabelecido um percentual fixo de ganhos sobre o investimento realizado<sup>215</sup>. Além disso, os investidores não possuem controle permanente sobre as atividades da companhia, podendo acompanhar o desenvolvimento das atividades sociais, em regra, apenas através das informações que lhe são repassadas.

Por isso é essencial a confiabilidade das informações internas que são repassadas aos investidores sobre todos os aspectos que possam influenciar o seu investimento, tais como a saúde financeira da companhia, a previsão de resultados futuros, o mercado em que opera e os concorrentes que dele participam, as contingências que possam comprometer os resultados e a competência dos administradores. Daí que o regime de divulgação de informações (*disclosure*) seja muito mais rígido do que aquele aplicável a companhias fechadas<sup>216</sup>.

---

<sup>211</sup> As instituições financeiras seriam, como restou comum afirmar, “interconectadas demais para quebrar” (*too interconnected to fail*). Cf. COFFEE JR., John C.; SALE, Hillary A.; HENDERSON, M. Todd. *Op. cit.* p. 6.

<sup>212</sup> Sobre essa finalidade, cf., por todos, PITTA, André Grünspun. *Op. cit., passim*.

<sup>213</sup> COFFEE JR., John C.; SALE, Hillary A.; HENDERSON, M. Todd. *Op. cit.* p. 7.

<sup>214</sup> *Idem, ibidem*. pp. 8-9.

<sup>215</sup> O mercado financeiro em sentido estrito é baseado em investimentos de renda fixa, ao passo que o mercado de capitais se compõe preponderantemente de investimentos em renda variável. Mas há também valores mobiliários que representam investimentos de renda fixa, como as debêntures.

<sup>216</sup> SZTAJN, Rachel. Regulação e o mercado de valores mobiliários. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, ano XLIII, n. 135, jul.-set. 2004. pp. 139-140.

Baseado nessas premissas, o § 4º do artigo 157 da Lei das S.A. (Lei nº 6.404/1976) estabelece o dever dos administradores da companhia aberta de “comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-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”. Os sujeitos que possuem acesso a essas informações privilegiadas são obrigados a divulgá-las ao mercado e, ademais, estão proibidos de utilizá-las, enquanto ainda não divulgadas, em proveito próprio ou de terceiros (§§ 4º e 5º do artigo 155 da Lei das S.A.). A negociação com valores mobiliários baseada em informação relevante não divulgada ao mercado, por detentores do dever de sigilo, caracteriza o delito de uso indevido de informação privilegiada (art. 27-D da Lei nº 6.385/1976).

De toda sorte, não apenas as informações internas (*inside information*) da companhia devem ser fidedignas. As operações no mercado de capitais ocorrem através de sistemas de negociação eletrônicos que registram as ofertas de venda e as propostas de compra, o efetivo fechamento de contratos, a variação dos preços dos ativos etc. Essas informações, que são públicas, devem ser confiáveis, a fim de permitir ao investidor definir o preço que lhe parece justo do ativo e avaliar o risco das operações, de forma a poder estabelecer com racionalidade suas estratégias de atuação.

Rachel Sztajn destaca, entre as características dos valores mobiliários, que tais títulos são emitidos sem limites quantitativos, pois representam participação em empreendimento; podem ser utilizados como instrumento de troca, quando negociados no mercado secundário; e, especialmente, são de precificação extremamente complexa, “o que torna fácil que pessoas inescrupulosas se aproveitem da boa-fé, da ingenuidade dos investidores, obtendo vantagens”<sup>217</sup>. Além disso, os avanços tecnológicos facilitaram a movimentação de recursos entre diferentes países, o que reforça a necessidade de normas regulatórias adequadas para garantir a confiança dos investidores, a fim de permitir que o mercado nacional seja competitivo face aos demais<sup>218</sup>.

A confiança nesse âmbito apresenta-se com elevado grau de exigência. Essas características peculiares do mercado de capitais impõem a necessidade de uma proteção diferenciada, mostrando-se insuficientes as regras ordinárias de prevenção de fraudes<sup>219</sup>.

---

<sup>217</sup> *Op. cit.* p. 141.

<sup>218</sup> *Idem, ibidem.*

<sup>219</sup> “Ora, se o objetivo é que o mercado de valores mobiliários atraia grande número de pessoas, que promova a dispersão da base de investidores, tendo presente que o número de tomadores é consideravelmente menor, evidente

O fomento da eficiência na alocação do capital é sempre citado, também, como razão para a regulação do mercado<sup>220</sup>. Nesse sentido, de acordo com a nossa legislação, a regulação deve buscar promover e assegurar “o funcionamento eficiente e regular dos mercados” de bolsa e de balcão (artigo 4º, II e III, da Lei nº 6.385/1976). Para permitir a alocação de modo eficiente do capital investido no mercado, é preciso garantir a acuidade dos preços de negociação dos valores mobiliários, isto é, prever mecanismos que contribuam para que estes reflitam o valor intrínseco dos títulos. Um mercado de capitais eficiente, da mesma forma, promove uma economia mais descentralizada e incentiva a inovação tecnológica<sup>221</sup>.

Essa finalidade da regulação, que será mais profundamente explorada adiante, encontra-se no coração da necessidade de prevenção e repressão das práticas que alterem, de modo artificial, as condições de oferta e demanda e, conseqüentemente, a formação de preços dos títulos negociados. Não por outra razão, a Lei nº 6.385/1976 também prevê especificamente como objetivo da regulação “evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado” (artigo 4º, V).

Dada sua peculiar relevância para o desenvolvimento econômico e a impossibilidade de seu combate apenas através da proteção imediata do patrimônio dos investidores, é essa função regulatória que fundamentará a repressão penal da manipulação do mercado<sup>222</sup>.

### **2.3.3. Estruturas e atribuições das entidades reguladoras**

O mercado de capitais não é apenas regulado, mas também *autorregulado*, isto é, sujeito a regras estabelecidas pelos próprios agentes econômicos que o compõem. Há uma combinação de intervenção pública regulatória (heterorregulação) e autorregulação (privada).

Vejamos, separadamente, a estrutura e as atribuições da entidade responsável pela regulação do mercado de capitais, para, após, examinarmos as características da autorregulação.

---

que normas ordinárias que dispõem sobre fraude ou outros ilícitos nem sempre são adequadas para inibir práticas matreiras nem suficientes para induzir as honestas” (SZTAJN, Rachel. *Op. cit.* pp. 140-141).

<sup>220</sup> COFFEE JR., John C.; SALE, Hillary A.; HENDERSON, M. Todd. *Op. cit.* p. 8.

<sup>221</sup> *Idem, ibidem.* pp. 10-11.

<sup>222</sup> Cf. Capítulo 3.1 *infra*.

### 2.3.3.1. A Comissão de Valores Mobiliários

Abstração feita a regras bastante gerais estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, a *regulação* do mercado de capitais brasileiro é levada a cabo pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), criada pela Lei nº 6.385/1976. Trata-se de autarquia federal em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, mas dotada de autoridade administrativa independente, sem subordinação hierárquica, com autonomia financeira e orçamentária, sendo garantidos mandato fixo e estabilidade a seus dirigentes (art. 5º)<sup>223</sup>. A Comissão é administrada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais, sendo os mandatos dos dirigentes da Comissão de cinco anos, vedada a recondução, devendo ser renovado a cada ano um quinto dos membros do Colegiado (art. 6º, *caput*, e §1º). Os mandatos são estáveis, sendo que os diretores da Comissão somente o perderão em virtude de renúncia, de condenação judicial transitada em julgado ou de processo administrativo disciplinar (art. 6º, §2º).

Essas características visam a estabelecer um elevado nível de autonomia e profissionalismo da diretoria da CVM, características de vital importância para a formação de entendimentos tecnicamente fundamentados que possam servir como orientação confiável para os agentes do mercado.

É da competência da CVM regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas na Lei nº 6.385/1976 (artigo 8º, inciso I).

A primeira das facetas da atividade regulatória da CVM é, portanto, a *normativa*, através da qual são especificadas as regras que disciplinam a emissão, a distribuição, a intermediação, a negociação e a custódia de valores mobiliários, a administração de carteiras, a auditoria das companhias abertas, a organização e o funcionamento das bolsas de valores, de mercadorias e futuros e, de modo geral, a atividade dos participantes do mercado. Os atos normativos da CVM são expedidos por seu órgão colegiado, formado pelo Presidente e os outros quatro Diretores (artigo 8º, II, do Decreto nº 6.382/2008).

---

<sup>223</sup> O *status* de autarquia em regime especial foi conferido à CVM pela Lei nº 10.411/2002. Trata-se da expressão legal comumente usada para se referir às doutrinariamente denominadas agências reguladoras.



A competência normativa das agências reguladoras justifica-se pela complexidade técnica e pela dinamicidade do setor regulado, características que demandam conhecimento especializado e rapidez nas alterações para acompanhamento do mercado. Tal competência, contudo, é por vezes criticada pela doutrina, sob o argumento de ofensa ao princípio da separação dos poderes. Em verdade, as normas que estabelecem as prerrogativas e as obrigações dos participantes do mercado devem continuar a ser estabelecidas em lei, embora o espaço deferido à regulação infralegal da CVM se mostre bastante mais alargado do que a tradicional atividade de regulamentação executiva<sup>224</sup>.

Daí que se distinga entre a mera *regulamentação* normativa, que tem por fim apenas dar fiel execução às leis, e a *regulação* normativa, a qual representa uma competência mais alargada, desde que coerente com o marco legal pertinente<sup>225</sup>. Exatamente um dos âmbitos apontados pela doutrina como exemplo de atuação regulatória normativa legítima da CVM, necessária à disciplina eficaz do mercado, encontra-se no preenchimento de conceitos com elevado grau de indeterminação utilizados pela Lei nº 6.385/1976, como condições artificiais de demanda, manipulação de preço, operações fraudulentas e práticas não equitativas (art. 18, II, “b”)<sup>226</sup>.

Também contida na atribuição regulatória, à CVM compete exercer função *fiscalizadora* permanente das atividades e dos serviços do mercado de valores mobiliários (artigo 8º, inciso III, da Lei nº 6.385/1976). A CVM atua como supervisora do mercado, seja preventivamente, detectando práticas que possam resultar em ilícitos no mercado antes que eles ocorram, ou apenas *a posteriori*, identificando e comprovando as condutas indevidas já materializadas.

Insere-se nessa atuação antecipada a prevenção de “situações anormais do mercado”, por meio de: suspensão da negociação de determinado valor mobiliário ou decreto de recesso de bolsa de valores; suspensão ou cancelamento de registros; divulgação de informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado; e proibição aos participantes do

---

<sup>224</sup> Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julya Sotto Mayor Wellisch sintetizam a exigência da legalidade na tipificação dos ilícitos administrativos no mercado de capitais afirmando que, nesse âmbito, a lei “deve sufragar a descrição da conduta em termos minimamente previsíveis, ainda que possa valer-se de termos juridicamente indeterminados ou da conhecida técnica das cláusulas gerais” (*Op. cit.* p. 79).

<sup>225</sup> Conforme Diogo de Figueiredo Moreira Neto, “está na atribuição de uma competência normativa reguladora a chave para operar em setores e matérias em que devem predominar as escolhas técnicas, distanciadas e isoladas das disputas partidárias e dos complexos debates congressuais...” (*Direito regulatório*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003. p. 117).

<sup>226</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.* p. 269.

mercado, sob cominação de multa, da prática de atos a serem especificados, considerados prejudiciais ao seu funcionamento regular (artigo 9º, §1º, da Lei nº 6.385/1976).

A atuação preventiva da CVM compreende, ainda, a atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor; as respostas às consultas ou aos critérios de orientação poderão, a critério da autarquia, serem divulgadas ou não (artigo 13 da Lei nº 6.385/1976).

Como última faceta da regulação, a atividade *sancionadora* da CVM está prevista, essencialmente, no artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, que lhe permite impor aos infratores das normas da referida lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as penalidades de advertência (inciso I); multa (inciso II); suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na própria CVM (inciso III); inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos referidos cargos (inciso IV); suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades ligadas ao mercado de capitais (inciso V); cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades ligadas ao mercado de capitais (inciso VI); proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM (inciso VII); e proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários (inciso VIII).

Para a aplicação de tais sanções a CVM deve instaurar processo administrativo (Lei nº 6.385/1976, artigo 9º, inciso V), que pode ser precedido de etapa investigativa (artigo 9º, §2º)<sup>227</sup>. Tais inquéritos administrativos serão conduzidos pela Superintendência de Processos Sancionadores – “apelidada de superintendência de *enforcement*”<sup>228</sup> –, criada especificamente para essa função (Decreto nº 6.382/2008, artigo 21)<sup>229</sup>.

<sup>227</sup> Caso a Superintendência cuja área de atuação compreenda as irregularidades constatadas considerar que dispõe de elementos conclusivos quanto à autoria e à materialidade da infração administrativa deverá formular diretamente termo de acusação, independentemente da instauração de inquérito administrativo ou de prévia aprovação do Superintendente Geral da CVM (artigo 2º, § 2º, da Deliberação CVM nº 538/2008).

<sup>228</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.* p. 291.

<sup>229</sup> Para maior detalhamento do procedimento administrativo sancionador no âmbito da CVM, cf. Capítulo 4.5.2 *infra*.

Entre os ilícitos administrativos destaca-se a prática da manipulação do mercado, que deve ser definida e combatida pela CVM (Lei nº 6.385/1976, artigos 4º, V, e 18, II, “b”), conforme examinado em detalhes adiante<sup>230</sup>.

Ressalte-se, ademais, que a CVM possui também competência para atuar, judicialmente, não apenas como parte em processos cíveis – destacando-se a competência para ajuizar ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários (Lei nº 7.913/1989, art. 1º)<sup>231</sup> –, mas também, como *amicus curiae*, nas ações que tenham por objeto matéria incluída na sua competência, podendo oferecer parecer ou prestar esclarecimentos (Lei nº 6.385/1976, artigo 31).

E, finalmente, na esfera penal, além de dever officiar ao Ministério Público Federal quando apurar a ocorrência de crime (Lei nº 6.385/1976, artigo 12; Lei nº 7.492/1986, art. 28; Lei Complementar nº 105/2001, art. 9º), também pode atuar como assistente de acusação, nos crimes contra o sistema financeiro nacional (Lei nº 7.492/1986, art. 26, p. ún.)<sup>232</sup>.

### 2.3.3.2. Autorregulação do mercado de capitais

A *autorregulação* consiste na organização da atividade econômica pelos próprios participantes do mercado. Apesar de ser suscetível a críticas, especialmente em razão de um latente conflito de interesses, caracterizado pela possibilidade de desvio de sua finalidade em favor dos próprios agentes<sup>233</sup>, a autorregulação apresenta diversas vantagens, dentre as quais costumam ser apontadas as seguintes: (a) redução do custo da regulação; (b) redução da regulação estatal direta que poderia afetar a liberdade e a autonomia econômico-profissional; (c) maior coordenação de questões técnicas e éticas, que ficariam à margem da regulação; (d) maior flexibilidade e mutabilidade em relação às mudanças ocorridas no mercado; (e) substituição das sanções penais pela autodisciplina profissional; (f) melhores respostas em relação à complexidade e incerteza

---

<sup>230</sup> Cf. Capítulo 2.5 *infra*.

<sup>231</sup> Embora o art. 1º da Lei nº 7.913/1989 preveja expressamente apenas a legitimidade ativa do Ministério Público, de ofício ou por solicitação da CVM, a legitimidade desta para a propositura da ação civil pública pode ser extraída diretamente do artigo 5º, IV, da Lei nº 7.347/1985.

<sup>232</sup> A CVM atuou como assistente de acusação do Ministério Público Federal, por exemplo, na primeira condenação pela prática do crime de uso indevido de informação privilegiada (Lei nº 6.385/1976, art. 27-D) no Brasil (STJ, REsp 1569171/SP, Rel. Min. Gurgel de Faria, Quinta Turma, j. 16/02/2016, DJe 25/02/2016).

<sup>233</sup> MOREIRA, Vital. *Auto-regulação profissional e Administração Pública*. Coimbra: Almedina, 1997. pp. 94-95; YAZBEK, Otavio. *Op. cit.* p. 212.

existentes no mercado de valores mobiliários; (g) estabelecimento de padrões técnicos e éticos adequados ao desenvolvimento das profissões; (h) fortalecimento das entidades profissionais privadas; e (i) melhora da imagem da profissão e capacitação dos profissionais<sup>234</sup>. Além disso, (j) os profissionais responsáveis pela manutenção da estrutura que viabiliza as operações no mercado são, em tese, os mais habilitados a estabelecer as regras a serem observadas; e (k) as entidades administradoras de mercados organizados obtêm recursos do próprio mercado, não estando sujeitas aos limites orçamentários governamentais<sup>235</sup>.

Essa regulação pode ser *de base voluntária*, quando decorre da iniciativa e vinculação voluntária dos agentes do mercado, sem interferência estatal, ou *de base legal*, quando é imposta por lei e submetida ao controle estatal.

Entre nós, convivem a autorregulação de base voluntária e a autorregulação de base legal no mercado de capitais. Dentre as entidades autorreguladoras de base voluntária no mercado de capitais brasileiro, merecem destaque a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), que criou Códigos de Melhores Práticas e Certificações, gerando o estímulo positivo através da concessão do “Selo ANBIMA” aos seus membros que observem as respectivas normas; a Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA); a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadoria (ANCORD); e a Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC)<sup>236</sup>.

A autorregulação de base legal vem prevista expressamente em vários dispositivos da Lei nº 6.385/1976. O § 1º do artigo 8º – dispositivo que, em seu *caput*, veicula, como visto, algumas das principais competências regulamentares da CVM – prevê que tais atribuições não excluem “a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados”.

Por sua vez, o §10 do artigo 11 da Lei nº 6.385/1976 – que trata dos processos administrativos sancionadores no âmbito do mercado de capitais – prevê que cabe à CVM

---

<sup>234</sup> FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. *A autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro: a coordenação do mercado por entidades profissionais privadas*. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte, 2012. p. 90.

<sup>235</sup> DUTRA, Marcos Galileu Lorena. *As novas estruturas organizacionais das bolsas*. Tese (Doutorado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2008. pp. 47-50.

<sup>236</sup> FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. *Op. cit.* pp. 130-146.

regulamentar os termos de compromisso a serem firmados por investigados ou acusados nos “procedimentos conduzidos pelas Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e Futuros, entidades do mercado de balcão organizado e entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários”.

O artigo 17, *caput*, da Lei nº 6.385/1976 estabelece que as “as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários”. Já o seu §1º atribui a tais entidades a tarefa de, “como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas”.

Compete à CVM, ainda, editar normas gerais sobre “exercício do poder disciplinar pelas Bolsas e pelas entidades do mercado de balcão organizado, no que se refere às negociações com valores mobiliários, e pelas entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, sobre os seus membros, imposição de penas e casos de exclusão” (Lei nº 6.385/1976, art. 18, I, “d”)<sup>237</sup>.

Como se vê, existe todo um quadro normativo a impor a autorregulação por parte das bolsas, das entidades do mercado de balcão organizado e das entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, dentro de parâmetros a serem estabelecidos pela CVM. A autorregulação nesse âmbito, portanto, não é livre, mas submetida à própria regulação – daí que se faça referência, nessas hipóteses, a uma *autorregulação regulada*<sup>238</sup>.

Baseada nas competências mencionadas, a CVM editou a sua Instrução nº 461/2007, que tem por um de seus princípios, como meio de equilibrar o conflito entre a busca pelo lucro e os interesses públicos que envolvem o mercado, obrigar as entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários a criar um órgão regulador que funcione de forma autônoma e

---

<sup>237</sup> No mesmo sentido, o art. 21, §5º, II, da Lei nº 6.385/1976 dispõe que cabe à CVM expedir normas gerais sobre “exercício do poder disciplinar pelas entidades, sobre os seus participantes ou membros, imposição de penas e casos de exclusão”.

<sup>238</sup> MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. O futuro do direito administrativo no policentrismo de suas fontes: o direito administrativo global e os rumos do ordenamento jurídico pós-moderno. In: MELLO, Celso Antonio Bandeira de; FERRAZ, Sergio; ROCHA, Sílvia Luiz Ferreira da; SAAD, Amauri Feres (coord.). *Direito administrativo e liberdade: estudos em homenagem a Lucia Valle Figueiredo*. São Paulo: Malheiros, 2014. pp. 350-354.

independente da estrutura operacional ou “de mercado” da entidade (artigos 36 e 37 da referida Instrução)<sup>239</sup>.

Do mesmo modo que se passa em relação à regulação estatal, a autorregulação também se decompõe em funções normativa, fiscalizadora e sancionadora.

No que tange à função *normativa*, no entanto, de acordo com o artigo 15 da Instrução CVM nº 461/2007, as regras de organização e funcionamento dos mercados não são ditadas propriamente pelo órgão responsável pela autorregulação, mas pela entidade administradora dos mercados por ela administrados – isto é, pelo Conselho de Administração dessa entidade (art. 24, I) –, devendo passar pelo crivo da CVM (art. 15, p. ún.).

A função de *fiscalização* (ou *monitoramento*) está prevista no artigo 42, p. único, da Instrução CVM nº 461/2007, norma que atribui ao “Departamento de Autorregulação” a fiscalização da observância das regras e normas de conduta da entidade administradora, bem como da regulamentação vigente, “de maneira a identificar violações, condições anormais de negociação ou comportamentos suscetíveis de por em risco a regularidade de funcionamento, a transparência e a credibilidade do mercado”.

Neste ponto é importante ressaltar que, antes mesmo da atuação do órgão especializado na autorregulação, a estrutura operacional da entidade organizadora do mercado deve acompanhar “em tempo real” as operações realizadas no mercado por ela administrado (art. 28, III, da Instrução CVM nº 461/2007). Como os mercados atualmente compreendem negociações cursadas em meio exclusivamente eletrônico, essa supervisão é realizada *on-line*, por analistas que operam através de computadores.

Para a realização destes controles são estabelecidos parâmetros de negociação que funcionam como filtros de controle das operações realizadas. O objetivo dessa supervisão é “viabilizar a justa e transparente formação de preços dos valores mobiliários negociados no

---

<sup>239</sup> Essa segregação de funções mostra-se mais relevante nos tempos atuais, dada a desmutualização das bolsas de valores – ou seja, a sua transformação de associação civil sem fins lucrativos em companhias abertas –, fenômeno que pode gerar um “conflito qualificado pela eventual incompatibilidade entre uma administração comprometida com a geração de lucro, para criar valor ao acionista, e uma administração comprometida com a integridade do mercado” (CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Regulação e autorregulação do mercado de bolsa: teoria palco-plateia*. São Paulo: Almedina, 2011. p. 25). Nesse sentido, a BM&FBovespa, entidade administradora de mercados de bolsa de valores, mercadorias e futuros, criou uma entidade distinta para o exercício das atividades de autorregulação, denominada BM&FBovespa Supervisão de Mercados (BSM). Já na esfera do mercado de balcão, a CETIP separa, dentro de sua estrutura interna, as atividades do Conselho de Administração e do Conselho de Autorregulação.

sistema, sem haver, nesse âmbito, preocupação com a análise detalhada de infrações ou operações fraudulentas”<sup>240</sup>.

Sejam as operações suspeitas concretizadas, superando os parâmetros estipulados pela supervisão *on-line*, sejam elas barradas por esse sistema, caberá ao órgão autorregulador promover uma análise mais profunda e detalhada das condutas<sup>241</sup>.

Esse momento é crucial para a detecção de eventuais condutas de manipulação do mercado, pois os órgãos autorreguladores devem estar equipados não apenas com tecnologia eficiente para a fiscalização do mercado – com a utilização intensiva de recursos computacionais e estatísticos – , mas também contar com pessoal especializado nessa área, apto a identificar potenciais ilícitos<sup>242</sup>.

A atividade *sancionadora* no âmbito da autorregulação do mercado de capitais foi expressamente reconhecida nos EUA desde o advento do *Securities Exchange Act*, de 1934. As punições aplicadas transferem ao sancionado o ônus de demonstrar ao Poder Judiciário a falta de prova para a punição<sup>243</sup>.

No Brasil, está prevista nos artigos 48 e 49 da Instrução CVM nº 461/2007. O artigo 48 limita a aplicação das sanções aos integrantes dos órgãos de administração da entidade administradora, às pessoas autorizadas a operar e aos seus administradores e prepostos<sup>244</sup>. Os investidores estão excluídos do poder sancionador das autoridades autorreguladoras<sup>245</sup>.

Muitas das práticas identificadas pelos órgãos autorreguladores, entretanto, consistem em ilícitos cometidos pelos próprios investidores. O órgão autorregulador, embora não possa puni-los,

<sup>240</sup> CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Op. cit.* p. 33.

<sup>241</sup> Cabe ao órgão autorregulador fiscalizar, ademais, as próprias atividades de organização e acompanhamento *on-line* realizadas pela entidade administradora do mercado (art. 36, da Instrução CVM nº 461/2007).

<sup>242</sup> “A atividade de supervisão da estrutura de autorregulação, conforme anteriormente comentado, também é fortemente auxiliada por *softwares* avançados que ‘varrem’ todas as operações realizadas no sistema de negociação, identificando aquelas que, segundo os parâmetros inseridos no sistema pelos *experts* de mercado (tais como concentração de contrapartes nas pontas vendedoras ou compradoras das operações, quantidade de ativos, preço, volume, ganhos em operações *day-trade*, operações que sofreram reespecificações etc.), possam apresentar indícios de infração às regras de mercado. Com base na expertise dos profissionais que compõem a estrutura de Autorregulação, os parâmetros inseridos no sistema de supervisão são arquitetados para a identificação de infrações típicas que comprometem a integridade e o funcionamento do mercado, como a manipulação de preços, práticas não equitativas, condições artificiais de oferta e demanda, utilização de informação privilegiada (*insider trading*), operações fraudulentas, *front running* e suspeitas de lavagem de dinheiro” (CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Op. cit.* pp. 35-36).

<sup>243</sup> MOORE, James Wm; WISEMAN, Frank M. Market manipulation and the Exchange Act. *The University of Chicago Law Review*. Chicago, v. 2, n. 1, dec. 1934. p. 68.

<sup>244</sup> Os emissores e seus administradores também estão sujeitos às penalidades quando a atividade de acompanhamento das obrigações por eles assumidas perante a entidade administradora de mercado organizado for atribuída ao Departamento de Autorregulação (art. 48, p. ún., da Instrução CVM nº 461/2007).

<sup>245</sup> VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. *As sociedades corretoras e o mercado de valores mobiliários*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003. p. 125.

deve – além de noticiar o fato à CVM e, eventualmente, ao Ministério Público – perquirir a respeito da possível participação dos intermediários nos atos indevidos. O primeiro exame de regularidade das operações é feito justamente pelos intermediários, que atuam como *gatekeepers*, responsáveis por detectar sinais de práticas ilícitas cometidas por seus clientes. Se se omitirem dolosamente nessa atribuição, poderão ser responsabilizados, de acordo com o estabelecido no regulamento – além de punidos pela CVM, sem prejuízo da eventual responsabilidade criminal<sup>246</sup>.

O artigo 49 da Instrução CVM nº 461/2007 permite que as penalidades sejam estabelecidas em regulamento da entidade autorreguladora. Tendo em conta que, como exposto, somente podem ser punidos, além dos órgãos de administração da entidade administradora, as pessoas autorizadas a operar no mercado e os emissores que optarem por negociar seus títulos neste mercado, a submissão a tais penalidades depende de uma adesão aos preceitos do regulamento.

Nesse sentido, não impressiona o fato de as penalidades serem estabelecidas apenas em regulamento, pois – assim como ocorre em associações civis – a elas se submetem somente aqueles que voluntariamente optam por negociar naquele mercado, assumindo as consequências das condutas que nele vierem a praticar. Por outro lado, exatamente pela circunstância de que o órgão autorregulador tem poderes regulatórios apenas sobre o seu ambiente de negócio – e não sobre o mercado de capitais como um todo –, parece claro que tais penalidades não podem implicar nenhum tipo de restrição da liberdade dos acusados, nem tampouco gerar efeitos externos ao próprio mercado em que as condutas foram perpetradas. Não seria legítimo, por exemplo, pretender a entidade autorreguladora aplicar algumas das sanções disponíveis para a CVM, como as de inabilitação para o exercício do cargo de administrador em qualquer companhia aberta e de proibição de praticar determinadas atividades ou operações em outros mercados<sup>247</sup>.

Na BM&FBovespa Supervisão de Mercados (BSM), considerados todos os processos instaurados desde 2008, quando entrou em funcionamento, até 2016, 48% dos feitos foram

---

<sup>246</sup> Sobre os *gatekeepers*, cf., relativamente ao direito do mercado de capitais brasileiro, HAENSEL, Taimi. *A figura dos gatekeepers: aplicação às instituições intermediárias do mercado organizado de valores mobiliários brasileiro*. São Paulo: Almedina, 2014. Cf., também, COFFEE JR. John. C. *Gatekeepers: the professions and corporate governance*. Oxford: Oxford University Press, 2006. A respeito da sua responsabilidade penal no âmbito do mercado de capitais, cf. Capítulo 4.2.1 *infra*.

<sup>247</sup> Na BM&FBovespa Supervisão de Mercados (BSM), por exemplo, o artigo 58 do seu “Regulamento Processual” prevê as penalidades de: advertência (I), multa (II), suspensão por até 90 dias (III), inabilitação temporária, por até 10 anos, para o exercício de cargos de administradores, empregados, operadores, prepostos e representantes dos participantes e de administradores, empregados, prepostos e representantes da BSM e/ou da BM&FBovespa (IV). Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/BSM-Regulamento-Processual-30-05-2016.pdf>. Acesso em: 10 dez. 2016.



encerrados, 30% foram julgados e 17% foram finalizados por termo de compromisso; outros 5% ainda pendiam de resolução. A maior parte das condutas foi punida com multa (29%) ou com mera advertência (20%); em 23% dos casos houve absolvição<sup>248</sup>.

Na interação entre regulação estatal e autorregulação, os §§ 4º, 5º e 6º do artigo 49 da Instrução CVM nº 461/2007 desenham um sistema voltado a mitigar os efeitos do duplo sancionamento. Em primeiro lugar, a submissão a uma penalidade no âmbito da autorregulação serve de fundamento para o requerimento de celebração de termo compromisso perante a CVM (§ 4º); se não for celebrado o termo de compromisso, a CVM poderá, em seus processos administrativos sancionadores, reduzir, das penalidades que venha a aplicar, aquelas que tenham sido impostas no âmbito da autorregulação (§ 5º); finalmente, se aplicada multa pelo órgão autorregulador, o seu valor deve ser considerado pela CVM para fins de cálculo do valor máximo da multa que ela própria pode aplicar (§ 6º).

Além dessas possibilidades de atenuação da pena, é possível ir mais além, para se defender que a CVM, caso considere que as penalidades aplicadas na esfera da autorregulação se mostraram suficientes para a repressão da conduta e a prevenção de comportamentos semelhantes, possa deixar de aplicar qualquer sanção. Não se está a negar que a CVM tem o dever de apurar infrações administrativas e puni-las. Ocorre que uma interpretação teleológica do sistema interativo criado pela lei entre regulação e autorregulação indica que as soluções devem ser concertadas, sendo ilógica e ineficiente uma atuação automática e desproporcional da CVM para sancionar condutas já suficientemente punidas pela entidade autorreguladora<sup>249</sup>. A decisão sobre a eventual desnecessidade da instauração do processo administrativo sancionador nestes casos caracteriza um juízo discricionário que compete exclusivamente à CVM.

Vale destacar que, caso se confira uma interpretação ampla à vedação ao *bis in idem*, essa solução seria insuficiente, na medida em que, ainda assim, permitiria, eventualmente, que a mesma pessoa fosse processada – e punida, apesar dos mecanismos de atenuação – pelo mesmo fato<sup>250</sup>.

---

<sup>248</sup> Dados atualizados até 31 ago. 2016. Disponível em: <http://www.bsm-autoregulacao.com.br/EstatisticasSobrePAD.asp>. Acesso em: 10 dez. 2016.

<sup>249</sup> Nesse sentido, Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julya Sotto Mayor Wellisch sustentam que “pode o Estado, sopesando as circunstâncias do caso, a natureza e a gravidade de supostas infrações sob apuração, assim como os antecedentes do possível sujeito ativo e a extensão dos danos causados, considerar que a irregularidade em tese perpetrada já foi objeto de adequada e proporcional reprimenda por parte de instituição autorreguladora e que, portanto, não há mais qualquer resposta estatal a ser dada, inclusive em situações nas quais entenda, pura e simplesmente, pela inexistência de justa causa para nova persecução administrativa” (*Op. cit.* p. 281).

<sup>250</sup> Sobre os efeitos da vedação ao *bis in idem* no duplo sancionamento, cf. Capítulo 3.2.4.

## **2.4. MECÂNICA DA MANIPULAÇÃO DE MERCADO**

Exposto o panorama geral sobre a regulação (e a autorregulação) do mercado de capitais brasileiro, voltemos agora os olhos para o ponto específico da regulação objeto desta tese.

Sob o prisma jurídico, as definições legal, doutrinária e jurisprudencial da manipulação de mercado variam de país a país, embora seja notável que as formulações normativas apresentem consideráveis semelhanças.

Neste tópico, pretende-se, de modo a facilitar o exame a ser feito adiante, apontar as condutas enquadradas como formas de manipulação a partir da experiência dos operadores do mercado, independentemente das regras jurídicas adotadas nos diferentes países para a sua repressão. Trata-se de compreender *como* é possível interferir no regular funcionamento do mercado, eventualmente auferindo vantagens através desta atuação. É disso que se cuida quando se alude à *mecânica* da manipulação de mercado.

Antes, entretanto, de examinar propriamente as formas de manipulação do mercado empiricamente identificadas, é preciso estabelecer algumas premissas a respeito dos tipos de investidores que participam do mercado, bem como do processo de formação de preços de ativos nele negociados.

### **2.4.1. Espécies de investidores e de informações existentes no mercado**

Transações no mercado são realizadas por agentes imbuídos das mais diversas motivações. Pessoas transacionam para investir, para tomar empréstimos, para trocar ativos, para diversificar riscos ou para deles se proteger (*hedge*), para apostar, para especular ou como atividade profissional

(formadores de mercado ou *dealers*)<sup>251</sup>. Identificar essas espécies de investidores do mercado é essencial para se posicionar sobre a regulação do mercado, inclusive na esfera penal<sup>252</sup>.

Evidentemente, uma mesma pessoa pode transacionar por mais de uma razão, mas, por razões didáticas, tomando por base a *motivação principal* do agente, os participantes do mercado podem ser classificados em investidores motivados pelo lucro (*profit-motivated traders*), investidores utilitaristas (*utilitarian traders*) e investidores frívolos (*futile traders*)<sup>253</sup>.

Os investidores motivados pelo lucro, como os especuladores e os formadores de mercado, transacionam apenas porque possuem expectativas racionais de vir a lucrar diretamente com suas operações. Os investidores utilitaristas, como tomadores de empréstimos, permutadores de ativos e *hedgers*, transacionam buscando algo além do lucro das operações – os *hedgers*, por exemplo, procuram proteção contra oscilações de preços. Investidores frívolos acreditam ser investidores motivados pelo lucro, mas suas expectativas não são racionais, pois eles não possuem vantagens que lhes permitam serem bem-sucedidos nessa empreitada<sup>254</sup>.

Já utilizando por critério o *nível de informação* detido pelos investidores, estes podem ser classificados, de modo amplo, em informados ou desinformados.

Investidores informados são aqueles que possuem condições de formar opiniões confiáveis sobre se os valores mobiliários negociados estão subvalorizados, sobrevalorizados ou corretamente apreciados. Tais opiniões são formadas tipicamente por análises aprofundadas realizadas a partir de informações publicamente disponíveis, com base em informações ainda não largamente

---

<sup>251</sup> Acerca das espécies de investidores no mercado, a exposição segue, essencialmente, HARRIS, Larry. *Trading and Exchanges: market microstructure for practitioners*. New York: Oxford University Press, 2003. pp. 176 e ss. Formador de mercado, agente de liquidez, facilitador de liquidez, promotor de negócios, especialista, *market maker*, *dealer* ou *liquidity provider* são algumas das designações atribuídas àqueles que se propõem a garantir liquidez mínima e referência de preço para ativos previamente credenciados, fatores destacados na análise da eficiência no mercado de capitais. A figura, prevista no artigo 15, II, da Lei nº 6.385/1976, é regulamentada pela Instrução CVM nº 384/2003. Na BM&FBovespa, o papel de formador de mercado pode ser desempenhado por corretoras, distribuidoras de valores, bancos de investimento ou bancos múltiplos com carteira de investimentos, que, uma vez credenciados para exercer essa função, assumem a obrigação de colocar no mercado, diariamente, ofertas firmes de compra e de venda para uma quantidade de ativos predeterminada e publicamente conhecida.

<sup>252</sup> Como se percebe da leitura deste parágrafo, o termo investidor é utilizado no texto – à falta de melhor vocábulo para traduzir a palavra *trader* da língua inglesa – com significado amplo, para abranger qualquer agente que negocie valores mobiliários. Agentes que, portanto, não tem propriamente o intuito de investir, numa acepção estrita – isto é, no sentido de manter recursos aplicados por prazo razoável em um ativo –, como os especuladores, também estão compreendidos no conceito.

<sup>253</sup> HARRIS, Larry. *Op. cit.* p. 177,

<sup>254</sup> As negociações no mercado formam uma equação de soma zero, de modo que o total de ganhos dos vencedores é exatamente igual ao total de prejuízos dos perdedores. Se um comprador lucra em uma operação, o vendedor perde a oportunidade de lucrar na mesma quantidade; da mesma forma, se um comprador perde em uma operação, o vendedor evita uma perda no mesmo valor.

conhecidas pelo público ou através da observação do mercado. Investidores desinformados são os agentes do mercado que atuam sem deter ou sem processar adequadamente informações que lhes confirmem racionalidade na análise do valor de um ativo.

Estão englobados no conceito de investidores informados aqueles que realizam análise fundamentalista das ações (*value traders*) e aqueles que procuram obter informações relevantes antes de sua ampla publicização (*news traders*) – seja porque foram obtidas diretamente por alguém ligado a uma fonte institucional (*insider traders*), normalmente a própria companhia, seja porque muito recentemente publicadas e ainda não assimiladas pela maioria dos agentes do mercado (*announcement traders*)<sup>255</sup>. Investidores informados utilizam racionalmente essas informações, comprando instrumentos subvalorizados e vendendo instrumentos sobrevalorizados. Já os investidores desinformados não possuem fundamentos racionais para definir se os instrumentos estão subvalorizados ou sobrevalorizados.

Ao comprar instrumentos subvalorizados e vender aqueles que entendem sobrevalorizados, os investidores informados cumprem função importantíssima no mercado de capitais, pois, como visto com detalhes no Capítulo 3, ao assim fazê-lo, aproximam o valor das ações negociadas ao seu valor intrínseco<sup>256</sup>.

Como também será exposto no Capítulo 3, uma das principais características de um mercado de capitais eficiente é a sua capacidade funcional alocativa, isto é, a sua habilidade em fazer com que os recursos nele investidos sejam, de modo rápido e dinâmico, direcionados para os projetos de investimento que produzem o melhor retorno econômico. Isto faz com que a economia como um todo seja mais eficiente, dado que os projetos mais vantajosos atrairão os escassos recursos existentes, em detrimento dos projetos ineficientes. Para que o mercado possa exercer essa função, é preciso que os preços dos valores mobiliários nele transacionados sejam informativos, ou seja, que se aproximem, na maior medida possível, do seu valor intrínseco.

Para que possam avaliar se um ativo está corretamente “precificado”, ou seja, se o seu preço de negociação está próximo do seu valor intrínseco – ou se está subvalorizado ou supervalorizado

---

<sup>255</sup> FOX, Merritt; GLOSTEN, Lawrence; RAUTERBEG, Gabriel. *Op. cit.* p. 217.

<sup>256</sup> Valor intrínseco é um conceito imaginário, consistente no valor sobre o qual haveria consenso se todos os agentes tivessem todas as informações relevantes a respeito do ativo e todos soubessem exatamente como processar tais informações. Na prática, contudo, ninguém detém todas as informações pertinentes e poucas pessoas sabem processar corretamente tais dados, de modo que o valor intrínseco de um ativo é frequentemente desconhecido. Porém, os mercados podem agregar informações de diferentes fontes para produzir preços que são mais próximos ao valor intrínseco do ativo do que qualquer um poderia conseguir sozinho. Diz-se que os preços de mercado são informativos quando estão próximos ao valor intrínseco dos ativos.

–, os investidores informados trabalham com dois tipos de informações: explícitas, que compreendem todo tipo de informações diretas de companhias específicas ou do mercado em geral, como relatórios financeiros e notícias econômicas ou mercadológicas; e implícitas, aquelas que apenas indiretamente expressam informações, como alterações de preços, volume de negócios, identidade do negociante e fluxo de ordens<sup>257</sup>.

As condutas manipuladoras afetam as informações das duas espécies, explícitas e implícitas, fornecendo ao mercado – em especial aos investidores informados, que as utilizam racionalmente em suas análises – sinais falsos a respeito do valor intrínseco dos ativos, tornando o seu preço menos informativo e, por consequência, o mercado e a economia como um todo menos eficientes.

Conhecidos os tipos de investidores que atuam no mercado secundário e as informações com que trabalham, torna-se mais fácil compreender a mecânica e os efeitos das espécies de manipulação identificadas empiricamente pelos operadores. Esse exame, da mesma forma, contribuirá, posteriormente, para a identificação do bem jurídico tutelado por um tipo penal repressor da manipulação do mercado.

#### **2.4.2. Classificação das formas de manipulação do mercado**

Provavelmente a classificação mais difundida é a formulada por Franklin Allen e Douglas Gale, na qual são diferenciadas três formas de manipulação de mercado<sup>258</sup>.

A primeira dessas formas é a manipulação baseada em informações (*information-based*), que ocorre através da disseminação de falsas informações ou rumores sobre uma companhia, para depreciar ou inflar a cotação de um valor mobiliário e lucrar com esse movimento. Utilizando a estratégia de depreciar o valor do ativo, o manipulador pode, por exemplo, num primeiro momento, vender a ação a descoberto – isto é, vender a ação sem a possuir, com o compromisso de entregá-la no futuro, de modo que terá de posteriormente adquiri-la no mercado – ou adquirir opções de venda (*put options*) dessa ação. Em seguida, ele disseminará informações falsas ou distorcidas referentes à companhia, que farão, se sua estratégia for bem-sucedida, com que o preço de negociação da ação caia. Aí, então, ele irá adquirir as ações por esse preço mais baixo – caso as

---

<sup>257</sup> GOSHEN, Zohar; PARCHOMOVSKY, Gideon. The essential role of securities regulation. *Duke law journal*. Durham: Duke University Press, v. 55, n. 4, feb. 2006. p. 721.

<sup>258</sup> *Op. cit.* p. 505.

tenha vendido a descoberto –, lucrando a diferença entre o valor pelo qual a vendeu e o valor depreciado artificialmente pela qual a comprou posteriormente, ou – se adquiriu opções de venda – irá vendê-las agora a preços mais valorizados, pois os detentores da ação possuem interesse em vendê-la pelo preço estipulado nas opções, mais alto do que aquele praticado no mercado após a sua atuação<sup>259</sup>.

No movimento inverso, é possível forçar para cima o preço das ações de uma companhia através da disseminação da informação, por exemplo, de que ela estaria prestes a ser alvo de uma oferta pública de aquisição<sup>260</sup>.

A manipulação baseada em informações é a técnica mais simples de manipulação, bem como, normalmente, a mais fácil de ser comprovada. Visto, no item anterior, como a informação é relevante para a fixação do preço dos ativos negociados, percebem-se as razões pelas quais deve ser evitada a disseminação de informações distorcidas. Esse tipo de manipulação possui potencial de gerar lucro ao manipulador, desde que a informação disseminada detenha credibilidade<sup>261</sup>.

Não existe grande dificuldade em argumentar pela proibição desse tipo de conduta, inclusive por meio do direito penal, pois a disseminação de informações falsas é vedada em vários setores regulados criminalmente entre nós, ofendendo bens jurídicos bastante diversos, como a honra (CP, art. 138) e a administração da Justiça (CP, art. 342). Isso também já ocorre, a propósito, no âmbito do próprio mercado financeiro<sup>262</sup>.

A segunda forma de manipulação identificada por Allen e Gale é a baseada em condutas (*action-based*), na qual são realizadas ações concretas para forçar o preço dos valores mobiliários

<sup>259</sup> VILA, Jean-Luc. Simple games of market manipulation. *Economics Letters*. North-Holland: Elsevier, v. 29, 1989. p. 22.

<sup>260</sup> Mark Bagnoli e Barton L. Lipman demonstram que isso pode ser feito, inclusive, pelo próprio suposto ofertante, que realiza atos preparatórios de uma suposta oferta pública de aquisição, mas, na verdade, nunca teve interesse nenhum em realizá-la efetivamente (Stock price manipulation through takeover bids. *The RAND journal of economics*. Santa Monica: Wiley-Blackwell, v. 27, n. 1. spring 1996. pp. 124-147). Nesse caso, ter-se-ia uma manipulação baseada em informação e, também, em condutas.

<sup>261</sup> Especial potencial de manipulação do mercado baseada em informação possuem as informações repassadas ao público por determinadas pessoas – como executivos das companhias, jornalistas especializados no mercado financeiro e alguns analistas de mercado (“gurus”) – que ocupam posições que lhes propiciam acesso privilegiado a dados relevantes dos emissores, conferindo-lhes alto grau de credibilidade. Cf. BENABOU, R.; LAROQUE, G. Using privileged information to manipulate markets: insiders, gurus and credibility. *Quarterly journal of economics*. Cambridge: Oxford University Press, v. 107, n. 3. aug. 1992. pp. 921-958. Investigações do Congresso americano, antes do advento do *Securities Exchange Act*, constataram que diversos observadores supostamente isentos, como jornalistas e radialistas, na verdade eram verdadeiros agentes publicitários de empresas especializadas na negociação de valores mobiliários – cf. SELIGMAN, Joel. *The transformation of Wall Street: a history of the Securities and Exchange Commission and modern corporate finance*. Aspen: New York, 2003. pp. 16-17.

<sup>262</sup> De acordo com o artigo 3º da Lei nº 7.492/1986, está sujeito a penas de reclusão e multa quem “divulgar informação falsa ou prejudicialmente incompleta sobre instituição financeira”.

na direção desejada. Um exemplo sempre lembrado na literatura ocorreu em 1901, quando os diretores da *American Steel and Wire Company* venderam a descoberto as ações da companhia e, depois, fecharam suas minas, fazendo com que o preço das ações caísse de aproximadamente US\$ 60,00 para em torno de US\$ 40,00; posteriormente, cobriram suas posições no valor mais baixo e, em seguida, reabriram as minas, de modo que o preço das ações voltou a seu valor original<sup>263</sup>.

Trata-se, portanto, da realização de atos concretos que geram informações explícitas aos investidores, seja sobre a companhia especificamente considerada ou sobre o mercado em geral. Tais atos, meros simulacros de condutas negociais, refletem nos preços de negociação dos ativos, induzindo em erro os agentes econômicos e, conseqüentemente, atingindo o processo de formação dos preços dos títulos.

Finalmente, a terceira forma mencionada é a baseada em transações (*trade-based*), na qual a manipulação ocorre no próprio mercado, apenas através da compra e venda de valores mobiliários, sem que sejam realizadas ações exteriores ou difundidas informações falsas sobre a companhia. Essa forma de manipulação, se realizada isoladamente, possui menor possibilidade – embora não seja impossível, como visto logo adiante – de ser bem-sucedida, além de ser de difícil comprovação.

Mais abrangente – e compreensiva da classificação de Allen e Gale – é a taxonomia proposta por Putniņš. O autor sueco identifica, num primeiro plano, três formas diferentes de manipular o mercado: forçar tendências de alta ou baixa da cotação (*runs*), manipular o índice utilizado como parâmetro contratual (*contract-based manipulation*) e abusar do poder de mercado (*market power techniques*). Depois, adotando a classificação de Allen e Gale, Putniņš subdivide as técnicas de manipulação dentro dessas três espécies mais abrangentes por ele propostas<sup>264</sup>.

As técnicas enquadradas por Putniņš como abuso de poder de mercado são aquelas, comuns nos mercados de mercadorias e futuros, em que o manipulador assegura uma posição de controle sobre a oferta de um ativo ou derivativo e, então, vale-se dessa posição para explorar os investidores que tem necessidade do ativo para fechar suas posições descobertas. Trata-se dos métodos conhecidos como “encurrular” (*corner*) e “espremer” (*squeeze*). A diferença entre os métodos não é de natureza, mas de grau: no *corner*, o manipulador adquire praticamente o monopólio de um

---

<sup>263</sup> Cf., sobre esse caso, WYCKOFF, Richard D. *Wall Street ventures and adventures through forty years*. New York: Greenwood Press, 1968. pp. 77-78.

<sup>264</sup> PUTNIŅŠ, Tālis J. Market manipulation: a survey. *Journal of economic surveys*. Oxford: Blackwell, v. 26, i. 5, dec. 2012. p. 957.

determinado ativo, de modo que pode impor seu preço aos vendedores a descoberto, que terão que adquirir o ativo para cobrir suas posições; no *squeeze*, o manipulador, ciente da elevada demanda e baixa oferta de um determinado ativo no futuro, adquire mais contratos futuros, forçando o preço para cima pela diminuição ainda maior da oferta do ativo e obrigando os vendedores a descoberto a pagarem o preço mais alto estabelecido<sup>265</sup>.

O reconhecimento do abuso do poder de mercado como uma das técnicas de manipulação é interessante e pode gerar alguma controvérsia, pois a conduta se coloca numa zona de intersecção entre o direito do mercado de capitais e o direito antitruste<sup>266</sup>.

Já a diferenciação efetuada por Putniņš entre *runs* e *contract-based manipulation* destaca que existem casos – e é essa a forma clássica, tradicional, de manipulação – em que o manipulador procura obter lucro no próprio mercado de bolsa (*runs*). Mas há, também, situações em que as negociações realizadas no mercado de bolsa são apenas um mecanismo voltado a afetar determinada cotação ou índice, que serve de referência a um contrato (*contract-based manipulation*). Nestas, a manipulação é ainda mais difícil de ser detectada e demonstrada, pois as operações levadas a efeito no mercado bursátil só são compreendidas como manipulação caso se conheça o contexto que as envolve.

Apesar de a manipulação, normalmente, ocorrer no mercado secundário, não é impossível, de igual modo, que ocorra já no mercado primário. Sob condições limitadas, é legítimo que, na oferta pública inicial de ações, o *underwriter* suporte, por algum tempo, o preço dos títulos, numa prática conhecida como estabilização; nos EUA, por exemplo, existe uma regulamentação

---

<sup>265</sup> Na definição da Suprema Corte dos EUA, “‘*running a corner*’ consiste, genericamente falando, em adquirir controle de toda a oferta de uma *commodity* ou de uma parte dominante dela, com o propósito de aumentar artificialmente o seu preço, sendo uma das formas mais relevantes de fazê-lo a compra para entrega futura, conectada com uma retenção de venda por um tempo limitado” – *United States v. Patten*, 226 U.S. 525, 539-540 (1913). Já em outro precedente, a Corte de Apelações do Oitavo Circuito definiu que “*squeeze* é uma situação menos extrema que *corner*”. Neste caso, pode não haver um verdadeiro monopólio da mercadoria à vista, mas por alguma razão a oferta de entrega da mercadoria está reduzida em determinado período, enquanto o interesse sobre a mercadoria no mercado futuro está substancialmente elevado em relação à oferta. O preço dos futuros pode ser manipulado por um *squeeze* intencional, em que o manipulador adquire contratos em excesso, detendo parcela substancial destes, forçando os vendedores a descoberto a pagar os preços ditados de forma artificial; a maioria dos vendedores a descoberto não poderá satisfazer os contratos de entrega futura de mercadoria e o preço subirá mais ainda. Cf. *Cargill, Incorporated v. Hardin*, 452 F.2d 1154, 1162 (8th Cir. 1971).

<sup>266</sup> Sobre a duplicidade de regimes, confirmam-se os comentários de Thomas M. J. Möllers sobre a famosa disputa Volkswagen-Porsche, ocorrida na Alemanha, em que, no âmbito criminal, executivos da Porsche foram acusados de manipulação de mercado baseada em informações falsas, ao passo que, na esfera cível, foi proposta ação baseada na lei antitruste (The takeover battler Volkswagen/Porsche: the Piëch-Porsche clan-family acquires a majority holding in Volkswagen. *Capital markets law journal*. Oxford: Oxford University Press, v. 10, n. 3, jul. 2015. pp. 422-425).



complexa e detalhada da SEC sobre os casos em que esta estabilização é admitida, sendo possível a caracterização da manipulação na hipótese de violação a tais regras<sup>267</sup>.

Num precedente estadunidense, considerou-se ter havido uma manipulação do preço dos valores mobiliários pelo CEO da empresa responsável pelo *underwriting* da oferta pública inicial de ações de uma companhia produtora de vodca. O *underwriter* teria, em desacordo com as regras da SEC, sustentado a cotação das ações da companhia por algum período, desde a oferta pública inicial, mantendo altas ofertas pelas ações e absorvendo os valores mobiliários pelos quais o mercado não demonstrou interesse. Embora tenha suportado prejuízo na operação, sua atuação foi considerada enganosa ao mercado<sup>268</sup>.

Representadas as operações no mercado por uma equação de soma zero, quem perde com a atuação dos manipuladores? Como essas técnicas afetam o mercado?

Há quem defenda que não faria sentido proibir a manipulação de mercado através de transações (*trade-based manipulation*), pois não seria possível auferir lucros por esse meio. Isso porque a manipulação dependeria de duas condições: em primeiro lugar, as negociações teriam de fazer o preço do título subir; depois, o manipulador teria de ser capaz de vender as ações por um preço superior àquele que pagou. A primeira condição seria difícil de atingir em mercados líquidos, pois a cotação das ações dificilmente seria afetada por operações individuais, salvo se realizadas em montantes muito expressivos, que tornariam pouco atrativa a manobra diante do risco envolvido; já a segunda condição seria praticamente impossível de satisfazer, porque a pressão sobre os preços é simétrica, ou seja, os ganhos obtidos na subida do valor da ação seriam perdidos na sua queda<sup>269</sup>.

O argumento, apesar de sedutor, não convence. Em primeiro lugar porque, na prática, muitas vezes, os manipuladores utilizam conjuntamente mais de uma das técnicas mencionadas<sup>270</sup>.

---

<sup>267</sup> HAZEN, Thomas Lee. *Corporate counsel guides: securities regulation*. Chicago: ABA, 2011. pp. 166-170. Sobre a admissibilidade da estabilização no Brasil, cf. observações nos Capítulos 2.5.2, 3.2.2 e 4.3.2.1 *infra*.

<sup>268</sup> *Markowski v. SEC*, 274 F.3d 525 (D.C. Cir. 2001). Sobre este caso, cf. Capítulo 4.3.3.

<sup>269</sup> FISCHER, Daniel; ROSS, David. Should the law prohibit “manipulation” in financial markets? *Harvard law review*. Cambridge: The Harvard Law Review Association, v. 105, n. 2, dec. 1991. pp. 503-553. Em sentido próximo, Omri Yadlin, fundado em um estudo empírico realizado sobre ações utilizadas em supostos esquemas de manipulação em Israel, defende que a manipulação de mercado não é necessariamente prejudicial e sustenta que em muitos casos ela promove a eficiência do mercado e beneficia os agentes desinformados (Is stock manipulation bad? Questioning the conventional wisdom with evidence from the Israeli experience. *Theoretical inquiries in Law*. Tel Aviv: Tel Aviv University: v. 2, i. 2, jul. 2001. pp. 839-864).

<sup>270</sup> Na Ação Penal nº 506709618.2012.4.04.7100/RS, que tramitou perante a Sétima Vara Federal Criminal de Porto Alegre, reconheceu-se um esquema de manipulação de mercado que conjugou: a) a disseminação de informações favoráveis no mercado; b) a sonegação de informações estratégicas; e c) a realização de uma série de operações

Assim, por exemplo, além de realizarem compras e vendas sistemáticas da mesma ação, com a utilização de intermediários (“laranjas”) ou mediante atuação conjunta previamente concertada (*pool*), direcionando o preço da ação para cima, os manipuladores, concomitantemente, divulgam informações favoráveis à companhia que sabem serem falsas<sup>271</sup>.

Em segundo lugar, embora não seja fácil, é, sim, possível lucrar com a manipulação baseada em negociações<sup>272</sup>. Tudo dependerá da habilidade do manipulador de conseguir adquirir ações em preço razoável antes de forçar o seu preço para cima e de ser bem-sucedido em vendê-las sem afetar da mesma forma o preço para baixo, o que é possível, em tese, por exemplo, pela compra de um grande lote de ações, seguido de diversas vendas em valores menores<sup>273</sup>.

É verdade que investidores informados que realizam análise fundamentalista das ações (*value traders*) tendem a frustrar a atuação dos manipuladores, pois quando, por força da manipulação, os preços começam a se afastar do valor que os investidores informados lhes atribuem, eles irão transacionar em sentido contrário.

Existem, entretanto, outros tipos de investidores que são particularmente suscetíveis à manipulação, pois negociam à luz daquilo que enxergam, ou seja, de acordo com a movimentação do mercado. Há certos investidores desinformados – chamados de investidores de momento (*momentum traders*) – que, confiando estarem adiantados em relação à maioria do mercado, compram as ações quando verificam que seu valor está subindo e as vendem quando percebem que o valor está diminuindo, acreditando que o movimento está ocorrendo por força de negociações realizadas por investidores informados.

E também os formadores de mercado (*market makers* ou *dealers*) podem ser afetados por essas manobras, ao ajustar suas cotações em razão das operações realizadas pelos manipuladores<sup>274</sup>.

---

combinadas entre partes relacionadas. Cf. íntegra da sentença em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2016/20161111-sentenca-mundial.pdf>. Acesso em: 16 nov. 2016.

<sup>271</sup> Rajesh K. Aggarwal e Guojun Wu relatam um caso de manipulação da China Venture Capital, perpetrado pelos seus acionistas controladores, mediante negociações em valores superiores a US\$ 650 milhões, conjuntamente com a divulgação de informações falsas (Stock market manipulations. *Journal of business*. Chicago: The University of Chicago, v. 79, n. 4, 2006. p. 1918, nota 3).

<sup>272</sup> Cf. ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. *Op. cit.* pp. 514-515.

<sup>273</sup> THEL, Steve. \$850.000 in Six Minutes – The Mechanics of Securities Manipulation. *Cornell Law Review*. Ithaca: Cornell University, v. 79, i. 2, jan. 1994. pp. 263-265.

<sup>274</sup> HARRIS, Larry. *Op. cit.* pp. 263 e 268-272. Um exemplo disso está na primeira condenação criminal de um operador de HFT, nos EUA, pela prática de *spoofing* – isto é, a colocação de inúmeras ordens de compra de um ativo com o intuito de cancela-las antes de sua efetiva realização, criando para o mercado uma ilusão de demanda pelo ativo (*US v. Coscia*, US District Court for the Northern District of Illinois, Case nº 14 CR 551).

À luz dessas considerações, será mais fácil lucrar com essas operações se forem realizadas com ações mais baratas (*penny stocks*), menos líquidas e num ambiente em que existam poucos investidores informados ou em que estes demorem para reagir<sup>275</sup>. Casos concretos ilustram que essa possibilidade encontra amparo empírico<sup>276</sup>.

Em terceiro lugar, como visto na classificação proposta por Putniņš, existem hipóteses de manipulação do mercado em que a motivação da manobra é “externa” a ele, isto é, o benefício é obtido fora do mercado (*contract-based manipulation*). Diversos contratos, confiando no caráter informativo dos preços de negociação, utilizam o valor da cotação do valor mobiliário como parâmetro na fixação de direitos e obrigações a serem exercidos fora do mercado. A admissibilidade da manipulação de preços de valores mobiliários, nessa hipótese, permitiria que, indiretamente, uma parte determinasse ao seu arbítrio o valor da obrigação<sup>277</sup>. A economia como um todo deixaria de poder contar com um dos mecanismos mais objetivos de valoração das companhias, consistente no preço de negociação de suas ações.

Esse tipo de manipulação é mais comum do que se pode supor. Em outro precedente estadunidense – *US v. Mulheren* – as partes acertaram contratualmente a compra e venda de ações ao preço da “última venda” realizada no mercado. Foram, então, realizadas diversas operações por um terceiro alinhado com o vendedor, com o único intuito de forçar o preço para cima, o que gerou um prejuízo ao manipulador, no mercado, de US\$ 64.000,00; por outro lado, assim que o preço atingido mais alto no mercado foi atingido, o negócio foi fechado, gerando para a parte vendedora do contrato um lucro de US\$ 850.000,00<sup>278</sup>.

<sup>275</sup> HARRIS, Larry. *Op. cit.* p. 265.

<sup>276</sup> Em pesquisa sobre 142 casos de manipulação de mercado examinados pela SEC, entre 1990 e 2001, Rajesh K. AGGARWAL e Guojun WU concluíram que a maior parte dos casos ocorreu em mercados pouco líquidos e menos eficientes, como em mercados de balcão (*Op. cit.* pp. 1916-1917). Um caso bastante rumoroso foi o da manipulação do mercado europeu de títulos públicos (MTS) pelo Citigroup, no qual, aproveitando-se da lentidão no ajuste dos preços e valendo-se de arbitragem intermercados, os operadores compraram e venderam ativos num intervalo de dezessete minutos, obtendo um ganho superior a € 15 milhões. Sobre este caso, cf. MENDES, Paulo de Sousa. Como lidar com os casos de abuso de mercado transnacional? – o caso Citigroup. In: PALMA, Maria Fernanda; DIAS, Augusto Silva; MENDES, Paulo de Sousa (coord.). *Direito sancionatório das autoridades reguladoras*. Coimbra: Coimbra, 2009. pp. 355-363.

<sup>277</sup> Introduzindo no contrato, por via transversa, uma cláusula puramente potestativa, o que é vedado pelo artigo 122 do Código Civil.

<sup>278</sup> 938 F.2d 364 (2d Cir. 1991). Este caso envolveu Ivan Boesky, que, então, era um dos mais admirados operadores do mercado – e que viria a inspirar o personagem Gordon Gekko, do filme *Wall Street*. Em resumo, Boesky havia adquirido diversas ações da Golf & Western Inc. (G&W), tentando obter o controle da companhia. Diante da recusa de Martin Davis, Presidente da G&W, em lhe ceder o controle da companhia, Boesky decidiu vender suas ações. David aceitou comprar as ações de Boesky, mas somente ao preço da “última venda” realizada no mercado. Boesky pretendia que o valor de venda fosse de US\$ 45,00, mas o valor da ação não passava de US\$ 44,75. Boesky teria, então, pedido a seu amigo John A. Mulheren Jr. que adquirisse ações da companhia para forçar o preço para cima. Entre 11:04 e

Outro exemplo nos fornece a parca jurisprudência brasileira. Numa das duas sentenças penais condenatórias referentes ao delito de manipulação do mercado de que se tem conhecimento no Brasil até o momento, os responsáveis por determinados fundos de investimentos, agindo em conluio com diretores e acionistas majoritários de uma companhia emissora de ações pouco negociadas, atuaram de modo a gerar uma falsa aparência de liquidez e a elevar artificialmente o preço de negociação das ações da companhia<sup>279</sup>. As negociações – realizadas entre pessoas interligadas ou com “laranjas” – não tiveram o objetivo de prejudicar terceiros dentro do mercado, mas a finalidade de forjar uma liquidez das ações para permitir a emissão de novas ações utilizando, dentre as alternativas constantes do artigo 170, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, aquela contida no inciso III, que leva em conta a cotação das ações da companhia em Bolsa de Valores<sup>280</sup>. Com a aparente liquidez das ações, tornou-se possível utilizar esse dispositivo, valendo-se de uma cotação média artificialmente elevada para parametrizar a fixação do preço de emissão das novas ações. A fixação do preço mais alto interessava aos acionistas majoritários, que tinham interesse em adquirir os novos papéis e, ao mesmo tempo, iriam quitar sua obrigação com créditos já existentes contra a companhia – os quais, por sua vez, eram decorrentes de alugueis superfaturados de imóveis de sua propriedade.

---

11:10 do dia 17 de outubro de 1985, a firma de Mulheren adquiriu, através de ordens fracionadas, 75.000 ações da G&W, elevando seu preço para US\$ 45,00. Às 11:17, Boesky e outro amigo venderam todas as 6.715.700 ações que detinham da G&W. O lucro de Boesky foi de US\$ 850.000,00 em razão do aumento do valor da ação decorrente da atuação da firma de Mulheren, que, por sua vez, teve prejuízo de US\$ 64.000,00<sup>278</sup>. Mulheren foi condenado por um júri federal, mas teve sua condenação revista pela Corte de Apelações do Segundo Circuito. Neste caso, a acusação se baseava no argumento de que, à luz da regra 10b-5 da SEC, qualquer pessoa que negocia ações com o intento único de alterar sua cotação pratica a manipulação do mercado, ainda que não o faça com o propósito de induzir a compra ou a venda da ação por terceiros – como exigiria a Subseção 9(a)(2) do Securities Exchange Act. Já a compra ou venda de ações realizada com propósito de investimento (investment purpose) seria legítima, ainda que um aumento ou uma diminuição da sua cotação fosse uma consequência previsível desse investimento. Embora não tenha acolhido expressamente esse argumento acusatório, a Corte o admitiu para o exame dos fatos. E, a partir dessa premissa, concluiu não haver provas de que Mulheren tenha agido com esse intento, salientando que a firma de Mulheren teve prejuízo na operação, que não houve prova de que Boesky determinou a Mulheren que adquirisse as ações e, por fim, que, conforme afirmou um perito, Mulheren poderia ter adquirido 20.000 ações a menos da G&W e, ainda assim, a cotação chegaria aos US\$ 45,00 esperados. Crítico a respeito desse caso, cf. THEL, Steve, *Op. cit.* pp. 247 e ss.

<sup>279</sup> Trata-se da ação penal nº 0006193-78.2009.4.03.6181, que tramitou perante a Sexta Vara Federal Criminal de São Paulo. Íntegra da sentença encontra-se publicada na *Revista do Tribunal Regional Federal da 3ª Região*. São Paulo: TRF3, ano XXV, n. 122, jul./set. 2014. pp. 450-472.

<sup>280</sup> Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações.

§ 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente:

I – a perspectiva de rentabilidade da companhia;

II – o valor do patrimônio líquido da ação;

III – a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.

Os casos em que a manipulação do mercado produz efeitos a ele externos devem, tendencialmente, aumentar em razão da progressiva utilização dos índices de referência (*benchmarks*) como critérios de fixação de direitos e obrigações. Por natureza, *benchmarks* refletem um mercado apenas a partir de uma pequena fatia dele. Manipuladores podem influenciar essa pequena parte do mercado com muito maior proveito e eficácia do que se tentarem manipular diretamente todo o mercado<sup>281</sup>.

O reverso também é verdadeiro, ou seja, alguns índices externos a um mercado nele refletem, em razão da existência de contratos derivativos neles baseados. O exemplo mais recente e perturbador desse tipo de conduta encontramos na manipulação da Libor (*London InterBank Offered Rate*), *benchmark* que não representa nenhuma efetiva taxa de juros, mas um índice baseado nas estimativas de um painel de bancos sobre as taxas sobre as quais eles estariam dispostos a tomar emprestados recursos em determinado momento no mercado monetário londrino. A Libor serve de referência para um número gigantesco de transações e de valores mobiliários mundo afora<sup>282</sup>.

Também não é rara a manipulação intermercados, razão pela qual, em seu *considerandum* nº 10 de justificação das regras da regulamentação do abuso de mercado no âmbito europeu, o Regulamento nº 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, menciona que “quando um instrumento financeiro é utilizado como preço de referência, um derivado negociado no OTC (mercado de balcão) pode ser utilizado de modo a beneficiar de preços manipulados ou para manipular o preço de um instrumento financeiro negociado numa plataforma de negociação”<sup>283</sup>.

Em quarto lugar, mas não menos importante, mesmo que eventualmente a prática dessas operações não pudesse gerar vantagens para seus perpetradores, tais condutas fornecem informações implícitas falsas ao mercado, dificultando a avaliação dos ativos pelos investidores

---

<sup>281</sup> VERSTEIN, Andrew. Benchmark manipulation. *Boston College law review*. Boston: Boston College Law School, v. 56, n. 1, 2015. pp. 217-218.

<sup>282</sup> Em março de 2016, dois responsáveis pelo fornecimento das estimativas das taxas praticadas pelo Rabobank em Londres foram condenados na primeira instância da Justiça Federal americana em Nova Iorque (*United States Southern District Court of New York*) por submeter informações falsas ao painel de bancos, com o objetivo de favorecer as posições contratuais da instituição financeira em que trabalhavam baseadas na taxa Libor. *United States v. Paul Robson, et al.* Court Docket Number: 1:14-cr-00272-JSR. Disponível em: <https://www.justice.gov/criminal-vns/case/robsonp>. Acesso em: 30 dez. 2016. Sobre os reflexos dessa manipulação no direito britânico, defendendo como remédio a responsabilização criminal corporativa, cf. STOKES, Robert. LIBOR Manipulation: the limits and potential of corporate criminal liability. In: RYDER, Nicholas; TURKSEN, Umut; HASSLER, Sabine (ed.). *Fighting financial crime in the global economic crisis*. Routledge: London – New York, 2015. pp. 52-74.

<sup>283</sup> O esclarecimento não consta dos parênteses no texto original.

especializados e, conseqüentemente, tornando os preços menos informativos – o que, como visto, afeta a capacidade funcional alocativa do mercado de capitais e a economia como um todo<sup>284</sup>.

Verifica-se, em conclusão, que tanto a manipulação baseada em informações como a baseada em condutas ou em negociações tem potencial não apenas para gerar lucro para os seus perpetradores, mas também para afetar a eficiência do mercado de capitais na alocação dos recursos econômicos.

Vejamos, a seguir, como essas práticas tem sido combatidas no âmbito da regulação administrativa do mercado de capitais brasileiro.

## **2.5. ATIVIDADE SANCIONADORA NO MERCADO DE CAPITAIS: A INFRAÇÃO ADMINISTRATIVA DE MANIPULAÇÃO DE MERCADO NA JURISPRUDÊNCIA DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Na esfera administrativa, a manipulação de mercado já é objeto de regulamentação há bastante tempo. Inicialmente, a competência para editar “normas destinadas a evitar manipulações de preço e operações fraudulentas” era do Banco Central, nos termos do artigo 10, inciso VII, da Lei nº 4.728/1965. Com fulcro nessa autorização legal, foi incluída na Resolução Bacen nº 39/1966 – que regulamentou a constituição, a organização e o funcionamento das bolsas de valores no país – uma seção dedicada à manipulação de preços no ambiente de bolsa. Entre outras disposições, este ato normativo, em seu artigo 93, vedava aos membros das bolsas de valores, bem como às demais instituições financeiras que operam no mercado de capitais, “divulgar informações falsas, manifestamente tendenciosas ou imprecisas, a fim de incrementar a venda ou influir no curso dos títulos ou valores mobiliários” (inciso II); “consorciar-se, com a finalidade de influir no curso de títulos ou valores mobiliários, provocando oscilações artificiais de seu preço” (inciso III); “praticar manipulação ou fraude destinada a criar condições artificiais de demanda, oferta ou de preço de

---

<sup>284</sup> Mas não apenas os investidores especializados baseiam-se nas informações derivadas do volume, da frequência e do sentido das transações para tomar suas decisões de investimento, em especial diante dos meios de comunicação disponíveis, como a Internet. Há atualmente uma variedade de serviços, por vezes gratuitos, de informação de mercado, por meio dos quais são fornecidas as cotações dos valores mobiliários em tempo (quase) real, bem como informações sobre os seus volumes de negociação e suas variações no tempo, inclusive através de gráficos. Também para o leigo, portanto, pode ser significativo verificar que o volume de negócios de um ativo, por exemplo, subiu significativamente. Nesse sentido, cf. EICHELBERGER, Jan. *Das Verbot der Marktmanipulation* (§ 20a WpHG). Berlin: Duncker & Humblot, 2006. p. 25.

títulos ou valores mobiliários negociados em Bolsa, ou distribuídos no mercado de capitais” (inciso IV); e “utilizar práticas comerciais não equitativas” (inciso V).

Em 1976, com a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o Banco Central perdeu a competência para atuar no mercado de capitais. O artigo 4º, inciso V, da Lei nº 6.385/1976 estabeleceu a competência do Conselho Monetário Nacional (CMN) e da CVM para “evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado”, ao passo que o inciso VII do mesmo dispositivo lhes atribuiu o dever de “assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários”. Por sua vez, o artigo 18, inciso II, “b”, da Lei atribuiu à CVM a competência para definir “a configuração de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou de manipulação de preço; operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores”.

Com base nessas normas de estrutura, foi editada a Instrução CVM nº 08/1979. Nela, foram definidas quatro formas diferentes de irregularidades no mercado de capitais – condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipulação de preço, operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores –, todas elas passíveis, do ponto de vista administrativo, de aplicação de sanções que vão desde a advertência, passando pela multa, até a cassação de autorização ou registro para o exercício de atividades no mercado de capitais (Lei nº 6.385/1976, artigo 11, incisos I a VI, e Instrução CVM nº 08/1979, artigo III).

As definições de cada uma dessas figuras se encontram no artigo II da Instrução CVM nº 08/1979, nos seguintes termos:

- 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 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 ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes 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 potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

As definições são propositalmente amplas, possuindo larga abrangência semântica. Conforme consta da Nota Explicativa CVM nº 14/1979, a intenção da instrução foi justamente a de ampliar os conceitos constantes da Resolução nº 39/1966 na definição das figuras<sup>285</sup>.

Especialmente num ambiente em constante mutação como o do mercado de capitais, a utilização de termos amplos na formulação dos tipos sancionadores administrativos é vista como admissível e coerente com a necessidade de acompanhamento das práticas dos operadores do mercado, “uma vez que é impossível prever, na esfera do ilícito econômico, altamente dinâmico, todas as condutas nocivas”<sup>286</sup>.

Com o tempo, através do julgamento de centenas de casos concretos, a jurisprudência administrativa – especialmente através das decisões do Colegiado da CVM – estabeleceu critérios de identificação dos elementos de cada um dos ilícitos administrativos<sup>287</sup>. Para uma adequada

---

<sup>285</sup> Nota Explicativa CVM nº 14/1979: “[...] Com o advento da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, porém, foi atribuída à Comissão de Valores Mobiliários, pelo art. 18, II, "b", daquele diploma legal, competência para definir a configuração dessas mesmas operações a práticas nocivas ao funcionamento regular do mercado. Pretendeu-se, com isto, emprestar maior flexibilidade à atuação disciplinadora da CVM, sobre o mercado, fazendo possível a paulatina adaptação das definições adotadas às necessidades demonstradas pela prática. Tratando-se, contudo, de dispositivo claramente não autoaplicável, permanece em pleno vigor a norma proibitiva da Resolução nº 39, acima citada, cuja base legal se faz repetir quase literalmente no artigo 4º, V e VII da própria Lei nº 6.385/76. Com efeito, havendo o legislador pretendido substituir a sistemática anterior, em que a punibilidade das práticas e operações irregulares estava baseada em uma norma regulamentar bastante em si mesma, por um novo regime, baseado na previsão de conceitos de parte da CVM, subsiste, como um claro exemplo de ultratividade da lei anterior, a coercitividade da regra já autoaplicável até que norma subsequente, pela sua regulamentação, venha substituir ou estender o âmbito de incidência do preceito regulamentar anterior, que só então se poderá ter por derogado. A vista dessa última opção - substituir ou estender os conceitos até agora em vigor - entendeu a CVM conveniente adotar a segunda solução, ampliando, a vista da experiência já acumulada, o alcance dos dispositivos já constantes da Resolução nº 39, e conceituando de forma propositalmente genérica, situações que configuram operações ou práticas incompatíveis com a regularidade que se pretende assegurar ao mercado de valores mobiliários”.

<sup>286</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.* 547.

<sup>287</sup> Nos julgamentos de processos sancionadores, a CVM atua por meio de seu Colegiado (Lei nº 6.385/1976, artigo 9º, inciso V, e §5º), que é formado por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais, tendo cada mandato o prazo de cinco anos, vedada a recondução, devendo ser renovado a cada ano um quinto dos membros do Colegiado. Das decisões do Colegiado é cabível recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN (Lei nº 6.385/1976, artigo 11, §4º). Optou-se, nesta tese, por dar mais ênfase ao exame da jurisprudência do Colegiado da CVM pela maior especialização no mercado de capitais dos seus membros, pela reconhecida qualidade técnica das decisões e pela maior consolidação, neste âmbito, dos conceitos referentes à manipulação de mercado. Por sua vez, a falta de apego aos precedentes nos julgamentos do CRSFN tem



interpretação dessas normas, por conseguinte, é necessário examinar os julgados administrativos, de modo a identificar os elementos considerados relevantes pela CVM para o enquadramento das condutas em cada uma das figuras.

Ressalte-se, entretanto, que a finalidade do exame subsequente da jurisprudência da CVM é a de destacar o entendimento da autarquia sobre os elementos típicos das infrações administrativas, para aquilatar, posteriormente, a relação entre tais ilícitos e o delito previsto no artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976. Não significa, porém, adesão irrestrita à jurisprudência administrativa, que, além de pouco se ater aos termos utilizados pela norma, tem merecido pouca atenção crítica da doutrina do direito do mercado de valores mobiliários, apesar de seu longo período de existência.

### **2.5.1. Condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários**

Condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários são definidas administrativamente como “aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários” (artigo II, “a”, da Instrução CVM nº 08/1979).

O objetivo da norma é proteger o processo de formação de preços no mercado, livrando-o de interferências artificiais<sup>288</sup>. Como examinado no tópico pertinente, este é exatamente o bem jurídico passível de tutela por um tipo penal voltado à prevenção da manipulação de mercado.

O tipo administrativo pode ser decomposto nos seguintes elementos: a) realização de negociações artificiais; b) que provocam, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários; c) dolo de provocação dessas alterações.

---

impedido a formação de uma jurisprudência suficientemente consolidada relacionada ao mercado de capitais – cf., nesse sentido, a análise empírica promovida sobre julgados do órgão por PRADO, Viviane Muller Prado; PALMA, Juliana Bonacorsi de; SILVA, Alexandre Pacheco da; ANDRADE, Luís Antonio de. Pesquisa empírica sobre o CRSFN: resultados e debates. In: PALMA, Juliana Bonacorsi de; PRADO, Viviane Muller de. *Estudos Avançados de Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. pp. 105-156. Crítica, também, quanto ao papel do CRSFN, é a posição de Nelson Eizirik, para quem “as alterações nos resultados de julgamentos da CVM promovidas pelo CRSFN não só dificultam a formação de uma jurisprudência administrativa consistente em matéria de direito societário e mercado de capitais, como também retardam em excesso a decisão final” (O colegiado da CVM e o CRSFN como juízes administrativos: reflexões e revisão. *Revista de direito bancário e de mercado de capitais*. São Paulo: RT, v. 9, n. 34, out.-dez. 2006. p. 36). Sem prejuízo, também serão expostas algumas posições do CRSFN, na medida em que se mostrem relevantes para demonstrar a interpretação de conceitos relacionados à manipulação de mercado.

<sup>288</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna; PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.* p. 548.

No mais das vezes, as negociações artificiais são aquelas não realizadas em condições normais de mercado, mas, pelo contrário, adrede combinadas entre as contrapartes. Trata-se de “operações que, na verdade, não existiriam em essência, não fosse a pretensão de se criar um falso mercado, um falso parâmetro de preço ou volume”<sup>289</sup>. Nelas, “não está presente o natural conflito de interesses que deve existir entre alienante e adquirente para a determinação do valor justo do ativo, haja vista que, apesar de as partes serem formalmente distintas, as operações representam uma única vontade, de modo que os preços praticados acabam por não refletir as livres forças do mercado”<sup>290</sup>. São as operações denominadas nos EUA de *wash trades*, em que as contrapartes, atuando em conluio, realizam operações falsas, criando atividade artificial de mercado<sup>291</sup>.

Essas negociações artificiais não ocorrem apenas com o intuito de estimular o mercado numa direção desejada ou de criar um falso mercado de um determinado ativo, mas também para outros objetivos, como a produção de lucros ou prejuízos em sentido previamente acertado. É o que ocorre na modalidade conhecida como “esquenta-esfria”, em que determinados negócios são intencionalmente distribuídos a agentes interessados em apresentar ganhos e outros àqueles interessados em incorrer em perdas: as pontas perdedoras na operação tem o intuito de diminuir o ganho de capital para diminuir a incidência do imposto de renda; as pontas ganhadoras passam, de seu turno, a deter recursos “limpos”, obtidos em operações aparentemente regulares no mercado de capitais<sup>292</sup>.

Conquanto reconheça que as operações com resultados pré-ajustados, entre partes atuantes em conluio – conhecidas, no Brasil, como “troca de chumbo”, “Zé com Zé”, “esquenta-esfria” etc. –, constituem a forma mais comum de criação de condições artificiais de mercado, a CVM não limita a compreensão das negociações artificiais a esse tipo de atuação<sup>293</sup>.

Com base em sua Deliberação nº 14, de 1983, a CVM enquadra no tipo administrativo, por exemplo, hipóteses “em que a bolsa foi indevidamente utilizada para a satisfação de interesses particulares, a partir da livre transferência de recursos entre participantes do mesmo grupo em operações que não visavam efetivamente transferir a propriedade dos títulos negociados”<sup>294</sup>. A

<sup>289</sup> PAS nº 2/99, Rel. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. 06.09.2001.

<sup>290</sup> SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de Capitais*: regime sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 115.

<sup>291</sup> HARRIS, Larry. *Op. cit.* p. 259.

<sup>292</sup> PAS nº 2/2002, Rel. Pedro Oliva Marcílio de Sousa, j. 17.01.2007.

<sup>293</sup> PAS nº 12/2010, Rel. Luciana Dias, j. 07.10.2014.

<sup>294</sup> PAS nº 16/2001, Rel. Norma Parente, j. 03.11.2005.

CVM, portanto, tem enquadrado casos de transferência de recursos dissimulada – conhecidas como *money pass* – nesse ilícito administrativo<sup>295</sup>.

Por outro lado, a CVM reconhece a importância de examinar a racionalidade econômica das operações realizadas em seu contexto, a fim de determinar se devem ou não ser consideradas como artificiais. A existência de propósito negocial nas operações descaracteriza a existência de condições artificiais de oferta, demanda ou preço<sup>296</sup>.

O segundo elemento típico se refere à provocação, direta ou indireta, de alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários. No âmbito de bolsa, de acordo com o Regulamento de Operações da BM&FBovespa, em seu item 12.1.1., ordem de compra ou venda de ativos “é o ato mediante o qual o cliente determina a uma sociedade corretora que compre ou venda ativos ou direitos a eles inerentes, em seu nome e nas condições que especificar”. Já “o fluxo de ordens de um dado ativo consiste da sequência temporal de todas as ordens de compra e venda emitidas por todos os investidores e relativas a este ativo no mercado”<sup>297</sup>.

Conforme a própria denominação do tipo administrativo indica, o objeto do ilícito não se limita à interferência indevida no preço do valor mobiliário, mas abrange, igualmente, a ingerência na oferta e na demanda do ativo. Considera-se que a potencial criação tanto de aparente demanda quanto de aparente oferta de valores mobiliários contribui para a transmissão de um sinal ilusório ao mercado quanto à liquidez do título, de modo a caracterizar o ilícito<sup>298</sup>.

Na visão da CVM a constatação de artificialidade de uma determinada operação basta para demonstrar a alteração de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários<sup>299</sup>. Assim, a

---

<sup>295</sup> No PAS nº 06/04, Rel. Alessandro Broedel Lopes, j. 09.11.2010, uma corretora foi condenada pela prática do ilícito de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, em razão de ter realizado quinze operações com opções flexíveis de Ibovespa com um fundo sediado no exterior, nas quais este figurou como ganhador em todas as operações. O fundo, como lançador das opções de compra, sempre ganhava nas operações, já que as opções nunca eram passíveis de exercício pela corretora, em virtude de ter sido pactuada uma cláusula “knock in down”, que subordinava o exercício da opção a uma condição irreal, qual seja, a queda de cerca de 30% do Ibovespa, no prazo de 1 mês, conforme o caso. A CVM entendeu que esse negócio jurídico era fictício e foi celebrado apenas para justificar as remessas de valores da corretora para o fundo estrangeiro – o qual, por sua vez, transferia esses ganhos para uma empresa estrangeira que seria ligada à corretora brasileira. Interessante notar que, na esfera penal, os diretores responsáveis pela operação foram denunciados e condenados por gestão fraudulenta (Lei nº 7.492/1986, art. 4º, *caput*) da corretora (autos nº 0008631-19.2005.403.6181, em trâmite perante a 6ª Vara Federal Criminal de São Paulo).

<sup>296</sup> PAS nº SP2013/12, Rel. Luciana Dias, j. 18.08.2015.

<sup>297</sup> SANTOS, José Carlos de Souza; HORTA, Luciana S. R. Operações com opções flexíveis de índice realizadas no mercado de balcão podem criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço? *Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários*. São Paulo: Almedina, v. 3, mai. 2016. p. 150.

<sup>298</sup> PAS nº 12/2010, Rel. Luciana Dias, j. 07.10.2014.

<sup>299</sup> PAS nº 24/00, Rel. Norma Parente, j. 18.08.2005; PAS nº 16/01, Rel. Norma Parente, j. em 03.11.2005; PAS nº 06/04, Rel. Alessandro Broedel Lopes, j. 09.11.2010; PAS nº 12/2010, Rel. Luciana Dias, j. 07.10.2014.

caracterização do primeiro elemento acarreta, automaticamente, a certificação da existência do segundo. Entende-se que, “ainda que o impacto da alteração no fluxo de ordens seja desconhecido, isso não descaracteriza a irregularidade, visto que o tipo ‘condições artificiais de demanda, oferta ou preço’ não depende da comprovação do montante da alteração no fluxo de ordens do mercado”<sup>300</sup>.

A premissa adotada é a de que o fluxo normal é aquele derivado de condições de mercado, não abarcando operações para fins diversos daqueles normalmente esperados. Para que o fluxo normal de mercado seja respeitado, é preciso que todas as operações sejam realizadas sob condições de equilíbrio e independência, por participantes pré-dispostos a obter um preço de mercado determinado livremente pelas forças de oferta e demanda, sem influências de contatos pessoais ou fraternais. Se determinados participantes transacionam valores mobiliários de forma a assegurar a transferência de riqueza entre si, ajustando antecipadamente o preço, e consequentemente os ganhos e as perdas, o preço de mercado não seria mais livremente determinado por partes independentes, mas seria amorfo, opaco e percebido pelos participantes de mercado como artificial<sup>301</sup>.

Subjacente a este posicionamento parece estar a preocupação com eventuais dificuldades probatórias na demonstração de efetiva alteração de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários. Não obstante, não se pode negar que, por meio de um sofisma – a artificialidade de uma determinada operação é considerada suficiente para demonstrar a alteração das condições de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários – acaba por se afastar, na prática, a necessidade de demonstração de alteração, ou ao menos do potencial de alteração, de tais condições.

Assim, em casos nos quais, em realidade, o segundo elemento não poderia ser demonstrado ou sequer inferido, a presunção absoluta firmada pela CVM suprime a necessidade de examinar a sua efetiva ou potencial ocorrência. Para utilizar um exemplo, num caso em que as partes realizem uma única operação para a transferência dissimulada de recursos, negociando uma ação líquida e valendo-se do preço então praticado no mercado, não apenas é indubitável que não houve influência no preço do título, como também é dificilmente defensável que essa operação altere – ou sequer tenha potencial de alterar – a percepção do mercado a respeito do nível de oferta ou demanda pelo ativo.

---

<sup>300</sup> PAS nº 12/04, Rel. Alexandre Broedel Lopes, j. 11.5.2010.

<sup>301</sup> PAS nº 04/2013, Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. 25.02.2014.

Certos julgados deixam transparecer que a razão de ser da vedação de operações artificiais que não chegam a produzir efeitos sobre o mercado de capitais em si – isto é, que não afetam, sequer potencialmente, o processo de formação de preços dos ativos negociados – é a de impedir a utilização desse mercado para finalidades espúrias a ele estranhas. A ideia é a de evitar que o mercado seja “utilizado para práticas como lavagem de dinheiro ou de evasão fiscal, dentre outras consequências igualmente perniciosas para o interesse público”<sup>302</sup>. Essa finalidade da repressão – que, na maioria das vezes, não é explicitada nos votos – deve ser tida em conta no exame do tipo penal da manipulação de mercado, pois o direito penal já dispõe de outras figuras delitivas para o combate dessa utilização indevida do mercado, de acordo com o bem jurídico protegido, tais como lavagem de dinheiro, sonegação fiscal, evasão de divisas etc.

Por fim, do ponto de vista subjetivo, entende-se que o dolo exigido pelo tipo administrativo está voltado à realização das negociações artificiais, não se exigindo a demonstração da intenção de obtenção vantagem específica ou de causar prejuízo a terceiros.

### **2.5.2. Manipulação de preços**

A manipulação de preços está definida administrativamente 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” (artigo II, “b”, da Instrução CVM nº 08/1979).

Da leitura do conceito já se verifica uma primeira diferença entre a criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço e a manipulação de preço, referente ao objeto da conduta. Na criação de condições artificiais, a conduta pode se voltar a influenciar, como visto, não apenas os preços dos títulos, mas também a oferta ou a demanda deles; na manipulação de preços, a conduta se volta apenas à sua cotação<sup>303</sup>.

Na visão da CVM, os elementos da infração podem ser decompostos da seguinte forma: i) utilização de processo ou artifício; ii) destinado a promover cotações enganosas ou artificiais; iii) induzindo terceiros a negociar valores mobiliários cujas cotações foram artificialmente produzidas;

---

<sup>302</sup> PAS nº 04/2013, Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. 25.02.2014.

<sup>303</sup> SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Op. cit.* p. 118.

iv) presença do dolo, ainda que eventual, de alterar as cotações e induzir terceiros a negociar com base nessas cotações falsas<sup>304</sup>.

A CVM reconhece como processos ou artifícios típicos para a manipulação de preços, por exemplo: a) compra de ações no primeiro negócio do dia ou no *call* de abertura a um preço mais elevado do que a cotação anterior (*marking the open*) nos seguintes pregões; b) compra de ações no *call* de fechamento ou próximo do final do pregão, elevando o preço (*marking the close*) nos seguintes pregões<sup>305</sup>.

Como na criação de condições artificiais, também na manipulação de preços é comum a realização de uma série de operações com o objetivo de elevar artificialmente a cotação do papel. Isso pode ser feito, v.g., conforme reconhecido num caso concreto pelo CRSFN, para permitir a liquidação de débitos da companhia mediante entrega de ações de sua emissão, dadas em pagamento aos seus credores, com prejuízo a estes, que acabam por receber os ativos como se valessem muito mais do que o seu verdadeiro preço de mercado<sup>306</sup>.

Para a CVM é importante examinar os padrões de comportamento do participante do mercado. Comprar na alta, em quantidades módicas, e vender na baixa, em quantidades maiores, não é o padrão esperado de um investidor comum, mas um indicativo da intenção de atrair a atenção de outros investidores para, em seguida, desovar as ações no mercado. Igualmente, o atraso na prestação de informações relevantes configura, na visão da CVM, um indício da intenção de suportar artificialmente a cotação de um ativo, assim como a participação de executivo em fóruns de discussão de internet com comentários sobre o desempenho e os planos da companhia<sup>307</sup>.

Da mesma forma que se passa com a criação de condições artificiais de mercado, não restará configurada a manipulação de preços se for demonstrado que as operações realizadas estavam justificadas por legítimos propósitos econômicos<sup>308</sup>.

Afirma-se que o ilícito seria de mera conduta, não sendo exigida a comprovação de lucro ou prejuízo a terceiros. Mas, em verdade, essa afirmação é contraditório, já que se exige um

<sup>304</sup> PAS CVM nº RJ2013/5194, Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. 19.12.2014.

<sup>305</sup> PAS CVM nº RJ2013/5194, Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. 19.12.2014.

<sup>306</sup> CRSFN, Acórdão nº 8386-08, Rel. Felisberto Bonfim Pereira, j. 25.06.2008.

<sup>307</sup> PAS CVM nº RJ2013/5194, Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. 19.12.2014.

<sup>308</sup> Cf. PAS CVM Nº 16/03. Sobre a existência de justificativas econômicas para a realização de operações como fundamento para a afastar a acusação de manipulação de preços, cf. DUTRA, Marcos Galileu Lorena; BUSATO, Eduardo José. *A manipulação de preços no mercado de capitais: lições trazidas pelo “Caso Merrill Lynch”*. Disponível em: [http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad\\_2002/FIN/2002\\_FIN1795.pdf](http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad_2002/FIN/2002_FIN1795.pdf). Acesso em: 05 jan. 2017. Trata-se de comentários dos autores à decisão proferida no Inquérito Administrativo CVM n.º 35/98, j. 21.09.2000, Rel. Joubert Rovai.

resultado naturalístico, dada a necessidade de se demonstrar o nexos causal entre o artifício e a produção de cotações enganosas<sup>309</sup>.

Não obstante, admite-se a tentativa de manipulação do preço como suficiente para a caracterização do ilícito. No caso julgado no IA nº TA-RJ2001/6226, um investidor procurou elevar o preço de ações que possuía através de simulação de conversa, mediante uso de dois pseudônimos por ele criados, em sítio eletrônico mantido por corretora destinado à troca de opiniões entre seus usuários. Nas conversas, um dos interlocutores por ele operado afirmava, supostamente com base em fontes da CVM, que as ações seriam recompradas a um preço superior ao de mercado. Embora nos pregões subsequentes à divulgação das mensagens não tenha havido variação significativa no preço das ações, entendeu-se configurada a manipulação de preços<sup>310</sup>.

No PAS nº RJ2012/9808, a CVM reconheceu a manipulação de preços através da alienação de ações de pouca liquidez, sempre em pequenos lotes, por preços bem abaixo dos então praticados no mercado, com a finalidade exclusiva de reduzir artificialmente a cotação do papel. Acerca da alegação defensiva de que as alienações seriam uma forma de defesa contra especuladores, voltada à estabilização do preço do papel, como ocorre nas ofertas públicas, consignou-se que a estabilização de preços prevista no art. 23, §3º, da Instrução CVM nº 400/0416 – que tem por objetivo manter os preços dentro de um determinado intervalo, ou seja, evitar que ele oscile abruptamente logo após a emissão de valores mobiliários no âmbito de uma distribuição pública – é um procedimento excepcional e sujeito a diversas regras dirigidas a garantir transparência ao mercado. O desrespeito a essas regras é indício da manipulação. Também se afastou a necessidade de que a manipulação de preços ocorra somente com a participação orquestrada de partes relacionadas, agindo como contrapartes, pois este não é “o único meio para atingir o fim desejado, mas um dos diversos processos ou artifícios possíveis de alterar enganosamente a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros a sua compra ou venda”<sup>311</sup>

Por outro lado, no PAS nº 31/98 reconheceu-se a dificuldade de se demonstrar a manipulação de preços de valores mobiliários de elevada liquidez<sup>312</sup>.

---

<sup>309</sup> PAS nº RJ2013/5194, Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. 19.12.2014.

<sup>310</sup> IA nº TA-RJ2001/6226, Rel. Norma Parente, j. 15.05.2003.

<sup>311</sup> PAS nº RJ2012/9808, Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. 11.12.2012.

<sup>312</sup> PAS nº 31/98, Rel. Sergio Weguelin, j. 30.11.1998. Chegou-se a afirmar que “a observância do preço de mercado em mercado líquido elimina por completo a acusação de manipulação ou prática não equitativa”.

A CVM reconhece a possibilidade de caracterização da manipulação intermercados, isto é, a realização de determinadas operações em um mercado com o objetivo de manipular os preços de um ativo negociado no outro mercado. Num caso interessante, um banco, atuando no mercado à vista da (antiga) Bovespa, colocou sistematicamente ordens de venda com preços e quantidades voltados a derrubar os preços no *call* de fechamento do pregão, de modo a influenciar o valor do Ibovespa futuro; com isso, obteve vantagens nos contratos mantidos no mercado futuro<sup>313</sup>.

O ilícito administrativo exige, por fim, um elemento subjetivo especial, consistente na intenção de induzir terceiros a negociar com base nas cotações falsas.

Já reconheceu a CVM, contudo, a caracterização do ilícito em caso em que a intenção da manipulação dos preços não era levar terceiros a negociar os títulos, mas sustentar as cotações para afastar suspeitas sobre operações fraudulentas anteriormente cometidas<sup>314</sup>.

### 2.5.3. Operação fraudulenta

Operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários é, de acordo com o artigo II, “c”, da Instrução CVM nº 08/1979, “aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros”.

Os elementos necessários à caracterização de operação fraudulenta, de acordo com a jurisprudência administrativa da CVM, são: (i) a utilização de ardil ou artifício; (ii) para indução ou manutenção de terceiro em erro; (iii) e a intenção de obtenção de vantagem ilícita para si ou terceiros<sup>315</sup>.

Na jurisprudência da CVM se assevera que a infração administrativa teria sido nitidamente inspirada no delito de estelionato, dada a similitude de seus elementos<sup>316</sup>. De fato, de maneira comparável ao estelionato, a amplitude conceitual dos elementos dessa infração administrativa permite-lhe enquadrar diversos tipos de fraudes<sup>317</sup>. Funciona, assim, como uma espécie de cláusula

<sup>313</sup> PAS nº SP2001/0236, Rel. Eli Loria, j. 19.07.2004.

<sup>314</sup> PAS nº 05/2001, Rel. Norma Jonssen Parente, j. 19.07.2004.

<sup>315</sup> PAS nº 24/2010, Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. 27.05.2014. No mesmo sentido, cf. EIZIRIK, Nelson. Caracterização da operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários. In: EIZIRIK, Nelson. *Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 188.

<sup>316</sup> PAS nº 34/1999, Rel. Marcelo F. Trindade, j. 19.07.2001.

<sup>317</sup> “O conceito de operação fraudulenta é muito mais amplo e flexível do que os de criação de condições artificiais de demanda e de manipulação, sendo muito difícil elencar exemplos de sua prática, uma vez que a fraude pode se revestir



geral, apta a recolher em sua hipótese de incidência condutas indesejáveis que não se enquadram nas demais ilicitudes administrativas.

Um exemplo corriqueiro de operação fraudulenta é a venda das ações sem autorização ou com base em autorização falsificada<sup>318</sup>.

Outra prática comum subsumida no conceito de operação fraudulenta é a do chamado *churning* ou *overtrading*, por meio do qual se realiza giro excessivo da carteira com a finalidade de gerar despesas de taxas de corretagem e comissões em detrimento do cliente<sup>319</sup>. Para verificar a ocorrência dessa prática ilícita, a CVM utiliza indicadores econômicos que servem de referência acerca da plausibilidade das operações – como a denominada *cost-equity ratio* para calcular o retorno mínimo que seria necessário para cobrir as despesas em determinado período<sup>320</sup>. Esse tipo de exame pela CVM está em consonância com relatório de análise elaborado pela BSM que, baseando-se em modelos de outras jurisdições, sugere a utilização de dois indicadores para subsidiar as análises e decisões da BSM: a) um para averiguar se o volume de negócios foi excessivo (taxa de giro da carteira); e b) outro para aferir se o total de despesas incorridas pelo investidor foi demasiado (taxa de despesa)<sup>321</sup>.

---

de múltiplas formas” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.* p. 551).

<sup>318</sup> PAS nº SP2006/0169, Rel. Marcos Barbosa Pinto, j. 28.08.2007; PAS nº RJ2004/2870, Rel. Pedro Oliva Marcílio de Sousa, j. 07.11.2006; PAS 16/02, Rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. 10.10.2006.

<sup>319</sup> Em Portugal essa prática é conhecida como “intermediação excessiva”. De acordo com o artigo 310.º, 1, do Código dos Valores Mobiliários, “O intermediário financeiro deve abster-se de incitar os seus clientes a efectuar operações repetidas sobre instrumentos financeiros ou de as realizar por conta deles, quando tais operações tenham como fim principal a cobrança de comissões ou outro objectivo estranho aos interesses do cliente”. De acordo com o artigo 397.º, 2, do mesmo diploma constitui contra-ordenação muito grave a realização de operações que caracterizem intermediação excessiva.

<sup>320</sup> PAS nº SP2012/480, Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. 06.10.2015.

<sup>321</sup> Relatório de Análise 001/2011 Gerência de Análise e Estratégia, intitulado *Determinação dos parâmetros para a caracterização da prática de churning no Brasil*. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/instdownload/REL-GAE-01-2011-Churning.pdf>. Acesso em: 05 jan. 2017. O primeiro indicador, denominado *turnover ratio*, indica o número de “giros” efetuados com a carteira do cliente, comparando-se o patrimônio médio do cliente com o volume total de compras efetuado. Utiliza-se, como macro de comparação para verificar se determinada *turnover ratio* é excessiva, a taxa de *turnover* dos fundos de investimento em ações, partindo-se do princípio de que é razoável supor que um investidor particular gire sua carteira a taxa inferior à de fundos geridos por profissionais: taxas de *turnover* superiores a 8 seriam fortemente indicativas da prática de *churning*, não se podendo descartar, contudo, a possibilidade de *churning* para taxas entre 2 e 8. Já o segundo indicador se volta a verificar a presença de uma excessiva despesa para os investidores, sugere-se a adoção do indicador denominado *cost-equity ratio*, que compara o total de despesas que incidiu sobre a carteira do investidor com seu patrimônio médio. Este indicador reflete o retorno mínimo que seria necessário para cobrir as despesas que incidiram sobre a carteira do investidor em determinado período. Como base de comparação para verificar se determinada *cost-equity ratio* é elevada ou não, sugere-se compará-la com a rentabilidade histórica do Ibovespa. *Cost-equity ratios* superiores à média histórica anual seriam consideradas como indicativas da prática de *churning*. Estes indicadores são formalmente adotados para analisar casos em que se percebem indícios da prática de *churning* e auxiliam as decisões tomadas no âmbito da atividade de *enforcement* da BSM.

Os elementos caracterizadores do *churning*, de acordo com o Colegiado da CVM, são: (i) compra e venda intensas de ações; (ii) sem atender o interesse do cliente (no caso concreto um fundo de pensão); para (iii) gerar corretagem; (iv) em benefício da corretora (distribuidora) ou gestor<sup>322</sup>.

Acerca da indução ou manutenção de terceiro em erro, é interessante destacar a mudança de entendimento da CVM a respeito de fraudes praticadas contra investidores institucionais. Anteriormente, entendia a CVM que se, por exemplo, o operador/gerente do fundo de pensão participasse do arдил, não se poderia considerar que o fundo de pensão estivesse em erro. Essa concepção foi superada, passando-se a admitir que quem é induzido ou mantido em erro é o participante do fundo de pensão. Desse modo, dependendo do artifício utilizado, o operador/gerente do fundo de pensão pode ser responsabilizado tanto por prática não equitativa quanto por operação fraudulenta<sup>323</sup>.

O ilícito também exige o dolo, sendo insuficiente a demonstração de negligência por parte do agente<sup>324</sup>.

#### **2.5.4. Prática não equitativa**

A prática não equitativa no mercado de valores mobiliários é definida como “aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação” (artigo II, “d”, da Instrução CVM nº 08/1979).

Para o reconhecimento dessa infração, deve-se “levar em consideração que o mercado de valores mobiliários se rege por regras muito específicas, tendo em vista preservar, dentre outros, o princípio da equidade nas negociações, buscando-se evitar que os agentes participantes do mercado possam se valer de privilégios – efetivos ou por eles próprios criados – devendo negociar, portanto, em igualdade de condições”<sup>325</sup>.

---

<sup>322</sup> PAS CVM nº 24/2010, Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. 27.05.2014.

<sup>323</sup> PAS nº 30/2005, Rel. Ricardo Tadeu, j. 11.12.2012.

<sup>324</sup> PAS nº SP2001/240, Rel. Eli Loria, j. 22.07.2004.

<sup>325</sup> PAS nº SP2002/0564, Wladimir Castelo Branco Castro, j. 19.11.2003.

Nesse preceito são incluídas, no mais das vezes, hipóteses de violação do dever fiduciário por parte do intermediário financeiro em detrimento do cliente<sup>326</sup>. Aliás, se a aparente posição de desigualdade era, em verdade, previamente acordada entre as partes, não se tem como possível considerar a caracterização da prática não equitativa – preferindo a CVM, neste caso, como visto, enquadrar a conduta como criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários<sup>327</sup>.

Exemplo frequente de prática não equitativa se dava na realização das especificações finais dos comitentes das operações de modo a acarretar perdas sistemáticas – geralmente para investidores institucionais – e ganhos para pessoas determinadas<sup>328</sup>. Antigamente, essa especificação poderia ser feita até o fim do pregão; atualmente, para evitar condutas irregulares, existem regras mais rígidas que estabelecem a imediata especificação ou, ao menos, “janelas de especificação” – horários determinados nos quais devem ser especificados os comitentes das operações já realizadas<sup>329</sup>.

De todo modo, mesmo com essas regras mais rígidas, ainda existe a possibilidade de especificação final com favorecimento de um investidor em detrimento de outro. Assim, reconheceu a CVM a caracterização de prática não equitativa na abertura de ordens sem especificação do cliente, ocasião em que se utilizava provisoriamente a especificação inicial com o código “0” ou com códigos de outros clientes, para, num momento posterior, conhecidos os resultados das operações *daytrade*, serem reespecificados os comitentes finais, sempre para colocar um investidor determinado em posição de vantagem sobre outro<sup>330</sup>.

Antes da regulamentação específica a respeito do uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*) – especialmente com a inclusão, pela Lei nº 10.303/2001, do §4º ao art. 155 à Lei nº 6.404/1976, que proíbe o uso indevido de informação privilegiada, e da edição da Instrução CVM nº 358/2002, que regulamenta tal comando –, a CVM enquadrava a prática no amplo conceito de prática não equitativa.

---

<sup>326</sup> PAS nº SP2003/0461, Rel. Maria Helena Santana, j. 05.12.2006.

<sup>327</sup> PAS nº 12/2010, Rel. Luciana Dias, j. 07.10.2014.

<sup>328</sup> PAS nº 01/2010, Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. 16.07.2013; PAS nº SP2007/139, Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. 30.07.2013; PAS nº SP2007/140, Rel. Otávio Yazbek, j. 15.10.2013.

<sup>329</sup> SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Op. cit.* p. 125.

<sup>330</sup> PAS nº SP2010/178, Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. 25.03.2014. Cf., também, PAS nº SP2007/140, Rel. Otávio Yazbek, j. 15.10.2013.

Também o *front running* tem sido classificado como prática não equitativa<sup>331</sup>. Trata-se da atuação de determinados agentes – por si próprios ou por intermédio de “laranjas” – que, cientes de que determinado investidor – em regra, investidores institucionais, como fundos de pensão – irá negociar certo ativo, antecipam-se e realizam operações por conta própria para em seguida revender os valores mobiliários, com a garantia de obtenção de lucro.

A demonstração da prática do *front running* normalmente dependerá do exame de um conjunto de operações, que demonstre a obtenção sistemática de resultados positivos por determinadas pessoas em detrimento dos investidores institucionais<sup>332</sup>.

Também se considera prática não equitativa a hipótese de utilização da posição de vantagem em relação à contraparte na operação, obtendo lucro não justificado por fatores de mercado, mas exclusivamente pelo pagamento de um preço vil pelas ações adquiridas<sup>333</sup>.

Não se exige, para a caracterização da infração administrativa, a ocorrência de prejuízo ou lucro<sup>334</sup>.

---

<sup>331</sup> PAS nº 10/05, Rel. Eli Loria, j. 25.08.2009; PAS nº 04/00, Rel. Wladimir Castelo Branco Castro, j. 17.02.2005; PAS nº 22/94, Rel. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. 15.04.2004.

<sup>332</sup> PAS nº 04/2000, Rel. Wladimir Castelo Branco Castro, j. 17.02.2005.

<sup>333</sup> PAS nº 34/1999, Rel. Marcelo F. Trindade, j. 19.07.2001.

<sup>334</sup> PAS nº SP2005/0155, Rel. Eli Loria, j. 21.08.2007; PAS nº 07/04, Rel. Eli Loria, j. 01.08.2007.



## CAPÍTULO 3. BEM JURÍDICO TUTELADO E ASPECTOS CONSTITUCIONAIS RELATIVOS AO DELITO DE MANIPULAÇÃO DE MERCADO

### 3.1. O BEM JURÍDICO LESIONÁVEL PELA MANIPULAÇÃO DE MERCADO

As graves consequências da manipulação de mercado para os investidores, potenciais e efetivos, e também para a economia de forma geral são ilustrados pela Grande Depressão de 1929 e pela crise econômica em que o mundo se afundou em 2008<sup>335</sup>.

Aliás, nem é preciso ir tão longe: como lembra Arnaldo Malheiros Filho, uma das principais razões para o desaparecimento da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro – a primeira a ser fundada no Brasil, em 1845 – foi uma ampla manipulação das ações ali negociadas em 1989<sup>336</sup>.

A perda da confiança e a lesão ao patrimônio dos investidores são consequências importantes da manipulação do mercado. Não obstante, trata-se de efeitos que decorrem da lesão a um bem jurídico mais específico, este sim protegido imediatamente pelas regras que vedam práticas de manipulação de mercado.

O objetivo deste tópico é justamente determinar, com a maior precisão possível, o bem jurídico que se pretende proteger com a criminalização da manipulação<sup>337</sup>. É preciso, para tanto, contextualizá-lo.

---

<sup>335</sup> É obviamente simplista – e até maniqueísta – imputar a ocorrência dessas crises *apenas* a práticas de manipulação do mercado. Mas também é ingênuo pensar que estas não constituem concausas das crises. Nesse sentido, por exemplo, a Suprema Corte dos EUA já consignou que a série de leis que foram editadas após a crise de 1929 – *Securities Act* (1933), *Securities Exchange Act* (1934), *Public Utility Holding Company Act* (1935), *Trust Indenture Act* (1939), *Investment Company Act* (1940) e o *Investment Advisers Act* (1940) – tinha o propósito de “eliminar certos abusos da indústria de valores mobiliários, abusos que se considerou terem contribuído para a quebra do mercado de ações de 1929 e para a depressão dos anos 1930”. Cf. *S.E.C. v. Capital Gains Bureau*, 375 U.S. 180, 186 (1963). Tradução nossa.

<sup>336</sup> Crime de manipulação do mercado de capitais. In: VON ADAMEK, Marcelo Vieira (coord.). *Temas de direito empresarial e societário contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011. pp. 889-891.

<sup>337</sup> Reconhece a doutrina ser “hoje um postulado da política criminal identificar com maior precisão possível a lesão a estes bens jurídicos, evitando-se as abstrações, como uma forma de admitir-se uma garantia do direito penal”. SILVA, Marco Antonio Marques da. Globalização e direito penal econômico. In: COSTA, José de Faria; SILVA, Marco Antonio Marques da (coord.). *Direito penal especial, processo penal e direitos fundamentais: visão luso-brasileira*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 410.

### 3.1.1. Capacidade funcional do mercado de capitais

Siegfried Kumpel sustenta que o direito do mercado de capitais tem como bem jurídico prioritariamente digno de proteção a sua capacidade funcional, ou seja, a sua aptidão de executar as funções dele esperadas e servir aos interesses públicos e particulares envolvidos na existência de mercados eficientes. Esse conceito bastante amplo de capacidade funcional, por sua vez, é dividido pelo professor alemão em três aspectos: capacidade funcional institucional, capacidade funcional operacional e capacidade funcional alocativa<sup>338</sup>.

A *capacidade funcional institucional* está ligada à existência de condições básicas que possibilitem o acesso mais lato possível dos emitentes ao mercado e a maior amplitude possível de oferta e demanda dos investidores, gerando maior liquidez e atraindo, com isso, fatia substancial dos recursos superavitários disponíveis na economia para o mercado de valores mobiliários. Vários critérios são considerados importantes para assegurar a liquidez, como a extensão e a profundidade do mercado, além da utilização de meios jurídicos simples e práticos de negociação<sup>339</sup>.

A *capacidade funcional operacional*, por sua vez, refere-se aos custos envolvidos na emissão (mercado primário) e na posterior negociação (mercado secundário) dos valores mobiliários. Trata-se de manter os custos envolvidos nos menores patamares possíveis, para atrair os recursos para o mercado de capitais.

Finalmente, a *capacidade funcional alocativa* se refere à eficiência com que o mercado de capitais dirige os recursos escassos para investimentos que ofereçam os maiores rendimentos com suficiente segurança<sup>340</sup>. Cuida-se, percebe-se logo, de uma função importantíssima para a economia como um todo, pois a alocação eficiente dos recursos gera externalidades positivas para toda a sociedade. Vejamos com mais detalhes como isso se realiza.

### 3.1.2. Mercados eficientes e investidores racionais

A capacidade funcional alocativa está fundada, em larga medida, na hipótese dos mercados eficientes e na teoria da escolha racional dos investidores. Tais teorias econômicas, embora

---

<sup>338</sup> *Direito do mercado de capitais*: do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro. Rio de Janeiro – São Paulo – Recife: Renovar, 2007. pp. 22 e seguintes.

<sup>339</sup> KÜMPEL, Siegfried. *Op. cit.* pp. 24-25.

<sup>340</sup> *Idem, ibidem.* p. 35.

submetidas mais recentemente a uma bateria de críticas e revisões, persistem, em suas linhas gerais, como critérios norteadores do regime de divulgação de informações no mercado de capitais.

A *hipótese dos mercados eficientes* foi desenvolvida, essencialmente, por Eugene Fama. Partindo da premissa de que a função primária do mercado de capitais é permitir a alocação eficiente dos recursos na economia, Fama reputa como ideal o mercado em que os preços refletem as informações relevantes sobre um ativo, permitindo, assim, a alocação dos recursos nos empreendimentos mais rentáveis. Ele classifica três formas de verificação da eficiência informacional do mercado: fraca, em que o preço dos valores mobiliários refletiria apenas as informações relativas a preços históricos; semiforte, na qual os preços incorporariam as informações públicas disponíveis; e forte, onde os preços dos valores mobiliários refletiriam absolutamente todas as informações existentes sobre o ativo<sup>341</sup>.

Entende-se que a eficiência semiforte é aquela que melhor reflete o efetivo funcionamento do mercado, notadamente no que se refere ao impacto gerado por novas informações ao preço dos valores mobiliários negociados<sup>342</sup>.

De acordo com a *teoria da escolha racional*, a partir da tomada de conhecimento das informações relevantes mais recentes sobre os títulos, investidores agindo racionalmente adquiririam aqueles considerados subvalorizados e alienariam aqueles entendidos como supervalorizados. Com isso, rapidamente, os preços convergiriam para o seu valor “real” ou intrínseco<sup>343</sup>.

É claro que, no mundo real, as coisas não funcionam tão perfeitamente. Como visto no Capítulo 2.4.1, existem diversos tipos de investidores no mercado. Apenas os chamados investidores informados é que efetivamente trabalham com a captação e o processamento especializado de informações, a partir das quais comparam o preço dos ativos com seu valor intrínseco. Mas mesmo estes, conforme demonstram estudos recentes de economia comportamental, estariam sujeitos a desvios cognitivos, em especial decorrentes de “excesso de confiança”<sup>344</sup>.

---

<sup>341</sup> FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of finance*. New York: American Finance Association, v. 25, may.-1970. p. 383.

<sup>342</sup> PITTA, André Grünspun. *Op. cit.* p. 88.

<sup>343</sup> Sobre o conceito de valor intrínseco, cf. nota de rodapé 255 *supra*.

<sup>344</sup> PITTA, André Grünspun. *Op. cit.* pp. 144-145.



As críticas recentes encontradas na literatura econômica sobre o tema – vinculadas notadamente ao desenvolvimento da economia comportamental –, embora atenuem a rigidez das teorias, não se mostram suficientes para derrubar a hipótese dos mercados eficientes e do investidor racional. Demonstram, sim, que a correlação existente entre preços de valores mobiliários e informações disponíveis, embora não seja absoluta, existe; indicam, outrossim, que as decisões tomadas pelos investidores estão submetidas a condicionantes muito mais complexos do que a simples comparação entre informação e preço, mas não afastam a importância que continua a recair sobre esta relação<sup>345</sup>.

Essas concepções, portanto, são tomadas como premissas para a análise que se continua a proceder.

### **3.1.3. Caráter informativo dos preços de negociação de valores mobiliários**

A capacidade funcional alocativa, baseada na hipótese dos mercados eficientes, pressupõe o caráter informativo dos preços de negociação de valores mobiliários e a liquidez do mercado. Em outros termos, há duas classes de benefícios públicos produzidos por um mercado de capitais eficiente: os decorrentes do caráter informativo dos preços dos títulos nele negociados e os derivados da liquidez do mercado<sup>346</sup>. Quanto mais informativos os preços dos ativos negociados no mercado de valores mobiliários e mais líquido este mercado, maior a sua capacidade funcional alocativa.

O *caráter informativo dos preços* está inserido no complexo processo de formação de preços de negociação dos ativos, cuja compreensão pressupõe a percepção da importância da informação para o seu regular funcionamento, bem como a apreensão das noções de assimetria informacional e de seleção adversa. Vejamos como se relacionam esses conceitos.

Economias ricas são aquelas que permitem a tomada de decisões adequadas de alocação do capital. A utilização eficiente dos recursos econômicos demanda o seu direcionamento para os projetos e para os responsáveis que consigam extrair deles o maior valor possível. A alocação de recursos se mostra mais eficiente quando a expectativa de benefício marginal de um recurso é a

---

<sup>345</sup> *Idem, ibidem*. p. 157.

<sup>346</sup> HARRIS, Larry. *Trading & Exchanges: market microstructure for practitioners*. New York: Oxford University Press, 2003. p. 206.

mesma para todo projeto que o utiliza na economia<sup>347</sup>. Quando os benefícios marginais diferem de projeto para projeto, transferir recursos de um projeto com menor benefício marginal para um projeto com maior benefício marginal produz uma maior eficiência alocativa. Como milhões de projetos competem pelos recursos em grandes economias, alocar recursos eficientemente requer uma quantidade extraordinária – e uma alta capacidade de processamento – de informações<sup>348</sup>.

Assim, a eficiência do mercado de capitais tem relação diretamente proporcional à *qualidade do acesso dos investidores às informações* referentes à companhia. Num mercado de capitais em condições ideais (“mercado perfeito”), no qual todos investidores têm acesso à informação fidedigna publicamente disponível no menor tempo viável, de forma simétrica, as cotações dos ativos refletem o seu valor intrínseco.

Mas, na prática, o mercado é imperfeito, seja em razão da existência de diferentes espécies de investidores no mercado<sup>349</sup>, seja em virtude da diferença temporal e de qualidade da informação disponível aos diferentes agentes. Essa diferença temporal e de qualidade da informação existente entre os tipos de investidores que atuam no mercado caracteriza, justamente, a *assimetria informacional*.

Os investidores informados lucram ao realizar operações com valores mobiliários que entendem subvalorizados ou supervalorizados. Tais informações ou não estão disponíveis aos demais agentes do mercado ou não foram por eles devidamente processadas. Quando isso acontecer – isto é, quando as informações se tornarem públicas e forem assimiladas – o preço do ativo deve convergir para aquele esperado pelos investidores informados. Diz-se, então, no jargão do mercado, que a informação já está “precificada”; em outras palavras, já está refletida no valor do título. Ao convergirem tendencialmente para o valor intrínseco do valor mobiliário na visão média dos investidores informados, os *preços* de negociação são considerados *informativos*<sup>350</sup>.

A manipulação do valor das ativos, por sua vez, torna seu preço menos informativo<sup>351</sup>. As negociações realizadas pelos manipuladores são interpretadas pelos demais agentes do mercado, especialmente quando envolvem altos valores e volumes negociados, como se realizadas por

---

<sup>347</sup> Benefício marginal (ou utilidade marginal) de um recurso consiste no benefício adicional gerado por um empreendimento se lhe fosse direcionada mais uma unidade do recurso.

<sup>348</sup> HARRIS, Larry. *Op. cit.* p. 207.

<sup>349</sup> Como visto anteriormente, existem no mercado investidores informados e investidores desinformados. Sobre essa diferenciação, consulte-se o Capítulo 2.4.1.

<sup>350</sup> HARRIS, Larry. *Op. cit.* p. 206.

<sup>351</sup> HARRIS, Larry. *Op. cit.* pp. 266-267.

investidores informados e, com isso, afastam o preço de negociação do valor intrínseco do título<sup>352</sup>. De igual modo, a realização de operações simuladas sinaliza falsamente a existência de oferta e demanda pelo ativo financeiro negociado, influenciando artificialmente o processo de formação de preços.

A permissividade em relação à manipulação do mercado desestimula a atuação dos investidores informados, responsáveis pela coleta e processamento das informações relevantes para a identificação do valor intrínseco do valor mobiliário. Com efeito, esses investidores – que incorrem em altos custos de estrutura, capital humano e tempo – não conseguiriam sozinhos identificar facilmente distorções em informações implícitas – como transações realizadas pelo mesmo agente, atuando nas duas pontas da operação (*wash trades*), ou por agentes diferentes, agindo nos dois polos de forma preordenada (*matched orders*) –, o que justifica a existência de um sistema organizado de detecção e repressão contra essas práticas. Do contrário, todos os investidores informados teriam de dispender mais recursos com a verificação da acuidade das informações implícitas, multiplicando-se o custo que pode ser assumido apenas – ou, ao menos, em maior medida – pelo ente regulador<sup>353</sup>.

A proibição da manipulação também impede a deturpação da informação explícita, pois as informações prestadas devem ser completas e fidedignas e, em razão dos deveres de *disclosure*, fatos relevantes não podem ser omitidos<sup>354</sup>.

Os preços que se formam em mercado regulamentado são preços públicos de referência, utilizados em inúmeras decisões públicas e privadas<sup>355</sup>. A perda do caráter informativo dos preços

---

<sup>352</sup> Além de elevar os custos de transação, como exposto a seguir.

<sup>353</sup> GOSHEN, Zohar; PARCHOMOVSKY, Gideon. *Op. cit.* p. 742. Essa percepção parte da premissa, economicamente fundada, de que o custo da informação será diretamente proporcional ao seu grau de dispersão. Ou seja, se a manipulação no mercado for admitida, torna-se muito mais custosa a busca pela fidedignidade das informações implícitas nas negociações, pois os investidores informados terão de suportar esse custo individualmente. Dessa forma, um meio de mitigar esse problema é utilizar meios de profusão da informação. Cf., a respeito do custo da procura por informação e dos meios de reduzir as distorções por ele causadas, STIGLER, George. *The economics of information. The Journal of Political Economy*. Chicago: University of Chicago, v. 69, i. 3, jun. 1961. pp. 213-225.

<sup>354</sup> Zohar Goshen e Gideon Parchomovsky acrescentam que a repressão à manipulação cria um círculo virtuoso, na medida em que, ao reduzir os “custos de precaução” dos investidores informados, facilita o ingresso de novos competidores no mercado; o incremento da competição, por sua vez, aumenta a probabilidade de detecção de fraudes e, com isso, reduz o estímulo das companhias a praticarem fraudes ou manipulações; a redução do estímulo à divulgação de informações distorcidas ao mercado levará ao decréscimo dos “custos de precaução” dos investidores informados e assim por diante (*Op. cit.* p. 743).

<sup>355</sup> Os preços de negociação, expressos em cotações continuamente fixadas em bolsa, exercem um papel relevante como base de cálculo não apenas para os mercados secundários, mas também para o mercado primário e em diversos outros âmbitos – por exemplo, o preço de bolsa tem significado para a avaliação de empresas para aquisições, fusões, cisões, para a avaliação do balanço dos ativos circulantes e para o cálculo de tributos.

dos valores mobiliários afeta diretamente a alocação eficiente do capital, pois dificulta a identificação dos projetos econômicos mais eficientes.

Por outro lado, a existência da assimetria informacional faz com que os investidores desinformados desconfiem estar a negociar, em regra, com um negociante informado<sup>356</sup>. Esse fenômeno é conhecido como *seleção adversa* e faz com que os formadores de mercado, agindo racionalmente, aumentem a diferença entre a cotação das ofertas de compra e venda (*spread*) mantidas nos sistemas de negociação de valores mobiliários, elevando, conseqüentemente, os custos de transação<sup>357</sup>. Quanto maior a assimetria informacional, maior a seleção adversa, o que torna maiores os *spreads* praticados entre oferta de compra e venda e, por conseguinte, eleva os custos de transação<sup>358</sup>.

Os formadores de mercado procuram “descobrir” o correto preço de mercado de um ativo a partir da contínua análise da oferta e da demanda<sup>359</sup>. A intensificação da seleção adversa conduz tendencialmente a uma ineficiência do mercado, pois os investidores que agem desprovidos de informações confiáveis aplicarão descontos relativamente uniformes a todos os valores mobiliários negociados, prejudicando os empreendimentos mais eficientes<sup>360</sup>.

A repressão à manipulação, ao reduzir a frequência de informações manipuladas, reduz o risco de informação assimétrica e, com isso, a seleção adversa. Isso leva à diminuição dos *spreads* praticados entre oferta de compra e venda, resultando em maior liquidez, menor custo de capital e melhora na eficiência do mercado<sup>361</sup>.

Um mercado de capitais apto a distribuir de maneira eficiente os recursos da sociedade – e, assim, proporcionar o desenvolvimento econômico – depende de uma adequada liquidez e, especialmente, da formação de preços dos ativos em condições de normalidade, de acordo com a lei da oferta e da procura.

---

<sup>356</sup> Sobre os reflexos da assimetria informacional sobre os mercados, cf. o clássico texto por AKERLOF, George. The market for lemons. *The quarterly journal of economics*. Cambridge: Oxford University Press, v. 84, n. 3, ago.-1970. pp. 488-500.

<sup>357</sup> GLOSTEN, Larry; HARRIS, Larry. Estimating the components of the bid/ask spread. *Journal of financial economics*. North-Holland: Elsevier, n. 21, 1988. pp. 123-124.

<sup>358</sup> Diminuir a extração de vantagens individuais decorrentes da assimetria informacional é uma das razões que justificam, também, o combate ao *insider trading*.

<sup>359</sup> KLÖHN, Lars. *Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance: eine interdisziplinäre und vergleichende Analyse zum Fluch und Segen der Spekulation und ihrer Regulierung durch Recht und Markt*. Berlin: Dencker & Humblot, 2006. p. 42.

<sup>360</sup> PITTA, André Grünspun. *Op. cit.* p. 104.

<sup>361</sup> GOSHEN, Zohar; PARCHOMOVSKY, Gideon. *Op. cit.* p. 743.

Se a negociação no mercado de valores mobiliários ocorre com respeito pelo livre jogo da oferta e da procura, as tendências de mercado que se formam serão reais, refletindo a valoração e a estimativa realizadas pelos seus efetivos participantes. Caso contrário, serão artificiais e induzirão em erro os diversos agentes econômicos e entidades públicas que as utilizam como critério de tomada de decisões. Garantir a livre formação do preço é, portanto, essencial para que os investidores tomem decisões racionais de investimento<sup>362</sup>.

### **3.1.4. A capacidade funcional alocativa do mercado de capitais como bem jurídico supraindividual**

Superada essa necessária exposição sobre as funções econômicas do mercado, tem-se como adequada a percepção de que aquilo que a criminalização da manipulação de mercado visa a proteger, portanto, é justamente o livre jogo de forças dos agentes econômicos na formação dos preços dos valores mobiliários, embasado na premissa de mercado livre e aberto (*free and open market*). A prática da manipulação faz com que o mercado de valores se assemelhe a um “jogo de dados” viciados, reduzindo sua legitimidade e afetando negativamente o modo como os investimentos são canalizados para usos produtivos em escala global<sup>363</sup>.

Identifica-se, portanto, o mecanismo de formação de preços de valores mobiliários, aspecto inerente à *capacidade funcional alocativa do mercado*, como o bem jurídico afetado diretamente por práticas de manipulação de mercado.

Registre-se que o processo de formação de preços é complexo, compreendendo não apenas o valor pelo qual o ativo é negociado em determinado momento, mas também os fatores que o afetam direta ou indiretamente, como a oferta, a demanda e a liquidez. A realização de repetidas operações com um valor mobiliário pelo preço de mercado, conferindo-lhe uma artificial aparência de liquidez, terá aptidão para atingir a capacidade funcional alocativa do mercado, considerando-se que a liquidez do papel é uma variável influente nas negociações futuras que o envolverem.

A alusão à *capacidade funcional alocativa do mercado* e ao processo de formação de preços não é, portanto, um subterfúgio retórico voltado a justificar a criminalização; não se trata de um

---

<sup>362</sup> SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Op. cit.* pp. 106-107.

<sup>363</sup> AVGOULEAS, Emilios. *The mechanics and regulation of market abuse: a legal and economic analysis*. Oxford: Oxford University Press, 2005. pp. 4-5.

bem jurídico meramente aparente, mas de um verdadeiro bem jurídico, um pressuposto real de funcionamento eficiente de um dos subsistemas do mercado financeiro, que é o mercado de capitais.

Como defendido nesta tese, os bens jurídicos devem ser reais, posto que não necessariamente palpáveis, pois o mundo real não se esgota nos objetos cuja existência é aferível pelos métodos das ciências naturais. Protege-se, com a criminalização da manipulação de mercado, um *processo social*, na definição de Amelung<sup>364</sup>.

Pode-se perquirir, entretanto, se, mediante a suposta proteção desse bem jurídico supraindividual, não estaria em jogo, examinada a questão com mais cuidado, a proteção imediata de um bem jurídico individual. Como visto anteriormente, embora viável a tutela penal de bens jurídicos supraindividuais, a prioridade será pela proteção de bens jurídicos individuais, quando puderem ser diretamente identificados – apresentando-se a proteção de bens jurídicos supraindividuais como subsidiária.

A capacidade funcional alocativa do mercado, especificamente quanto ao processo de formação de preços no mercado de valores mobiliários, não consiste na soma de bens jurídicos individuais. Pelo contrário, preenche as características de um verdadeiro bem jurídico supraindividual, caracterizado pela não exclusividade do gozo, pela não rivalidade do consumo e pela não distributividade.

Com efeito, os benefícios da livre formação de preços dos valores mobiliários não podem ser fruídos de modo exclusivo por ninguém; como visto, constituem verdadeiras externalidades positivas, favoráveis à economia como um todo (não exclusividade do gozo). Tampouco é possível dividir os efeitos positivos de tal processo em cotas a serem atribuídas a um indivíduo, na medida em que os benefícios da existência de preços informativos são necessariamente coletivos (não distributividade). A fruição desses benefícios por uma pessoa, por fim, em nada diminui a possibilidade de sua fruição pelas demais (não rivalidade do consumo).

Embora sem uma fundamentação detalhada para especificar como as práticas manipuladoras afetam o processo de formação de preços de negociação dos valores mobiliários, a doutrina, explícita ou implicitamente, tem reconhecido esse bem jurídico como protegido pelo tipo penal do artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976.

---

<sup>364</sup> Cf. Capítulo 1.1.3.

Fausto Martin de Sanctis frisa que “o que se deseja com o estabelecimento da proibição de manipulação do mercado é garantir o regular e transparente funcionamento deste, enquanto gerador de preços públicos dos ativos financeiros”<sup>365</sup>.

Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik também reconhecem a proteção do processo de formação de preços no mercado secundário de valores mobiliários, embora a restrinjam ao mercado secundário<sup>366</sup>.

Em Portugal, Frederico de Lacerda da Costa Pinto assevera que “quem manipula o mercado controla ilicitamente o próprio mecanismo de livre formação das cotações, neutralizando o risco do seu investimento (ou daqueles em benefício de quem actue) e pondo em risco o investimento dos demais investidores, podendo ainda viciar as decisões públicas ou privadas que usem como referência as cotações do mercado manipulado”<sup>367</sup>. Aproximado é o entendimento de Pedro Verdelho, ao afirmar ser “o interesse protegido pelo tipo de crime [...] a verdade na formação dos preços”<sup>368</sup>.

Na Itália, também se defende que o bem jurídico tutelado é o correto funcionamento do mercado, especificado esse interesse na “correta formação do preço dos instrumentos financeiros”<sup>369</sup>. Na Alemanha, Klaus Tiedemann assevera ser o bem jurídico protegido na tipificação da manipulação a formação de preços nos mercados regulamentados, assim como o correto funcionamento de referidos mercados<sup>370</sup>.

Além de tornar os preços informativos, permitindo uma alocação eficiente dos escassos recursos econômicos, a formação de preços pela atuação da oferta e da demanda efetivamente existentes no mercado, livre de práticas manipuladoras, produz outros efeitos relevantes, como, em especial, o aumento da confiança no funcionamento do mercado – o que, por sua vez, atrai uma quantidade maior de interessados em nele investir e, conseqüentemente, aumenta a sua liquidez –

---

<sup>365</sup> *Delinquência econômica e financeira*. Rio de Janeiro: Forense, 2015. p. 278.

<sup>366</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S.A.* São Paulo: Saraiva, 2002. pp. 533-534. Cf., também, EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.* pp. 540-541.

<sup>367</sup> Crimes econômicos e mercados financeiros. *Revista brasileira de ciências criminais*. São Paulo: RT, v. 10, n. 39, jul.-set. 2002. p. 53.

<sup>368</sup> Infracções no mercado financeiro: crimes de abuso de informação privilegiada e de manipulação de mercado. In: PALMA, Maria Fernanda; DIAS, Augusto Silva; MENDES, Paulo de Sousa (coord.). *Direito sancionatório das autoridades reguladoras*. Coimbra: Coimbra, 2009. p. 346.

<sup>369</sup> SGUBBI, Filippo; FONDAROLI, Désirée; TRIPODI, Andrea Francesco. *Diritto penale del mercato finanziario*. 2. ed. Milano: Cedam, 2013. p. 73.

<sup>370</sup> *Manual de derecho penal económico: parte general y especial*. Valencia: Tirant lo blanch, 2010. p. 381.

e a proteção do patrimônio dos investidores. Mas se trata de efeitos mediatos da proteção penal, que não estão ligados ao âmago do problema<sup>371</sup>.

No que se refere ao patrimônio dos investidores, pode-se cogitar, por um lado, da proteção do “público investidor” – isto é, da totalidade indiscriminada das pessoas que investem seu dinheiro no mercado de capitais, incluindo, até mesmo, os investidores em potencial, que não possuem atualmente dinheiro ali alocado – ou da proteção de investidores individuais.

A proteção do “público investidor” nada mais é do que uma faceta da confiança no mercado. Se não se trata dos patrimônios individuais dos investidores, a expressão torna-se vaga e perde significado autônomo<sup>372</sup>. Cuida-se, portanto, de um mero reflexo da proteção imediata do mecanismo de formação de preços.

Por outro lado, tampouco parece correto identificar no patrimônio individual de cada investidor o bem jurídico protegido, pelas seguintes razões.

Em primeiro lugar, é indubitável que os preços praticados no mercado, se livres de práticas manipuladoras eficazes, possuiriam diversa configuração. Com isso investidores individuais, em determinados casos de manipulação, acabam comprando ou vendendo as ações em preços mais favoráveis do que aqueles que seriam praticados se manipulação não houvesse. Seu patrimônio, nesse caso, não sofre nenhuma lesão; pelo contrário, acaba beneficiado pela manipulação<sup>373</sup>.

Ademais, como visto no exame da mecânica da manipulação, existem casos clássicos de condutas identificadas como manipuladoras, como as transações fictícias (*wash trades* e *matched orders*) realizadas com o objetivo de obter vantagens “externas ao mercado” – por exemplo, em contratos que vinculam suas obrigações à cotação de valores mobiliários –, que não conduzem necessariamente a um prejuízo imediato aos demais participantes do mercado.

---

<sup>371</sup> Conforme José de Faria Costa e Maria Elisabete Ramos, “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” (*Op. cit.* p. 35).

<sup>372</sup> A fim de vincular o bem jurídico tutelado à restritiva “teoria pessoal do bem jurídico”, Leonardo Alonso defende que aquele compreenderia os “interesses do público investidor, assim considerados os investidores efetivos e em potencial” (*Crimes contra o mercado de capitais*. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009. p. 116).

<sup>373</sup> SCHÖNWÄLDER, Yannick. *Grund und Grenzen einer strafrechtlichen Regulierung der Marktmanipulation: Analyse unter besonderer Würdigung der Börsen- oder Marktpreiseinwirkung*. Berlin: Duncker & Humblot, 2011. p. 55.



A somar-se a isso, no mais das vezes sequer se conseguirá identificar alguém que tenha sido diretamente prejudicado pela prática ilícita e, se isso ocorrer, ainda assim haverá dificuldade na mensuração do dano sofrido<sup>374</sup>.

Haverá diversas situações, evidentemente, em que os patrimônios de investidores serão atingidos. Não obstante, a existência de efeitos patrimoniais reflexos é típica de um grande número de normas do direito do mercado de capitais, sem que essa circunstância autorize identificar, sempre, um interesse individual protegido<sup>375</sup>. A afetação de patrimônios individuais é, portanto, contingencial e não necessária, razão pela qual se mostra incorreto apontá-la como bem jurídico tutelado<sup>376</sup>. Regulação do mercado de capitais não é direito do consumidor; ao menos não é este o seu foco principal<sup>377</sup>.

A confiança no regular funcionamento do mercado de capitais é, inegavelmente, um importante fator a ser resguardado. Não obstante, na tentativa que aqui se empreende de identificar do modo mais preciso possível um bem jurídico passível de tutela, a preferência deve recair sobre o mecanismo de formação de preços vinculado à capacidade funcional alocativa do mercado, bem menos etéreo e subjetivo do que a confiança.

A confiança no funcionamento do mercado, ademais, não poderia ser lesionada pelo agente que pratica as condutas indevidas. Isso porque a prática de condutas indevidas deve atrair a incidência de sanções. Se estas forem aplicadas, a confiança no funcionamento no mercado se fortalecerá; apenas se falhar o próprio sistema de sanções é que haverá perda da confiança. Neste

---

<sup>374</sup> MORELLI, Denis. Artigo 27-C, D, E e F. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à lei do mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. pp. 606-608; VEIGA, Alexandre Brandão da. *Crime de Manipulação, Defesa e Criação de Mercado*. Coimbra: Almedina, 2001. p. 157. No âmbito da repressão administrativa do *insider trading*, em que a apuração do lucro/prejuízo se afigura menos complexa do que na manipulação do mercado, no período compreendido entre 2002 e 2014 a CVM conseguiu, num universo de 187 indiciados, indicar expressamente o valor do ganho obtido ou do prejuízo evitado com a operação apenas em relação a pouco mais de 35% dos envolvidos (67 pessoas) – cf. PRADO, Viviane Müller; VILELA, Renato. Punição do uso de informação privilegiada no Brasil. *Revista dos Tribunais*. São Paulo: RT, n. 957, jul.-2015. p. 170.

<sup>375</sup> KÜMPEL, Siegfried. *Op. cit.* pp. 39-40.

<sup>376</sup> Assim sendo, a postulação do bem jurídico aqui identificado supera, também, o teste da não-especificidade proposto por Luís Greco, mencionado no Capítulo 1.2.2.1.

<sup>377</sup> A observação é de Zohar Goshen e Gideon Parchomovsky, professores da Columbia Law School e da University of Pennsylvania Law School, respectivamente: “Qualquer análise séria do papel e da função da regulação do mercado de capitais precisa evitar a disseminada, porém equivocada, crença de que a regulação do mercado de capitais visa à proteção do investidor comum. Regulação do mercado de capitais não é lei de proteção do consumidor. Preferencialmente, análises acadêmicas do tema devem partir da premissa de que o objetivo final da regulação do mercado de capitais é obter mercados financeiros eficientes e, com isso, melhorar a alocação de recursos na economia” (*Op. cit.* p. 713).

caso, de falha do sistema sancionador, a lesão ou mesmo o perigo de lesão à confiança não pode ser atribuído ao autor da conduta indevida, mas aos órgãos reguladores<sup>378</sup>.

Ademais, a confiança, por definição, está sempre voltada a um objeto referencial. Confiar é verbo transitivo: quem confia deposita sua confiança em algo ou alguém. Se os investidores confiam que os preços dos ativos negociados no mercado de capitais são formados livremente, de acordo com a lei da oferta e da procura, sua confiança está depositada justamente na capacidade funcional do mercado. Não se justifica, pois, ao invés de se tutelar diretamente o objeto da confiança, deslocar-se a proteção penal para um bem tão subjetivo como é a própria confiança.

Por fim, refira-se ainda a chamada “integridade” do mercado. A *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) define a integridade do mercado como “a medida que um mercado opera, e assim é percebido, de maneira justa e ordenada e onde regras efetivas estão em vigor e são aplicadas pelos reguladores, promovendo a confiança e a participação no mercado”<sup>379</sup>.

Como se verifica dessa definição, trata-se de conceito excessivamente amplo, que, conquanto útil do ponto de vista da formulação de princípios regulatórios e de códigos de atuação ética, não funciona como instrumento útil a uma aplicação racional do ponto de vista jurídico-penal. A vagueza do conceito torna inviável sua admissão como bem jurídico penal, pois não permite sequer uma discussão aproximada acerca da lesão ou do perigo, concreto ou potencial, de violação ao objeto de tutela.

O afastamento do patrimônio dos investidores, da confiança no regular funcionamento do mercado e da integridade do mercado como bens jurídicos prioritariamente tutelados pela proibição da manipulação de mercado, porém, não significa que aspectos ligados aos efeitos sobre tais bens não possam ser eleitos, legislativamente, para compor a regra penal incriminadora. Somente a partir do exame do tipo penal é que se pode verificar se isso ocorre ou não.

---

<sup>378</sup> BECKEMPER, Katharina. Das Rechtsgut „Vertrauen in die Funktionsfähigkeit der Märkte“. *Zeitschrift für Internationale Strafrechtsdogmatik*, v. 5, 2011. pp. 322-323. Disponível em: [http://zis-online.com/dat/artikel/2011\\_5\\_563.pdf](http://zis-online.com/dat/artikel/2011_5_563.pdf). Acesso em: 05 jan. 2017.

<sup>379</sup> *Regulatory issues raised by the impact of technological changes on market integrity and efficiency*. p. 8. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD361.pdf>. Acesso em: 09 dez. 2016.

### 3.1.5. Dignidade constitucional do bem jurídico

Identifica-se, por conseguinte, um verdadeiro bem jurídico supraindividual suscetível de lesão ou de potencial colocação em risco pela prática de condutas de manipulação do mercado. Trata-se especificamente do mecanismo de corretagem – isto é, sem interferências artificiais – formação de preços de valores mobiliários, aspecto inerente à capacidade funcional alocativa do mercado. Resta saber se a Constituição dá guarida à interpretação de que se cuida de um bem jurídico digno de tutela penal.

Consoante exposto no Capítulo 2.1, o mercado de capitais está inserido no mercado financeiro em sentido amplo. Este, por sua vez, é âmbito da atividade econômica, exercida eminentemente pela iniciativa privada – embora o Estado esteja autorizado a exercer tais atividades excepcionalmente de forma direta, quando a lei considere necessário aos imperativos da segurança nacional ou dado o relevante interesse coletivo envolvido (Constituição, artigo 173).

A base da regulação do sistema financeiro nacional repousa no artigo 192 da Constituição, segundo o qual ele será “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”.

Dessa norma se pode extrair um “princípio da mobilização da poupança nacional”, segundo o qual “fica assegurado constitucionalmente o fluxo de capitais entre detentores e tomadores de capital, com o intuito de promover o desenvolvimento equilibrado do País e atender às necessidades da coletividade”<sup>380</sup>.

Os objetivos principais da estruturação do sistema financeiro nacional, de acordo com o referido dispositivo, consistem na promoção do desenvolvimento equilibrado do País e no serviço aos interesses da coletividade. Tais finalidades são condizentes com os “objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil”, previstos no artigo 3º da Constituição, notadamente a garantia do desenvolvimento nacional (inciso II) e a promoção do bem de todos (inciso IV). São, também, consonantes com o reconhecimento do mercado interno como integrante do patrimônio nacional, incentivado de modo a viabilizar o desenvolvimento cultural e socioeconômico e o bem-estar da população (Constituição, artigo 219).

---

<sup>380</sup> MOSQUERA, Roberto Queiroga. *Op. cit.* p. 271.

A promoção dessas finalidades públicas de interesse coletivo está umbilicalmente ligada, no âmbito do mercado de capitais, às externalidades positivas decorrentes do seu regular funcionamento.

Como visto nos itens anteriores deste Capítulo, uma das espécies de benefícios públicos produzidos por um mercado de capitais eficiente, aquela decorrente dos preços informativos dos títulos nele negociados, conduz a uma eficaz capacidade funcional alocativa dos recursos escassos existentes na economia. Isso faz com que os recursos sejam retirados dos projetos menos vantajosos e convirjam para os projetos econômicos mais rentáveis e produtivos, gerando benefícios para toda a economia, promovendo o desenvolvimento econômico.

Essa função econômica central dos mercados regulados de valores mobiliários lhes confere valor social elementar<sup>381</sup>. Os mercados de capitais adquiriram *status* de instituição social, a exigir não apenas que funcionem sob uma regulação legal, mas também que se revistam de elevado grau de confiabilidade.

O interesse coletivo envolvido é substancialmente relevante. É cediço que o mercado brasileiro é ainda incipiente, especialmente se comparado com mercados de países desenvolvidos. Por outro lado, é de se esperar que, no futuro, também ocorra uma evolução do número de participantes e do valor total investido no mercado de capitais, através de uma menor dependência das empresas de financiamento bancário (especialmente público). Seja como for, o valor atualmente investido em companhias abertas brasileiras já é significativo<sup>382</sup>.

A repressão à manipulação de mercado, nesse sentido, é, a um só tempo, fator contributivo para o desenvolvimento do mercado, na medida em que um mercado menos manipulado atrairá mais investidores, e necessidade imposta por este desenvolvimento, pois quanto maior o mercado mais relevante a sua proteção.

---

<sup>381</sup> TIEDEMANN, Klaus. *Manual...*, cit. p. 380.

<sup>382</sup> Segundo dados da BM&FBovespa, o valor total das empresas listadas na bolsa de valores no início de dezembro de 2016 era de aproximadamente 745 bilhões de dólares (cf. [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/servicos/market-data/consultas/mercado-a-vista/valor-de-mercado-das-empresas-listadas/bolsa-de-valores](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/market-data/consultas/mercado-a-vista/valor-de-mercado-das-empresas-listadas/bolsa-de-valores) – acesso em 08.12.2016) e, no mercado de balcão organizado, de quase 17 bilhões de dólares ([http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/servicos/market-data/consultas/mercado-a-vista/valor-de-mercado-das-empresas-listadas/balcao-organizado](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/market-data/consultas/mercado-a-vista/valor-de-mercado-das-empresas-listadas/balcao-organizado) – acesso em 08.12.2016).

A capacidade de desenvolvimento da economia, através do financiamento de projetos economicamente vantajosos, portanto, está indissociavelmente vinculada a um mercado de capitais pujante e eficiente<sup>383</sup>.

Tratando do direito português, em comentários que se aplicam igualmente ao direito brasileiro, destaca Frederico de Lacerda da Costa Pinto que a tutela sancionatória dos bens jurídicos protegidos no âmbito do mercado de capitais “radica, de uma forma geral, no facto de estar em causa a regularidade e a eficiência de um sector do sistema financeiro, reconhecido constitucionalmente (art. 101º da Constituição), que desempenha funções económicas essenciais, como a diversificação das fontes de financiamento das empresas, a aplicação de poupanças das famílias ou a gestão de mecanismos de cobertura de risco de atividades e de investimentos”<sup>384</sup>.

Na Alemanha, Yannick Schönwälder ressalta que o significado do mercado de capitais para a economia como um todo é de tal modo relevante que ele se tornou um pressuposto de funcionamento da ordenação econômica global. Assim sendo, a proteção penal da capacidade de funcionamento do mercado não se sustenta apenas como conceito de eficiência do Estado de Bem Estar Social, mas também compreende o papel econômico global do mercado de capitais. Sua especial proteção justifica-se, a seu ver, por sua especial vulnerabilidade – dada a afetação na confiança dos investidores decorrentes de práticas manipuladoras –, por sua posição na estrutura econômica global – ligada ao refinanciamento da atividade econômica real através do mercado de capitais e alocação eficiente do capital – e, ainda, no caso de um colapso, pelo elevado risco esperado para bens jurídicos individuais<sup>385</sup>.

A proteção – inclusive penal, se necessária – contra as formas mais graves de manipulação, assegurando a real formação de preços dos valores mobiliários, é essencial também, em última instância, para a estabilidade financeira do país, que pode se ver seriamente abalada pela perda de confiança no mercado de capitais. A importância da estabilidade financeira, aliás, tem sido objeto

---

<sup>383</sup> Conforme Roberto Queiroga Mosquera, “um mercado de capitais dinâmico, com a troca de recursos financeiros entre seus participantes, atenderá, de igual maneira, o objetivo pretendido pelo legislador constitucional, qual seja, fazer o bem comum; servir a comunidade brasileira” (*Op. cit.* p. 264).

<sup>384</sup> *O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código dos Valores Mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2000. p. 17.

<sup>385</sup> *Op. cit.* pp. 65-66.

de tamanha preocupação nos dias atuais que a literatura a tem considerado como um “bem público global”<sup>386</sup>.

A somar-se a essas ponderações, todas elas derivadas dos objetivos constitucionais de promover o desenvolvimento equilibrado do país e de servir aos interesses da coletividade, a própria Constituição prevê a existência de crimes contra o sistema financeiro nacional, ao estabelecer que o seu processamento e julgamento competirá aos juízes federais (artigo 109, VI).

Depreende-se do texto constitucional, portanto, a existência de todo um quadro regulatório que aponta para a dignidade do bem jurídico tutelado na proibição de condutas manipuladoras no mercado de capitais.

### **3.2. PRINCÍPIOS CONSTITUCIONAIS PENAIS E A MANIPULAÇÃO DE MERCADO**

Identificada a existência de um bem jurídico com dignidade constitucional, cabe, agora, examinar os limites da sua proteção penal á luz dos princípios constitucionais que regulam o exercício do *jus puniendi*.

#### **3.2.1. Princípio (ou postulado) da proporcionalidade**

O princípio da proporcionalidade foi desenvolvido essencialmente pela jurisprudência do Tribunal Constitucional alemão como método de compatibilização de colisão entre direitos fundamentais, consolidando-se, posteriormente, como mecanismo de resolução de conflitos entre bens jurídicos de toda espécie<sup>387</sup>.

Em verdade, não se trata propriamente de um princípio, pois sua estrutura aplicativa não é idêntica à dos verdadeiros princípios, uma vez que não se volta imediatamente à regulação de condutas; consiste, antes, em uma norma “de segundo grau”, uma “metanorma”, que orienta, isso sim, o legislador e o aplicador da lei na solução de problemas com outras regras e princípios. Humberto Ávila denomina esse tipo de norma de postulado normativo aplicativo<sup>388</sup>.

---

<sup>386</sup> WYPLOZ, Charles. Instabilidade financeira internacional. In: KAUL, Inge; GRUNBERG, Isabelle; STERN, Marc A. (ed.). *Bens Públicos Globais: cooperação internacional no século XXI*. Record: Rio de Janeiro – São Paulo, 2012. pp. 201-208.

<sup>387</sup> CANOTILHO, J. J. Gomes. *Op. cit.* p. 272.

<sup>388</sup> Pondera o autor que a denominação é irrelevante; mais importante é constatar sua diferente operacionalidade, já que os postulados funcionam como “deveres estruturantes da aplicação de outras normas”. Explica o professor gaúcho

A convocação do postulado da proporcionalidade como limitação ao legislador penal se pode dizer óbvia, considerando sua origem vinculada à solução de conflitos entre direitos fundamentais<sup>389</sup>. Com efeito, a sanção penal consiste em gravíssima restrição do direito fundamental de liberdade, de modo que sua previsão e aplicação somente são admissíveis se proporcionais. A reserva de lei penal configura-se, pois, como reserva legal penal *proporcional*.

A rigor, ao declarar inconstitucional uma regra penal que se mostre desproporcional, a norma constitucional reconhecida como violada será o direito fundamental à liberdade (art. 5º, *caput*), servindo o postulado da proporcionalidade como critério de cotejo entre este e o bem jurídico tutelado pela norma penal<sup>390</sup>.

A submissão de tipos penais ao postulado da proporcionalidade, como critério limitador da atividade legislativa, tem sido reconhecida pelo Supremo Tribunal Federal, que, por exemplo, declarou por esse mecanismo a não recepção constitucional da contravenção de posse não justificada de instrumento de emprego usual na prática de furto (art. 25 do Decreto-Lei nº 3.688/1941) e a constitucionalidade do delito de porte de arma de fogo (art. 14 da Lei nº 10.826/2003)<sup>391</sup>.

---

que, ao passo que os princípios podem ser definidos como “normas imediatamente finalísticas, isto é, normas que impõem a promoção de um estado ideal de coisas por meio da prescrição indireta de comportamentos cujos efeitos são havidos como necessários para aquela promoção”, os postulados “de um lado, não impõem a promoção de um fim, mas, em vez disso, estruturam a aplicação do dever de promover um fim; de outro, não prescrevem imediatamente comportamentos, mas modos de raciocínio e de argumentação relativamente a normas que indiretamente prescrevem comportamentos” (*Teoria dos princípios*. 6. ed. São Paulo: Malheiros, 2006. p. 123).

<sup>389</sup> HASSEMER, Winfried ¿Puede haber delitos que no afecten a un bien jurídico penal? In: HEFENDEHL, Roland (ed.). *La teoría del bien jurídico ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?* Marcial Pons: Madrid, 2007. pp. 98-99.

<sup>390</sup> Quando o STF declarou a inconstitucionalidade de lei estadual que determinava a pesagem de botijões de gás à vista do consumidor, dada a desproporcionalidade da medida, em verdade considerou violado – *rectius*, excessivamente restringido, em face do princípio da defesa do consumidor – o princípio da livre iniciativa, servindo o postulado da proporcionalidade, a rigor, como critério de verificação do excesso. Cf. ADI 855, Rel. p/ Acórdão Min. Gilmar Mendes, Tribunal Pleno, j. 06.03.2008, DJe 26.03.2009. Interessante registrar, sobre o ponto, a manifestação do Ministro Eros Grau – que sequer proferiu voto, mas fez questão de consignar seu entendimento: “Eu pediria ao Tribunal que dissesse: há uma ofensa a tal ou qual preceito constitucional. Singelamente, sem explicitar que há uma ofensa ao tal princípio da proporcionalidade, que nem é princípio; é uma pauta, é um método de avaliação da ofensa, ou não, da Constituição. Não por conta de não proporcionalidade, mas de violação de um dos direitos fundamentais que se considere”. No mesmo sentido, na Espanha, “assentou-se na jurisprudência constitucional mais recente a ideia de que o princípio da proporcionalidade não constitui um cânon de constitucionalidade autônomo, senão um critério de interpretação mediante o qual se verifica se certas atuações dos poderes públicos encaminhadas à obtenção de determinados fins, implicam um devido grau de afetação de certos preceitos constitucionais, especialmente aqueles relativos a direitos fundamentais” (DIEZ RIPOLLÉS, José Luis. *A racionalidade das leis penais: teoria e prática*. Trad. Luiz Regis Prado. 2. ed. São Paulo: RT, 2016. pp. 211-212).

<sup>391</sup> Respectivamente RE 583523, Rel. Min. Gilmar Mendes, Tribunal Pleno, j. 03.10.2013, DJe 21.10.2014 e HC 104410, Rel. Min. Gilmar Mendes, Segunda Turma, j. 06/03/2012, DJe 26.03.2012.

Por conseguinte, mesmo que uma regra penal incriminadora tipifique condutas (potencialmente) perigosas ou lesivas a um bem jurídico com dignidade constitucional, para aferir sua constitucionalidade será necessário, ainda, que a previsão legal respeite o postulado da proporcionalidade, em sua faceta de proibição de excesso (*Ubermassverbot*)<sup>392</sup>. Devem ser considerados, para tanto, os três aspectos que constituem o postulado: adequação, necessidade e proporcionalidade em sentido estrito.

### 3.2.1.1. Teste de adequação: perspectivas normativa e empírica

No que diz respeito à adequação, cabe verificar se a medida normativa adotada contribui para o atingimento do resultado pretendido, ou seja, se é apropriada para a persecução dos fins a ela subjacentes. Trata-se de controlar a *relação de adequação medida-fim*<sup>393</sup>.

Dessa perspectiva não se compara, ainda, o grau de eficácia da medida (penal) com meios alternativos. Saber se um determinado meio atinge mais eficazmente o objetivo desejado, com relação a outros meios menos gravosos, é elucubração pertinente ao aspecto da necessidade<sup>394</sup>. Somente cabe examinar a necessidade de um meio quando já se concluiu ser este meio adequado.

No que se refere ao fim a ser buscado, reitere-se a premissa, fixada no Capítulo 1 desta tese, de que a finalidade do direito penal é a proteção exclusiva de bens jurídicos. Essa é a única finalidade constitucionalmente legítima para a criação de tipos penais<sup>395</sup>.

Portanto, para que o exame da adequação se apresente útil é necessário, em primeiro lugar, definir, com a maior precisão possível, o bem jurídico tutelado. Essa tarefa é ainda mais relevante diante de tipos penais protetores de bens jurídicos supraindividuais, impondo-se afastamento de

---

<sup>392</sup> Como já exposto no Capítulo 1.2.3, o postulado da proporcionalidade possui também uma faceta positiva, de imposição de tutela mínima de direitos fundamentais (*Untermassverbot*), que pode demandar, a depender da gravidade da possível ofensa ao bem jurídico em questão, a utilização do direito penal.

<sup>393</sup> CANOTILHO, J. J. Gomes. *Op. cit.* p. 271.

<sup>394</sup> BARROS, Suzana Toledo. *O princípio da proporcionalidade e o controle de constitucionalidade das leis restritivas de direitos fundamentais*. 2. ed. Brasília: Brasília Jurídica, 2000. p. 76.

<sup>395</sup> Nesse sentido, também o Tribunal Constitucional de Portugal tem manifestado entendimento reiterado de que embora seja “inegável que cabe ao legislador o juízo sobre a necessidade de recurso aos meios penais, dispondo, nesta matéria, uma ampla margem de liberdade, dado que inexistente na Constituição qualquer proibição de criminalização, [...] a criminalização de condutas deve restringir-se aos comportamentos que violem bens jurídicos essenciais à vida em comunidade, devendo a liberdade de conformação do legislador ser limitada sempre que a punição criminal se apresente como manifestamente excessiva ou o legislador actue de forma voluntarista ou arbitrária, ou ainda as sanções se mostrem desproporcionadas ou desadequadas” (Acórdão nº 527/95, de 10 de Novembro).



bens jurídicos meramente aparentes. Apenas é viável, logicamente, a análise de adequação meio-fim após a definição de qual é esse fim almejado.

O meio examinado é a previsão legal de regra penal incriminadora voltada à proteção do bem jurídico. Cabe, assim, perquirir se o meio (tipo penal) é adequado para a finalidade a que se propõe (proteção do bem jurídico). Em outras palavras, o exame de adequação consiste em mensurar “a capacidade de proteção do bem jurídico pela norma”<sup>396</sup>.

Procurou-se demonstrar, anteriormente, a existência de um bem jurídico supraindividual com dignidade constitucional suscetível de lesão pela manipulação de mercado, consistente na capacidade funcional alocativa do mercado de capitais. O fim buscado, portanto, é a sua proteção. Já o meio a ser examinado é aquele concretamente eleito pelo legislador, isto é, o tipo penal da manipulação do mercado previsto no artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976.

A capacidade de proteção do bem jurídico pode ser avaliada através de dois prismas: normativo e empírico.

Normativamente, parte-se da premissa de que a previsão de tipos penais incute nos cidadãos a eles submetidos o receio de aplicação de sanções, prevenindo a prática das condutas típicas. Tal premissa está fundamentada no entendimento, oriundo da análise econômica do direito, de que as sanções penais possuem efeito dissuasório, na medida em que os possíveis agentes do delito, agindo racionalmente, comparam os benefícios e os custos da prática da conduta ilícita, levando em consideração a gravidade da sanção e a possibilidade de serem efetivamente responsabilizados<sup>397</sup>. Nesse cálculo utilitarista, portanto, do ponto de vista do infrator, a decisão de cometer ou não o delito seria representada, simplificadamente, pela equação  $Be = Pc - (Sp * Pd)$ , onde  $Be$  representa o benefício esperado da prática da infração,  $Pc$  o produto do crime,  $Sp$  a sanção prevista e  $Pd$  a probabilidade de detecção do ilícito<sup>398</sup>.

A prevenção de novos delitos, destarte, é a principal justificativa para a punição sob o ponto de vista não apenas das teorias criminológicas e jurídicas da prevenção geral da pena, mas também

---

<sup>396</sup> GOMES, Mariângela Gama de Magalhães. *O princípio da proporcionalidade no direito penal*. São Paulo: RT, 2003. pp. 126-127.

<sup>397</sup> Essa compreensão sobre o comportamento economicamente racional dos agentes criminosos, embora já sugerida anteriormente em Beccaria e em Bentham, tem início com a criação de um “modelo econômico de crime”, desenvolvido a partir do trabalho seminal de Gary S. Becker (Crime and punishment: an economic approach. *Journal of political economy*. Chicago: University of Chicago Press, v. 76, n. 2, 1968. pp. 169-217).

<sup>398</sup> Equação adaptada de MARTINEZ, Ana Paula. *Repressão a cartéis: interface entre direito administrativo e direito penal*. São Paulo: Singular, 2013. p. 65.

da análise econômica do direito<sup>399</sup>. Para um dos expoentes dessa corrente, Richard Posner, a principal função do direito penal em uma sociedade capitalista consiste em impedir que as pessoas burlam as regras do mercado, naquelas situações em que este (o mercado) se apresente como método mais eficiente de alocação de recursos do que a troca forçada. Isso porque a burla ao mercado, nestes casos, é ineficiente – considerada a eficiência no sentido econômico de maximização da riqueza –, independentemente de quanto mais utilidade confere ao infrator<sup>400</sup>.

Levar em consideração a lógica econômica do direito penal não significa dobrar as suas garantias a exigências de momento. Objetiva-se, antes, definir critérios objetivos para a verificação da idoneidade da tipificação penal de uma conduta. No contexto do direito penal econômico, marcado pela atuação racional dos agentes criminosos, justifica-se fundamentar a adequação de um tipo penal no seu potencial dissuasor das condutas indesejadas.

Do ponto de vista empírico, trata-se de verificar se, a partir da análise de dados reais, resulta manifesta a existência de meios alternativos menos gravosos e igualmente eficazes para conseguir os objetivos almejados<sup>401</sup>. Apesar das dificuldades metodológicas inerentes a esse tipo de pesquisa, dadas as diversas variáveis envolvidas, estudos recentes trabalham com dados concretos para examinar, em alguns setores, se a utilização de sanções mais graves, como as criminais, conduz a uma efetiva diminuição de práticas ilícitas<sup>402</sup>. Intui-se que essa força preventiva da sanção penal – desde que conjugada à existência de uma efetiva estrutura de detecção e punição das práticas ilícitas – mostre-se mais provável nos delitos econômicos, que contam, entre suas características mais marcantes, com infratores atuando em setores especializados e com a obtenção de elevados

---

<sup>399</sup> Cf. PRESCOTT, J. J. Criminal sanction and deterrence. *Encyclopedia of law and economics*. Springer: New York, 2015. pp. 1-13.

<sup>400</sup> POSNER, Richard. An economic theory of criminal law. *Columbia law review*. New York: Columbia Law School, v. 85, n. 6, 1985. p. 1195.

<sup>401</sup> DIEZ RIPOLLÉS, José Luis. *Op. cit.* p. 215.

<sup>402</sup> Cf., por exemplo, o estudo de Daniel Kessler e Steven D. Levitt que aponta para a diminuição de crimes decorrente do aumento da gravidade de sanções penais em casos de reincidência na Califórnia (Using sentence enhancements to distinguish between deterrence and incapacitation. *The Journal of Law and Economics*. Chicago: University of Chicago Press, vol. XLII, apr. 1999. pp. 343-363). Mais céticos, apontando que a revisão da literatura pertinente traz pouca evidência sobre os efeitos do agravamento das sanções criminais sobre a prevenção geral de delitos, cf. CHALFIN, Aaron; MCCRARY, Justin. *Criminal deterrence: a review of the literature*. Disponível em: [http://eml.berkeley.edu/~jmccrary/chalfin\\_mccrary2014.pdf](http://eml.berkeley.edu/~jmccrary/chalfin_mccrary2014.pdf), Acesso em: 09 dez. 2016. De todo modo, aqui se alude apenas à adequação da existência da sanção penal como meio de prevenção geral – e não à adequação da maior ou menor medida da pena prevista.

benefícios econômicos; trata-se de potenciais agentes criminosos que, em geral, atuam sob motivação econômica<sup>403</sup>.

Na análise dessa vertente da proporcionalidade, a jurisprudência tem entendido suficiente realizar uma análise *ex ante* a respeito da adequação da medida legislativa: justificada a norma com base num juízo de prognose, será considerada válida ainda que, posteriormente, verifique-se que não se apresentou como idônea – ou tornou-se inidônea – para atingir os fins pretendidos. No direito penal, porém, “num juízo eminentemente empírico, hão de ser constantemente reavaliadas as modificações ocorridas na sociedade, também influentes na decisão sobre a idoneidade das incriminações”<sup>404</sup>.

Diante dessas ponderações, cabe examinar, inicialmente, sob o *prisma normativo*, se o tipo penal elegera condutas aptas a lesionar ou, ao menos, colocar em risco o bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado de capitais, caso em que se tratará de medida adequada para a sua proteção, tendo em conta que tendencialmente prevenirá o cometimento de novas ofensas<sup>405</sup>.

O tipo penal da manipulação do mercado está previsto no artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976 com a seguinte redação:

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.

Como examinado no item dedicado à delimitação do bem jurídico tutelado<sup>406</sup>, o processo de formação de preços dos ativos no mercado de capitais pode ser afetado quando realizadas

---

<sup>403</sup> Mesmo no âmbito dos crimes patrimoniais tradicionais – furto, roubo, extorsão etc. –, há evidências de uma atuação economicamente racional por parte dos agentes. Confirma-se, a respeito, pesquisa empírica realizada por Pery Francisco Assis Shikida e Salet Polônia Borilli com detentos de penitenciárias paranaenses, na qual concluíram os autores que “confirmou-se a teoria da escolha racional do agente criminoso, que avalia os custos e benefícios decorrentes de suas atividades ilícitas. Portanto, o ato de delinquir trata-se uma decisão individual tomada racionalmente (com ou sem influências de terceiros), em face da percepção de custos e benefícios, assim como os indivíduos fazem em relação a outras decisões de natureza econômica” (*Economia do crime: estudo de casos nas penitenciárias paranaenses*. Disponível em: [http://www.ufrgs.br/ppge/pcientifica/2007\\_06.pdf](http://www.ufrgs.br/ppge/pcientifica/2007_06.pdf). Acesso em: 03 out. 2016).

<sup>404</sup> GOMES, Mariângela Gama de Magalhães. *Op. cit.* pp. 133-134.

<sup>405</sup> Poder-se-ia ir muito mais longe no exame acerca da aptidão do direito penal para a prevenção das condutas indesejadas. Mas, a seguir nesta senda, necessário seria um estudo específico sobre as finalidades do próprio direito penal e sua adequação para o cumprimento destas finalidades – tema extremamente controverso. Deixar-se-ia, então, o campo dogmático para se adentrar ao campo filosófico, que não é o intuito desta tese.

<sup>406</sup> Item 1 deste Capítulo.

operações sem real substrato econômico, pois tais operações geram nos demais investidores, notadamente naqueles que atuam baseados na coleta e análise especializada de informações, percepções falsas a respeito das condições de oferta, demanda e preço dos valores mobiliários, impedindo a alocação eficiente dos recursos econômicos.

No item voltado à mecânica da manipulação de mercado, foram expostas as formas de atuação dos manipuladores identificadas na prática dos operadores<sup>407</sup>. Como se verá com mais vagar no exame das tipologias de manipulação<sup>408</sup>, o *modus operandi* é mutante e adaptável à evolução tecnológica, de sorte que uma previsão legal ampla se afigura adequada para o abarcamento da maior parte das formas de manipulação.

A utilização de uma cláusula de abertura – “outras manobras fraudulentas” – confere ainda maior adaptabilidade à previsão normativa, permitindo a inclusão de espécies de manipulação incabíveis na expressão “operações”. É o que ocorre, por exemplo, com os casos de manipulação informativa, em que a manobra se dá por meio da prestação de informação falsa ou distorcida, sem que ocorra necessariamente uma operação por parte do manipulador.

De outro lado, a exigência da “finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários” cria um requisito inadequado à proteção do bem jurídico.

É irrelevante, para a afetação do processo de formação de preços de negociação dos valores mobiliários, saber se os agentes envolvidos na manipulação tinham ou não a intenção específica de produzir esse resultado. Assim, por exemplo, num caso em que se utilize o mercado de valores mobiliários para o repasse dissimulado de dinheiro entre os envolvidos (*money pass*), os agentes podem sequer se importar com os efeitos produzidos no mercado, mas, eventualmente, lesionar o bem jurídico.

Desse modo, para proteger de forma mais adequada o bem jurídico tutelado, o tipo legal deveria prever a possibilidade de alteração do processo de formação de preços dos valores mobiliários como um resultado exigido pelo tipo ou, ao menos, como um elemento indicativo da aptidão da conduta de lesionar o bem jurídico – e não como elemento subjetivo<sup>409</sup>.

---

<sup>407</sup> Capítulo 2.4.2.

<sup>408</sup> Capítulo 4.3.3.

<sup>409</sup> Evolução legislativa nesse sentido se verificou em Portugal. Anteriormente, o artigo 667, 1, do antigo Código do Mercado de Valores Mobiliários, de 1991, exigia, para a caracterização do delito, que as condutas fossem realizadas “tendo em vista alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários”. Atualmente, o artigo 379º, 1, do Código de Valores Mobiliários exige, apenas, que as condutas “sejam idóneas para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros”.

O tipo penal prevê mais dois elementos subjetivos alternativos: a) o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem; ou b) o fim de causar dano a terceiros. Tais elementos são inadequados para a proteção de um bem jurídico supraindividual, sendo mais ajustados a um delito patrimonial clássico. Por um lado, o bem jurídico será afetado independentemente da intenção específica do agente de obter lucro ou gerar dano e, por outro, o princípio da culpabilidade já está resguardado pelo dolo exigido na realização de operações simuladas ou outras manobras fraudulentas.

Por essa razão, também este elemento foi suprimido do tipo legal português. Na síntese de Frederico de Lacerda da Costa Pinto, “o elemento subjetivo especial reportado à intenção de obter um benefício ou causar um prejuízo era, na verdade, desnecessário, probatoriamente complexo e inadequado à natureza econômica da incriminação”<sup>410</sup>.

O tipo penal também alude à alteração do regular funcionamento do mercado “em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado”. A previsão é adequada em relação ao mercado de balcão organizado, pois, mesmo não havendo formação direta de preços no registro de contratos de balcão, é possível que os ativos subjacentes sejam manipulados<sup>411</sup>.

O mesmo não se pode dizer em relação ao mercado de balcão não-organizado, onde são realizadas transações bilaterais fora de qualquer ambiente, local ou sistema estabelecido ou mantido por determinada entidade. Tais transações apenas não são consideradas privadas em virtude da participação de intermediários integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, mas não se visualiza nessas operações um processo de formação de preços semelhante ao observado nos mercados de bolsa e de balcão organizado<sup>412</sup>.

Do até aqui exposto se pode constatar que o tipo penal previsto no artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976 mostra-se, em linhas gerais, normativamente adequado para a proteção da capacidade funcional alocativa do mercado de capitais, sob o aspecto do regular processo de formação de preços de negociação, exceção feita à incidência da regra penal no âmbito do mercado não-organizado.

---

<sup>410</sup> *O novo regime...*, cit. p. 84.

<sup>411</sup> Um exemplo que demonstra essa possibilidade se encontra na manipulação de índices, que são utilizados como parâmetros (*benchmarks*) de contratos derivativos. Como visto no Capítulo 2.4.2, a manipulação da taxa Libor, utilizada como parâmetro de inúmeros contratos mundo afora, levou a processos criminais nos EUA.

<sup>412</sup> Sobre as distinções entre os mercados, bem como sobre o respectivo processo de formação de preços, cf. Capítulo 4.3.2.3 *infra*.

A tutela do bem jurídico, por outro lado, não se dá de maneira ótima, pois, ao estabelecer elementos subjetivos estranhos a essa finalidade protetiva, deixa de abarcar condutas que são igualmente merecedoras de reprovação<sup>413</sup>. Tais despropositados elementos subjetivos especiais, portanto, deveriam, de *lege ferenda*, ser suprimidos.

Seja como for, a redação atual, com a previsão dos referidos elementos, impõe uma maior dificuldade de caracterização do delito, tornando o tipo, por sua vez, mais protetivo do direito fundamental à liberdade. Sua inadequação diz respeito principalmente à proteção insuficiente, em determinadas hipóteses, do bem jurídico.

Já sob o *prisma empírico*, modelos estatísticos e mesmo pesquisas baseadas em dados de outros países podem ser úteis para indicar a eventual inadequação da norma penal para a proteção do bem jurídico. Esse tipo de estudo, diferentemente do que ocorre em boa parte do mundo, é pouco utilizado no Brasil; escassos são os estudos que se dedicam ao exame de dados empíricos na nossa doutrina<sup>414</sup>.

Considerando que a prática de condutas manipuladoras somente se tornou penalmente típica em 2001, um exemplo de pesquisa empírica que poderia contribuir para a investigação compararia o número de casos detectados antes e após a criminalização; ou, de forma talvez mais pertinente, o número de casos detectados antes e após a primeira sentença condenatória – tornada pública aos agentes de mercado – sobre o delito<sup>415</sup>. De toda sorte, a pesquisa teria de abranger um número razoável de anos para produzir dados confiáveis. Ainda assim, o estudo deveria levar em conta algumas variáveis importantes, como, entre outras, o número de pessoas e a quantidade de horas dedicadas à atividade de fiscalização nas entidades reguladoras e autorreguladoras, pois a detecção de um menor número de casos pode ser atribuída não apenas ao efeito preventivo gerado pela

---

<sup>413</sup> Como já assinalou o Supremo Tribunal Federal, a norma penal não protege o bem jurídico de forma ótima quando deixa de contemplar, sem razão para tanto, condutas que lhe são igualmente ofensivas (RE 583523, Rel. Min. Gilmar Mendes, Tribunal Pleno, j. 03.10.2013, DJe 21.10.2014, p. 29).

<sup>414</sup> O campo de estudos voltado à análise de dados jurídicos empíricos é denominado de jurimetria. De acordo com um dos precursores dessa abordagem no Brasil, “a Jurimetria é uma nova disciplina jurídica, complementar às demais disciplinas tradicionais, que utiliza a metodologia estatística para entender o funcionamento da ordem jurídica, tornar seu comportamento previsível, avaliar seu impacto na vida em sociedade, informar partes, políticos, juízes, promotores e cidadãos a respeito de como a ordem jurídica funciona e, assim, contribuir para que o seu desempenho se aproxime dos objetivos desejados pela sociedade” (NUNES, Marcelo Guedes. *Jurimetria: como a estatística pode reinventar o Direito*. São Paulo: RT, 2016. pp. 170-171).

<sup>415</sup> Conforme o estudo de Utpal Bhattacharya e Hazem Daouk indicado na nota de rodapé 428 *infra*, a prolação de primeira sentença condenatória é considerada um marco relevante na apreciação da efetividade do combate ao *insider trading* – pela mesma ordem de razões, deve ter efeito semelhante no combate à manipulação de mercado.

criminalização da conduta, mas, por exemplo, à debilidade de fiscalização. Também tomaria em consideração alterações regulatórias que podem ter um efeito importante na redução das práticas<sup>416</sup>.

De posse desse tipo de estudos, pode-se chegar a uma conclusão fundamentada acerca dos efeitos da criminalização sobre o comportamento que se pretende reprimir, traçando-se projeções sobre a adequação da incriminação. À sua falta, contudo, deve prevalecer a discricionariedade legislativa, não sendo legítimo ao Poder Judiciário sustentar a inadequação da incriminação sem embasamento em dados confiáveis. Isso porque, à luz do princípio da separação dos poderes, apenas uma comprovação cabal da inadequação permite a invalidação da escolha do legislador.

Na linha da jurisprudência do Tribunal Constitucional alemão, somente em caso de evidente inadequação e de ausência de justificação da medida a lei deixará de superar o teste da adequação<sup>417</sup>.

Análises empíricas são apropriadas, também, no âmbito do teste da necessidade, examinado a seguir, através da comparação entre a eficácia da norma penal e de outros meios menos gravosos para a proteção do bem jurídico.

### **3.2.1.2. Teste de necessidade e o princípio da subsidiariedade**

O teste da necessidade, no âmbito do direito penal, relaciona-se diretamente com o princípio da subsidiariedade<sup>418</sup>.

A tutela de bens jurídicos não é uma tarefa que se impõe apenas ao direito penal, mas a todos os ramos do ordenamento jurídico. A sanção penal, a propósito, é o último recurso à disposição do legislador, somente devendo ser acionada para a defesa de bens jurídicos que não possam ser eficazmente tutelados através de outros mecanismos menos gravosos, como as regulamentações de natureza civil, comercial ou de caráter técnico, ou por meio de sanções administrativas. É nisso que consiste o *princípio da subsidiariedade* do direito penal na proteção de bens jurídicos.

---

<sup>416</sup> Para citar um exemplo, a previsão de que “o intermediário deve identificar o comitente final dos negócios comandados por intermédio de sua mesa de operações no prazo máximo de 30 (trinta) minutos após o registro do negócio” (art. 22, § 2º, da Instrução CVM nº 505/2011) diminuiu consideravelmente a possibilidade de realização de uma fraude bastante comum no mercado – e que caracteriza, de acordo com a CVM, prática não equitativa –, consistente em atribuir as perdas continuamente para investidores institucionais e os ganhos em favor de determinadas pessoas.

<sup>417</sup> ÁVILA, Humberto. *Op. cit.* p. 157.

<sup>418</sup> ROXIN, Claus. *Strafrecht...*, cit. p. 40.

O teste da necessidade, por sua vez, envolve a verificação da existência de meios alternativos àquele escolhido pelo Estado – no caso, pelo Poder Legislativo – aptos a promover igualmente o fim buscado, mas restringindo em menor intensidade os direitos fundamentais envolvidos.

São, portanto, duas etapas de investigação envolvidas no teste da necessidade: o *exame da igualdade de adequação dos meios*, através do qual se verifica se os meios alternativos promovem igualmente o fim, e o *exame do meio menos restritivo*, pelo qual se examina se os meios alternativos identificados restringem em menor medida os direitos fundamentais envolvidos.

Se os meios alternativos não promovem com a mesma eficiência o fim perseguido, portanto, não será o teste da necessidade suficiente para resolver o conflito entre bens jurídicos. Essa é a grande dificuldade do exame de necessidade, que não é nada singelo. Conforme ressalta Humberto Ávila, alguns meios “promovem o fim mais rapidamente, outros mais vagarosamente; uns com menos dispêndio, outros com mais gastos; uns são mais certos, outros mais incertos; uns são mais simples, outros mais complexos; uns são mais fáceis, outros mais difíceis, e, assim, sucessivamente”<sup>419</sup>.

Para a prevenção da manipulação de mercado o legislador e a CVM possuem à sua disposição diversos meios, em especial os seguintes: a) a própria regulação das operações, voltada a dificultar ao máximo a possibilidade de ocorrência fática das condutas indesejadas<sup>420</sup>; b) a utilização somente de medidas de caráter não punitivo, como a reparação cível<sup>421</sup>; c) a previsão de sanções pelos órgãos autorreguladores<sup>422</sup>; d) a previsão de sanções administrativas<sup>423</sup>; e e) a previsão de sanções penais<sup>424</sup>.

---

<sup>419</sup> ÁVILA, Humberto. *Op. cit.* p. 158.

<sup>420</sup> Esse objetivo, contudo, é perseguido ao lado de outros, com os quais deve ser contrabalançado, como a necessidade de assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa, nos termos do artigo 4º da Lei nº 6.385/1976. Assim, para ficar num exemplo fácil, a imposição de verificações prévias a respeito da regularidade de todas as operações realizadas na bolsa dificultaria sobremaneira a ocorrência de práticas manipulativas; mas os efeitos adversos para a eficiência do mercado, dado o aumento dos custos de transação que a medida implicaria, seriam muito mais relevantes.

<sup>421</sup> Além da ação de reparação de danos que pode ser movida por quem sofrer danos decorrentes de práticas manipulativas, também o Ministério Público Federal possui legitimidade para propor ação de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários por esse tipo de conduta (Lei nº 7.913/1989, art. 1º, D).

<sup>422</sup> Artigo 18, I, “d”, da Lei nº 6.385/1976; artigo 36, §2º, da Instrução CVM nº 461/2007.

<sup>423</sup> Artigos 4º, V, 11, e 18, II, “b”, da Lei nº 6.385/1976.

<sup>424</sup> Artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976.



É fácil perceber que cada um dos meios descritos para a prevenção da manipulação de mercado, na ordem inversa àquela em que apresentados, interfere mais profundamente em direitos fundamentais – liberdade e propriedade – do que os anteriores. Seria fácil escolher o menos gravoso se todos fossem *igualmente* eficientes para a finalidade a que se propõem, pois, assim, superado o exame da igualdade dos meios para a promoção do fim, poderíamos passar diretamente ao exame do meio menos restritivo.

Não obstante, embora a finalidade de prevenção da manipulação de mercado esteja presente em todos os meios mencionados, sua eficácia na promoção de tal fim não é, em princípio, idêntica.

Se admitirmos que a eficiência do sistema está diretamente vinculada à eficácia na prevenção das práticas tidas como indesejadas, o sistema será tanto mais eficiente quanto mais impedir a ocorrência da conduta indesejável<sup>425</sup>.

Por essa razão é simplista o argumento – muito comum no âmbito do direito penal econômico – de que a existência de uma sanção administrativa é prova da desnecessidade da sanção penal. Essa desnecessidade somente estará comprovada se for amparada em elementos que demonstrem – ou, ao menos, indiquem com alta dose de razoabilidade – que a sanção penal não se mostra mais eficiente para a prevenção da manipulação do que as alternativas que se apresentam ao legislador.

Aceita essa medida de eficiência, não é tarefa fácil a de verificar a suficiência de medidas extrapenais para a proteção de um bem jurídico.

No Brasil, as ações penais relacionadas ao delito de manipulação de mercado contam-se nos dedos. A mera existência de um número reduzido de ações penais relacionadas a um determinado delito, entretanto, não basta para se sustentar a desnecessidade da incriminação da conduta. A ausência de processos penais não equivale à inexistência de crimes. Especialmente quando se trata de crimes complexos, como é o caso da manipulação de mercado, a falta de persecução penal deriva, muitas vezes, de outros fatores, como as dificuldades de detecção da conduta típica ou de determinação da autoria.

A manipulação de mercado é cometida, no mais das vezes, em sigilo, através de computadores, sem testemunhas presenciais<sup>426</sup>. No Brasil, ademais, até pouco tempo atrás, a CVM

---

<sup>425</sup> Trata-se de aplicar, no exame da necessidade, a “jurimetria de eficácia”, que tem por objeto de estudo, mediante utilização de metodologias estatísticas, “a investigação dos efeitos produzidos por normas jurídicas sobre o comportamento de seus destinatários” (NUNES, Marcelo Guedes. *Op. cit.* p. 136).

<sup>426</sup> VERDELHO, Pedro. *Op. cit.* p. 348.

não possuía um protocolo de atuação quando identificados crimes contra o mercado de capitais, por sequer haver um posicionamento interno acerca da competência para o processamento e julgamento desses delitos<sup>427</sup>. Tal situação somente foi superada em 2008, com a assinatura do primeiro termo de cooperação técnica entre a autarquia e o Ministério Público Federal, com a finalidade de dar mais agilidade e efetividade nas ações de prevenção, investigação e repressão a práticas lesivas ao mercado de capitais, além de promover o intercâmbio e a colaboração das duas instituições no âmbito das suas atuações<sup>428</sup>.

Como avaliar, então, se a existência de outras medidas é tão eficaz quanto a criminalização da conduta para a proteção do bem jurídico?

Especialmente no âmbito do mercado financeiro, a análise dos efeitos econômicos da regulação penal se apresenta como instrumento relevante de avaliação. Ora, se o bem jurídico nessa seara está vinculado ao regular desempenho de determinadas capacidades e funções econômicas, parece indiscutível a importância de medir os efeitos práticos que a regulação penal pode produzir.

Partindo dessa perspectiva, estudos empíricos realizados no exterior apontam que um sistema estruturado e eficiente de *enforcement* – compreendendo não apenas a previsão abstrata de sanções, mas a efetiva investigação de condutas ilícitas e aplicação das penalidades correspondentes – constitui um relevante fator da redução do custo de capital no mercado de valores mobiliários.

Examinando a repressão à prática da negociação de valores mobiliários com base em informações confidenciais não disponíveis ao público em geral (*insider trading*) em 103 países, Utpal Bhattacharya e Hazem Daouk concluíram, com base em levantamento empírico, que há uma redução do custo de capital de aproximadamente 5% a partir do momento em que se inicia a efetiva repressão penal contra a conduta, isto é, com a prolação da primeira sentença penal condenatória<sup>429</sup>. Trata-se de dado objetivo, que aponta, na esfera de outro delito importante no mercado de capitais, a eficácia superior da sanção penal em relação às suas alternativas menos gravosas.

De forma mais abrangente, levando em consideração estudos que demonstram que as companhias abertas estrangeiras que decidem negociar suas ações também em uma bolsa de valores

---

<sup>427</sup> BOTTINO, Thiago; OLIVEIRA, Eduardo. Seletividade do sistema penal nos crimes contra o mercado de capitais. In: BOTTINO, Thiago; MALAN, Diogo. *Direito penal e economia*. Rio de Janeiro: Elsevier-FGV, 2012. p. 169.

<sup>428</sup> Documento disponível em: <http://www.cvm.gov.br/convenios/mpf.html>. Acesso em: 20 mai. 2016.

<sup>429</sup> The world price of insider trading. *The journal of finance*. American Finance Association, v. LVII, n. 1, feb. 2002. p. 97.

americana (*cross-listing*) são agraciadas com diminuição do custo de capital e, igualmente, aumento em seu valor de mercado, John Coffee Jr. sustenta que esses ganhos são decorrentes do elevado *enforcement* existente nos EUA, incluindo a possibilidade de imposição de pesadas sanções criminais<sup>430</sup>.

Especificamente no que diz respeito à criminalização da manipulação do mercado de capitais, Zohar Goshen e Gideon Parchomovsky argumentam que as sanções penais seriam o meio mais eficaz de prevenir a manipulação, pois a responsabilidade civil baseada em danos efetivos resultaria em condenações de valores reduzidos, desincentivando o ajuizamento de ações cíveis pelos prejudicados<sup>431</sup>.

Seguindo raciocínio semelhante, Michael G. Faure e Claire Leger justificam a necessidade de criminalização do *insider trading*, ao menos nos casos envolvendo ganhos elevados, no fato de que os danos causados pela conduta são dispersos, de modo que, como as perdas individuais aparentam ser reduzidas, as vítimas não se sentem motivadas a ajuizar ações cíveis de reparação de danos. Além disso, como as chances de detecção são diminutas, as sanções devem ser mais graves, à luz da hipótese de Becker<sup>432</sup>.

Na União Europeia, justamente em razão do entendimento de que a adoção de sanções administrativas pelos Estados-Membros se revelara insuficiente para assegurar o cumprimento das normas de prevenção e luta contra os “abusos de mercado”, foi editada a Diretiva 2014/57/EU, por meio da qual foram estabelecidas normas mínimas aplicáveis às sanções penais para os casos de abuso de informação privilegiada, transmissão ilícita de informação privilegiada e manipulação de mercado, a serem adotadas por todos os Estados-membros (artigo 1º, 1).

Na Alemanha, Schünemann fornece outro exemplo na área do mercado de capitais, mencionando que o amplo controle administrativo implantado para a admissão de novas companhias na bolsa de valores no chamado Novo Mercado (*Neuer Markt*) fracassou rotundamente, não conseguindo evitar gigantesca lesão de cerca de 200 bilhões de euros aos

---

<sup>430</sup> COFFEE JR., John C. Law and the market: the impact of enforcement. *University of Pennsylvania law review*. v. 156. dec. 2007. pp. 274-276.

<sup>431</sup> *Op. cit.* pp. 741-742.

<sup>432</sup> The Directive on Criminal Sanctions for Market Abuse: a move towards harmonizing inside trading criminal law at the EU level? *Brooklyn journal of corporate, financial & commercial law*. New York: Brooklyn Law School, v. 9, i. 2, 2015. pp. 399-400. A hipótese de Becker sugere que, para a prevenção da prática de delitos, a probabilidade de sua detecção haverá de ser inversamente proporcional à gravidade da sanção. Cf., a respeito, a obra mencionada na nota de rodapé 396 *supra*.

investidores, ao passo que a exclusiva regulação penal do mercado de balcão se apresentaria como mais eficiente<sup>433</sup>.

Estudos empíricos realizados em outros setores do direito penal econômico mostram resultados semelhantes. Pesquisa relacionada a delitos tributários e anticoncorrenciais, realizada já no ano de 1974, entre empresários alemães, através de um detalhado questionário, concluiu que, para aproximadamente 70% dos entrevistados, somente a sujeição a sanções criminais e o fechamento da empresa constituem meios efetivos de prevenção geral<sup>434</sup>.

Esses dados fornecem um argumento de reforço a justificar a insuficiência do combate meramente administrativo à manipulação do mercado de capitais, ao menos em relação àquelas condutas consideradas especialmente reprováveis.

Por outro lado, voltando os olhos para a realidade brasileira, levantamento a respeito dos casos envolvendo a aplicação administrativa da Instrução CVM nº 08/1979, entre 2002 e 2014, aponta para um número pouco significativo de ocorrências. De um universo de 599 processos administrativos sancionadores julgados no período, apenas 118 diziam respeito a essa normativa, o que significa uma média de menos de dez processos julgados por ano. A maior parte dos indiciados (852) foi absolvida, sendo punidos 385 agentes. A grande maioria dos condenados foi punida com multa (341), sanção menos grave do que as severas penas de inabilitação (28) e suspensão do exercício de atividades supervisionadas pela CVM (6)<sup>435</sup>.

Tais dados colocam em cheque a efetiva necessidade de tutela penal da manipulação de mercado no Brasil. É possível, a partir deles, formular o contra-argumento de que há poucos casos de manipulação entre nós e, mesmo aqueles que são detectados, não são realmente graves, tanto assim que as sanções administrativas mais severas têm sido pouco aplicadas<sup>436</sup>. Ressalte-se que as

---

<sup>433</sup> SCHÜNEMMAN, Bernd. O direito penal é a *ultima ratio* da proteção de bens jurídicos! – Sobre os limites invioláveis do direito penal em um Estado de Direito Liberal. In: GRECO, Luís (coord.). *Estudos de direito penal, direito processual penal e filosofia do direito*. Madri – Barcelona – Buenos Aires – São Paulo: Marcial Pons, 2014. pp. 78-79.

<sup>434</sup> LEIGH, L. H. *Economic crime in Europe*. London: The Macmillan Press Ltd., 1980. pp. 43-44.

<sup>435</sup> Pesquisa, ainda não publicada, realizada pelo Núcleo de Estudos em Mercados e Investimentos, da Direito GV, com a participação de Viviane Muller Prado, Renato Vilela, Victor Ribeiro e Maira Schweling Scala. Os resultados foram gentilmente disponibilizados por Viviane Muller Prado.

<sup>436</sup> As penalidades restritivas de direitos, como inabilitação, suspensão de autorização, cassação de registro ou proibição temporária de exercício de determinadas atividades no mercado de capitais somente são aplicáveis em caso de reincidência ou de “infração grave” (Lei nº 6.385/1976, art. 11, §§ 2º e 3º).

condutas qualificadas como manipulação de mercado poderiam ser tidas como infrações graves por força do item III da Instrução CVM nº 08/1979<sup>437</sup>.

Tal argumento tampouco é isento de questionamentos, contudo.

No que diz respeito ao reduzido número de casos julgados, a pesquisa demanda aprofundamento, a fim de verificar se isso não se explica por razões diversas da raridade de ocorrência das condutas, como a pouca eficiência ou o reduzido investimento na estrutura da apuração das infrações.

Ademais, embora em poucas ocasiões tenham sido aplicadas as sanções administrativas mais graves, é justamente para estes casos que deve ser resguardado o direito penal<sup>438</sup>.

Seja como for, é inegável que existem bons argumentos tanto a favor como contra a suficiência de medidas alternativas para a prevenção da manipulação de mercado. Mas, do exposto, depreende-se que não há dados que autorizem uma conclusão definitiva sobre a (des)necessidade de tutela penal, o que torna problemático um controle judicial sobre a decisão do legislador.

Roxin admite que o princípio da subsidiariedade deixa uma larga margem de discricionariedade ao legislador, apresentando-se mais como uma diretriz político-criminal do que como um mandamento vinculante. Assim, reconhece razão ao Tribunal Constitucional alemão quanto ao entendimento de que, se não existe certeza de que outros meios mais leves terão um êxito suficiente na proteção do bem jurídico, há uma prerrogativa de avaliação ao legislador a esse respeito<sup>439</sup>.

O momento mais adequado para a tomada de posição sobre esse tema, assim, não parece ser o do exame da necessidade, mas sim o da proporcionalidade em sentido estrito, onde a ponderação de interesses que o caracteriza permite juízos de valor carregados de maior subjetividade.

---

<sup>437</sup> Já o artigo 1º da Instrução CVM nº 491/2011 aponta a violação de outros interesses do mercado de capitais para a caracterização de infração grave: “Art. 1º. Consideram-se infração grave, ensejando a aplicação das penalidades previstas nos incisos III a VIII do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, as seguintes hipóteses: I – descumprimento dos seguintes comandos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976: a) art. 117; b) art. 153; c) art. 154, *caput* e §§ 1º e 2º; d) art. 155, *caput* e §§ 1º, 2º e 4º; e) art. 156, *caput* e § 1º; f) art. 165, *caput* e §§ 1º e 2º; g) art. 201; h) art. 202, *caput* e §§ 5º e 6º; i) art. 205, *caput* e § 3º; j) art. 245; k) art. 254-A, *caput*; e l) art. 273; II – descumprimento de determinação da CVM feita nos termos do art. 9º, inciso IV, da Lei nº 6.385, de 1976; e III – embaraço à fiscalização da CVM”.

<sup>438</sup> Conforme propugna o princípio da fragmentariedade, examinado no próximo item.

<sup>439</sup> *Strafrecht...*, cit. p. 47.

### 3.2.1.3. Teste da proporcionalidade em sentido estrito e princípio da fragmentariedade

Finalmente, deve-se realizar um exame de proporcionalidade em sentido estrito, oportunidade em que se verifica se a intervenção penal é realmente imprescindível, do ponto de vista constitucional, para a proteção de outros bens jurídicos igualmente relevantes.

Cuida-se de submeter os interesses em jogo a um processo de ponderação, a fim de verificar se as vantagens oriundas da promoção do fim são mais vantajosas do que as restrições causadas pela adoção do meio. Trata-se de exame complexo e permeado de subjetividade.

Neste processo de ponderação devem ser colocados na balança, de um lado, a proteção do bem jurídico aqui identificado – que, como exposto, encontra fundamento nos artigos 3º, incisos II e IV, 192 e 219 da Constituição – e, de outro, o direito à liberdade, previsto no artigo 5º, *caput*, da Constituição.

Cabe primordialmente ao legislador sopesar os interesses envolvidos, a fim de decidir pela criminalização das condutas efetiva ou potencialmente lesivas aos bens jurídicos que possuem dignidade constitucional.

Mas essa prerrogativa não é absoluta. Especialmente na proteção de bens jurídicos supraindividuais – cuja afetação não é sempre clara e que não se apresentam como manifestações diretas da dignidade humana, como a vida e a liberdade –, essa ponderação deve ser feita de modo muito cuidadoso, através da seleção de condutas especialmente reprováveis em relação ao bem jurídico.

A conjugação das análises empíricas realizadas em países com mercados mais desenvolvidos com os dados do sancionamento administrativo no Brasil, mencionados no exame da necessidade, a despeito de inconclusiva quanto à necessidade da tutela penal, deve ser levada em consideração no exame da proporcionalidade em sentido estrito.

Como critério de densificação da proporcionalidade em sentido estrito nessa seara, propõe-se ter em conta o caráter fragmentário do direito penal – ou sua faceta normativa, o princípio da *fragmentariedade*.

Tal princípio, como se sabe, é corolário do princípio da subsidiariedade, e prescreve que, mesmo sendo um bem jurídico digno de proteção penal, não são todas as lesões ou ameaças de lesões a tal bem jurídico que podem integrar um tipo penal, mas apenas aquelas especialmente

reprováveis<sup>440</sup>. Portanto, ainda que um bem jurídico seja digno de proteção penal, as formas de ataque contra o mesmo que se mostrem menos censuráveis ou lesivas devem ser combatidas com o auxílio de outros instrumentos jurídicos<sup>441</sup>.

O teor do princípio da fragmentariedade, conjugado à aplicação majoritária de sanções administrativas menos graves do que as máximas legalmente admissíveis, constitui indicativo de que a maioria dos casos inseridos no conceito amplo de manipulação de mercado é suficientemente prevenida pela aplicação da sanção administrativa.

Assim, o postulado da proporcionalidade em sentido estrito – cujo conteúdo, nesse âmbito, deve ser preenchido especialmente pelo princípio da fragmentariedade –, indica que os casos de manipulação do mercado devem ser regulados, do ponto de vista sancionador, majoritariamente apenas pela esfera administrativa.

De *lege ferenda*, caberia ao legislador definir com maior clareza e qualificar como penalmente típicos somente os casos mais graves de manipulação, relegando as demais hipóteses para a esfera administrativa.

Alguns critérios para essa diferenciação podem ser extraídos da experiência estrangeira.

Por exemplo, no direito espanhol, no caso da manipulação informativa, somente há crime se o valor do lucro auferido ou do prejuízo causado for superior a 300.000 euros<sup>442</sup>. Tal alternativa, pelas razões expostas nesta tese, parece pouco adequada ao bem jurídico tutelado, já que tais elementos (lucro/prejuízo) são típicos de um crime patrimonial tradicional, desconsiderando a

---

<sup>440</sup> PASCHOAL, Janaína Conceição. *Direito penal...*, cit. p. 12.

<sup>441</sup> De acordo com Luiz Regis Prado, “o postulado da fragmentariedade prescreve que a função maior de proteção de bens jurídicos atribuída à lei penal não é absoluta. O bem jurídico é defendido penalmente só perante certas formas de agressão ou ataque, consideradas socialmente intoleráveis. Isso explica que apenas as ações mais graves dirigidas contra bens jurídicos podem ser criminalizadas. Faz-se um tutela seletiva do bem jurídico, limitada àquela tipologia agressiva que se revela de indiscutível relevância quanto à gravidade e intensidade da ofensa. Esse princípio impõe que o Direito Penal continue a ser um arquipélago de pequenas ilhas no grande mar do penalmente indiferente” (*Bem jurídico-penal...*, cit. p. 60).

<sup>442</sup> Art. 284. Se impondrá la pena de prisión de seis meses a dos años o multa de doce a veinticuatro meses a los que:  
 1.º Empleando violencia, amenaza o engaño, intentaren alterar los precios que hubieren de resultar de la libre concurrencia de productos, mercancías, títulos valores o instrumentos financieros, servicios o cualesquiera otras cosas muebles o inmuebles que sean objeto de contratación, sin perjuicio de la pena que pudiere corresponderles por otros delitos cometidos.  
 2.º Difundieren noticias o rumores, por sí o a través de un medio de comunicación, sobre personas o empresas en que a sabiendas se ofrecieren datos económicos total o parcialmente falsos con el fin de alterar o preservar el precio de cotización de un valor o instrumento financiero, obteniendo para sí o para tercero un beneficio económico superior a los 300.000 euros o causando un perjuicio de idéntica cantidad.

realidade difusa do mercado de capitais<sup>443</sup>. Não deixa de ser, entretanto, um critério objetivo, que permite uma separação clara entre as esferas sancionadoras administrativa e penal.

Já no direito alemão, a caracterização do delito depende da efetiva influência da conduta manipuladora nos preços dos valores mobiliários<sup>444</sup>. O mero potencial de afetação do bem jurídico não deixa de ser punido, mas apenas na esfera contraordenacional. Esta solução, apesar das eventuais dificuldades probatórias, representa solução mais equilibrada aos princípios em jogo.

A Diretiva 2014/57/EU, de 16 de abril de 2014, relativa às sanções penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado), em seu considerando nº 12:

(12) Para efeitos da presente diretiva, a manipulação de mercado deverá ser considerada grave, nomeadamente, quando o impacto na integridade do mercado, o lucro efetivo ou potencial daí resultante ou as perdas evitadas, o nível de danos causados ao mercado, o nível da alteração do valor do instrumento financeiro ou do contrato de mercadorias à vista ou o montante dos fundos inicialmente utilizados sejam elevados, ou quando a manipulação tenha sido perpetrada por uma pessoa que esteja empregada ou que trabalhe no setor financeiro ou numa autoridade de supervisão ou regulação.

São indicados, portanto, alguns elementos a serem considerados pelo legislador para a seleção dos casos mais graves de manipulação, os únicos que devem ser previstos como penalmente típicos.

Cabe primordialmente ao legislador se valer de critérios objetivos para distinguir com segurança as esferas administrativa e criminal de sanção da manipulação do mercado. Enquanto essa distinção não for feita expressamente pela lei, é função de seus aplicadores interpretá-la de

---

<sup>443</sup> A doutrina espanhola também critica a disposição. Carlos Zabala López-Gómez, por exemplo, embora reconheça que o critério “puede resultar útil y un recurso fácil para el legislador para delimitar la estrecha barrera entre la infracción administrativa y el delito, es contrario a las modernas tendencias de tipificación dentro del Derecho Penal económico”, já que “en ocasiones se puede provocar una caída cierta del precio de cotización de determinado valor o su subida sin necesidad de un gran importe y, por tanto, sin existencia de elemento patrimonial alguno” (*Los delitos bursátiles*. Madrid: La Ley, 2011. p. 356). Crítica semelhante é formulada por José Zamyra Veja Gutiérrez, em relação ao delito espanhol de *insider trading* (*abuso de información privilegiada bursátil*), que também pressupõe, para sua configuração, um ganho indevido ou a geração de prejuízo superiores a 600.000 euros. De acordo com o autor, trata-se de um “elemento perturbador”, pois “su exigencia denota que el *insider trading* tiene un marcado componente patrimonial, cuando en realidad está orientado a la protección de un bien jurídico supraindividual o colectivo” (*Op. cit.* p. 507).

<sup>444</sup> SCHÖNWÄLDER, Yannick. *Op. cit.* pp. 214-215.



modo sistemático, relegando a incidência do tipo penal aos casos mais graves de manipulação de mercado. Esse é o papel legítimo do intérprete da norma.

Assim, do ponto de vista do direito posto, os princípios aqui examinados indicam que a interpretação do tipo penal deve ser restritiva, de modo que boa parte das hipóteses enquadráveis administrativamente como ilícitos previstos na Instrução CVM nº 08/1979 não caracterizará infração penal<sup>445</sup>.

De toda forma, em geral, não parece possível inquinar a norma penal como um todo de inconstitucional por ofensa ao princípio da proporcionalidade.

### **3.2.2. Princípio da ofensividade, delitos de perigo abstrato e imputação objetiva**

Parte da doutrina sustenta que os crimes de perigo abstrato seriam, em sua totalidade, inconstitucionais, por ofensa ao princípio da ofensividade ou da lesividade, o qual exigiria que apenas as condutas que se apresentem como lesivas ou que coloquem em risco concreto o bem jurídico poderiam ser penalmente típicas<sup>446</sup>. Para alguns autores, este princípio tem assento constitucional próprio<sup>447</sup>, ao passo que outros extraem seu fundamento diretamente da concepção de Estado Democrático de Direito<sup>448</sup>.

Outra parcela doutrinária entende que a existência de crimes de perigo abstrato, típica da contemporaneidade, justifica-se por razões como a impossibilidade de proteção eficaz de determinados bens jurídicos sem a antecipação da tutela penal por meio dessa estrutura de delito, os resultados catastróficos que um dano efetivo traria, a irreversibilidade do bem ao estado anterior, a impossibilidade de mensuração do perigo imposto em certas condições e a inviabilidade de estabelecimento de conexão entre múltiplas ações e um determinado resultado danoso<sup>449</sup>.

O tema é deveras complexo para admitir uma solução simplista. Uma afirmação consequente de inconstitucionalidade absoluta de todos os crimes de perigo abstrato deveria conduzir, irremediavelmente, ao reconhecimento da ilegitimidade de diversos tipos penais vigentes

---

<sup>445</sup> Os critérios para essa interpretação serão desenvolvidos no Capítulo 4.

<sup>446</sup> Sobre a distinção entre crimes de perigo abstrato, crimes de perigo concreto e crimes de lesão, cf. Capítulo 1.2.2.2 *supra*.

<sup>447</sup> Luiz Flavio Gomes busca fundamento para esse princípio no artigo 98, I, da Constituição. Cf., do autor, *Princípio da ofensividade no direito penal*. São Paulo: RT, 2002. p. 14.

<sup>448</sup> PASCHOAL, Janaína Conceição. *Direito Penal...*, cit. pp. 12-13.

<sup>449</sup> SILVA, Ângelo Roberto Ilha da. *Dos crimes de perigo abstrato em face da Constituição*. São Paulo: RT, 2003. p. 101.

e aplicados entre nós cotidianamente, como o tráfico de drogas. Mas se costuma escapar da admissão da inconstitucionalidade desses delitos através da construção de um bem jurídico meramente aparente, como a “saúde pública”. Afinal, se o bem jurídico protegido é a “saúde pública”, sua lesão já estará caracterizada com o mero porte da droga, de modo se fecha a porta para os crimes de perigo abstrato e se permite que os problemas por eles gerados retornem, desta vez escondidos, pela janela<sup>450</sup>. Por outro lado, afastar falsos bens jurídicos e reconhecer que se trata de tutela penal antecipada do verdadeiro bem jurídico encoberto, através de um delito de perigo abstrato, exige uma justificativa fundamentada das razões pelas quais tal antecipação possa ser legitimada<sup>451</sup>.

O primeiro passo para uma discussão coerente sobre a legitimidade de delitos de perigo abstrato, portanto, passa por uma clara diferenciação entre a determinação do bem jurídico tutelado e a identificação da estrutura do delito. É preciso levar a sério a delimitação do bem jurídico protegido, limitando a argumentação em favor de bens jurídicos difusos àqueles que não apenas encontrem efetivo fundamento na realidade fática e normativa mas que, ademais, não possam ser reduzidos a um conjunto de bens jurídicos individuais<sup>452</sup>.

Estar-se-á, então, em condições de examinar a estrutura do delito, isto é, se as condutas eleitas pelo legislador para compor a configuração típica lesionam o bem jurídico (delitos de lesão), colocam-no em perigo concreto (delitos de perigo concreto) ou, simplesmente, são presumidas como arriscadas para ele (delitos de perigo abstrato).

Identificado um tipo penal que edifica um delito de perigo abstrato, deve-se perquirir quais são as razões que legitimam a escolha feita pelo legislador a partir da seguinte pergunta: a previsão de um delito de lesão ou de perigo concreto protegeria com a mesma eficácia o bem jurídico?

Em muitas situações da vida a resposta a essa pergunta se apresenta como negativa. Pense-se nas condutas tipificadas nos delitos de tráfico internacional ilícito de armas, acessórios e

---

<sup>450</sup> A crítica de Bernd Schünemann sobre as consequências da utilização retórica de falsos bens jurídicos coletivos é percuciente, ao lembrar que “o Tribunal Constitucional Federal alemão fundamentou a punibilidade da posse de tóxicos na proteção à saúde pública, apesar de que o consumidor individual se auto-coloca em perigo de modo livre e responsável, não criando um perigo de maior relevância para o direito penal do que ações como o abuso de álcool, o consumo de carne extremamente gordurosa ou a prática de *bungee jump*. Com isso, contornou o Tribunal Constitucional Federal o problema de que, num estado liberal de direito, o controle estatal de tóxicos só pode ter lugar para proteger doentes, isto é, viciados, e jovens, isto é, pessoas que não agem de modo responsável” (O direito penal..., cit. p. 81-82).

<sup>451</sup> GRECO, Luís. *Modernização...*, cit. p. 93.

<sup>452</sup> Cf. Capítulo 1.2.2.2.

munições (Lei nº 10.826/2003, art. 18)<sup>453</sup>. Tais artefatos são utilizados – conforme pode ser demonstrado através de dados colhidos na experiência policial – para a prática de crimes violentos contra a pessoa, como homicídios. A antecipação da tutela penal para o momento da entrada de tais armas no território nacional protege com maior eficácia a vida e a integridade física das pessoas – que são, ao fim e ao cabo, os bens jurídicos tutelados pelo referido tipo penal.

Essa realidade também é comum no âmbito do mercado financeiro. Numerosas experiências da história econômica demonstram que a quebra de instituições financeiras está ligada à prática de gestões fraudulentas ou temerárias das entidades. Abstração feita à discussão sobre a eventual possibilidade de identificação de um bem jurídico supraindividual tutelado pelos tipos penais do artigo 4º, *caput* e parágrafo único, da Lei nº 7.492/1986, parece legítima a tutela antecipada, através de delitos de perigo abstrato, do patrimônio dos investidores e clientes das instituições financeiras. Punir os comportamentos dos administradores da instituição financeira somente após a sua quebra, quando já não haverá possibilidade fática de reparação dos graves danos aos patrimônios individuais e ao sistema financeiro nacional, evidentemente não gera o mesmo nível protetivo ao bem jurídico garantido por delitos de perigo abstrato<sup>454</sup>.

Outro exemplo se encontra no delito de envenenamento de água potável ou de substância alimentícia ou medicinal (CP, art. 270), que protege, de forma antecipada, a vida e a integridade física das pessoas – já que o falso bem jurídico “saúde pública” nada mais é do que a saúde (individual) do conjunto de componentes da sociedade. Não é preciso muito esforço argumentativo para levar ao convencimento acerca da necessidade de se punir antecipadamente um comportamento que representa alto risco de grave e irreparável lesão aos bens jurídicos tutelados.

---

<sup>453</sup> Art. 18. Importar, exportar, favorecer a entrada ou saída do território nacional, a qualquer título, de arma de fogo, acessório ou munição, sem autorização da autoridade competente: Pena – reclusão de 4 (quatro) a 8 (oito) anos, e multa.

<sup>454</sup> O exemplo é de Guilherme Guedes Raposo, para quem “nos dias atuais, diante de uma realidade social na qual a maior parte do patrimônio das pessoas encontra-se custodiada em instituições financeiras, e não mais investido em bens imóveis, e também da constatação empírica de que certos atos de gestão temerária ou fraudulenta podem efetivamente provocar a quebra dessas instituições e, com isso, causar sérios prejuízos ao patrimônio de um contingente populacional gigantesco, não há como negar ao legislador a possibilidade de traçar uma estratégia político-criminal de defesa do patrimônio que priorize a evitação de atos de gestão irregular grave de uma instituição financeira, punindo-os mais severamente do que o furto, por exemplo. Na realidade, o fato de se tratar de um comportamento prévio a uma situação de lesão ou de perigo concreto não torna ilegítima essa opção legislativa, pois a real probabilidade – baseada em dados fáticos ou em conhecimentos científicos já consagrados – de afetação grave do patrimônio de milhares (ou mesmo de milhões) de pessoas, justifica plenamente a imposição de uma sanção tão ou mais grave do que aquela aplicável a alguns atos de lesão” (Bem jurídico tutelado e direito penal econômico. In: SOUZA, Artur de Brito Gueiros de (org). *Inovações no direito penal econômico: contribuições criminológicas, político-criminais e dogmáticas*. Brasília: ESMPU, 2011. pp. 290-291).

Nos casos em que se identifica um verdadeiro bem jurídico supraindividual tutelado pelo tipo penal, o mesmo raciocínio é válido. Se a experiência e o conhecimento científico ou técnico existentes demonstram que determinadas condutas são particularmente aptas a colocar em risco o bem jurídico supraindividual tutelado, abre-se ao legislador a alternativa de formular a política criminal de defesa de tal bem jurídico através da utilização de um crime de perigo abstrato.

É o que ocorre no delito de manipulação do mercado. O bem jurídico supraindividual tutelado, como aqui defendido, é a capacidade funcional alocativa do mercado, notadamente o mecanismo de formação de preços de valores mobiliários que lhe é inerente.

Como demonstra a história do mercado de capitais, tal bem jurídico é particularmente sensível e passível de afetação pelas práticas de manipulação de mercado, continuamente reconhecidas pelos agentes do mercado e catalogadas pela doutrina econômica. Punir somente as condutas que já tenham influído concretamente, de forma artificial, no processo de formação de preços, consubstancia uma medida menos eficaz para a proteção do bem jurídico. Pouco eficiente seria, por outro lado, a tentativa de proteção meramente patrimonial no âmbito do mercado de capitais – sem prejuízo da remanescente tutela do patrimônio através de outros tipos penais<sup>455</sup>.

Como fundamento para a utilização do delito de perigo abstrato, devem ser considerados os graves resultados que um dano efetivo traz, pois as práticas manipuladoras podem levar até mesmo à eliminação do mercado – como ocorreu com a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro<sup>456</sup>.

Além disso, o processo de formação de preços é bastante complexo, abrangendo a participação de numerosos atores, na ponta compradora ou vendedora, de modo que, por vezes, é bastante difícil demonstrar a efetiva ocorrência da lesão ao bem jurídico, a despeito de ela ter ocorrido.

A exigência de efetiva lesão ao bem jurídico enfraquece, é inegável, a proteção ao bem jurídico. É intuitivo que, em qualquer processo penal ou administrativo relacionado à manipulação

---

<sup>455</sup> Nesse sentido são precisas as observações de Carlos Zabala López-Gómez: “Así, cualquier delito bursátil protege el correcto funcionamiento del mercado, entendido como un sistema de garantía del inversor y en el que los precios se fijan según las reglas de la oferta y de la demanda. La importancia del bien jurídico protegido al que ya nos hemos referido hace que el legislador no pueda ni siquiera plantearse el proteger el correcto funcionamiento del mercado a través de tipos delictivos de carácter patrimonial como el delito de estafa o el delito de apropiación indebida, puesto que una vez que nos podemos plantear la posibilidad de ese resultado lesivo ya se habría producido un daño irreversible al correcto funcionamiento del mercado, produciendo una variación en los precios no sólo del valor objeto de ataque por el delito sino también de los mercados financieros en su conjunto, al haberse producido una desconfianza en el inversor que haga que éste saque sus ahorros del mercado bursátil” (*Op. cit.* pp. 341-342). Sobre a proteção meramente reflexa do patrimônio dos investidores no delito de manipulação de mercado, cf. Capítulo 3.1.4 *infra*.

<sup>456</sup> MALHEIROS, Arnaldo. *Op. cit.* pp. 889-891.

de mercado, sempre se terá de enfrentar a alegação de que não foram as atitudes perpetradas pelos acusados que produziram efeitos nas condições do mercado, mas outras causas que normalmente poderão ser referidas, relacionadas à conjuntura econômica, às condições da companhia etc<sup>457</sup>.

Os crimes de perigo abstrato estão baseados na premissa de que a prática da conduta típica, por si só, produz riscos sistêmicos ao bem jurídico, cuja lesão, no entanto, somente ocorrerá em virtude da interação de outros intervenientes e de fatores externos; não seria necessário, nesses casos, por isso, exigir a efetiva lesão ao bem jurídico para a caracterização do delito, pois, a despeito da reprovabilidade da conduta, o resultado lesivo poderia não vir a ocorrer por sorte do agente, caso a fonte do perigo fosse neutralizada pela interveniência de terceiros ou pela interposição de fatores externos.

Mostra-se legítimo, em princípio, desse ponto de vista, que o legislador desenhe o tipo penal da manipulação de mercado a partir da descrição de condutas que sejam teoricamente aptas a afetar o processo de formação de preços de valores mobiliários. Tais condutas representam aquilo que Schünemann denomina ponto de dispersão coletivo (*kollektive Schalstation*), a partir do qual os cursos causais se perdem no anonimato da sociedade de massas<sup>458</sup>.

De toda forma, uma solução mais equilibrada dos bens jurídicos em jogo sugere que se requeiem para a esfera administrativa as ameaças meramente potenciais ao bem jurídico, reservando-se a sanção penal somente para os casos de comprovada influência no processo de formação de preços dos valores mobiliários. Com isso, não deixaria de haver uma repressão a condutas potencialmente lesivas, mas esta seria menos severa do que aquela reservada para as condutas que efetivamente venham a lesionar o bem jurídico.

---

<sup>457</sup> MENDES, Paulo de Sousa; MIRANDA, António João. A causalidade como critério heurístico – uma demonstração através do exemplo da manipulação de cotações do mercado financeiro. *Revista portuguesa de ciência criminal*. Coimbra: Coimbra, v. 15, n. 2, abr.-jun., 2005. p. 205.

<sup>458</sup> Menciona o professor de Munique, ao lado do exemplo do comércio de alimentos potencialmente lesivos à saúde, a conduta de distribuir prospectos com informações falsas a respeito da companhia – conduta que pode até vir a caracterizar a manipulação de mercado. Para ele, “encontramos, aqui, algo análogo à venda massificada e anônima de alimentos, a saber, a distribuição de cotas de capital num mercado de capitais, em que o prospecto já há muito tomou o lugar da confiança pessoal e em que, além do mais, a relação de equivalência entre investimento e participação nos ganhos é determinada sobretudo pela audácia do investidor corretamente informado disposto a assumir riscos, que se vale de formas modernas de investimento como capital de risco, as sociedades de amortização e o comércio de derivativos. Em razão disso, o moderno tipo penal da fraude no investimento de capital, do §264a do Código Penal alemão, faz o direito penal entrar em cena corretamente já no momento da distribuição de prospectos que contenham informações falsas vantajosas dirigidas á coletividade. Assim como a posta em circulação de alimentos, a publicação do prospecto representa o ponto de dispersão coletivo (*kollektive Schalstation*) em que, na sociedade moderna, uma proteção eficaz de bens jurídicos deve intervir” (O direito penal..., cit. p. 84).

Não foi esta, porém, a opção do nosso legislador, que decidiu criminalizar já a conduta potencialmente lesiva ao bem jurídico. Como compatibilizar essa escolha com os princípios da exclusiva proteção subsidiária de bens jurídicos, da fragmentariedade e da lesividade ou ofensividade?

Considerando que o pressuposto legitimador da sanção penal como *ultima ratio* do sistema jurídico reside na ocorrência de um comportamento materialmente desvalorado pelo risco real criado para os bens jurídicos, devem ser, na medida do possível, evitados os delitos de perigo abstrato puro, espécie típica mais adequada a estruturar meras infrações formais de desobediência, técnica legislativa própria do direito administrativo sancionador<sup>459</sup>.

Mais consentânea com os princípios constitucionais do direito penal afigura-se a substituição (legislativa) dos crimes de perigo abstrato puros pelos chamados *delitos de aptidão*. Em tais delitos, identificados originariamente por Schröder como “delitos de perigo abstrato-concreto”, o tipo penal é estruturado de forma a exigir expressamente o potencial lesivo ao bem jurídico, mediante fórmulas como “idôneo para”, “suscetível de”, “apto a” etc.<sup>460</sup>.

O tipo não exige verificação do perigo concreto, comprovado na realidade, mas impõe ao intérprete a demonstração, no caso concreto, de uma aptidão genérica da conduta para atingir o bem jurídico. Há, pois, uma combinação de elementos abstratos e concretos de risco na conduta, de modo que o perigo não está meramente abarcado abstratamente na finalidade da lei, mas tampouco surge como elemento a exigir efetiva ocorrência fática; apresenta-se, antes, como uma qualidade intrínseca à ação.

Em Portugal, o crime de manipulação de mercado é estruturado justamente como um delito de aptidão ou de perigo abstrato-concreto<sup>461</sup>. O artigo 379º, 1, do Código dos Valores Mobiliários tipifica a conduta de “Quem divulgue informações falsas, incompletas, exageradas ou tendenciosas, realize operações de natureza fictícia ou execute outras práticas fraudulentas que sejam idóneas para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros é punido com pena de prisão até 5 anos ou com pena de multa”.

<sup>459</sup> MENDOZA BUERGO, Blanca. La configuración del injusto (objetivo) de los delitos de peligro abstracto. *Revista de derecho penal y criminología*. 2. Época, núm. 9 (2002). pp. 71-72.

<sup>460</sup> ROXIN, Claus. *Strafrecht...*, cit. p. 431.

<sup>461</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código dos Valores Mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2000. p. 85. Conforme Pedro Verdelho, “pode suceder não haver alteração nenhuma: o que está em causa é a susceptibilidade para a alteração do mercado” (*Op. cit.* p. 347).

Note-se a referência à idoneidade para a produção dos resultados lesivos ao bem jurídico. Tal aptidão é, posteriormente, no item 2 do mesmo dispositivo, especificada nos seguintes termos: “Consideram-se idóneos para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado, nomeadamente, os actos que sejam susceptíveis de modificar as condições de formação dos preços, as condições normais da oferta ou da procura de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros ou as condições normais de lançamento e de aceitação de uma oferta pública”.

No Brasil, a descrição típica é bastante confusa, não tendo sido utilizados termos que indiquem a construção de um delito de aptidão<sup>462</sup>.

Mas mesmo nesses casos em que o legislador não se valeu, na arquitetura do tipo penal, da estrutura de um delito de aptidão, o exame de tipicidade nos crimes de perigo abstrato não prescinde da constatação de, no mínimo, potencial lesivo ao bem jurídico<sup>463</sup>. É necessário verificar a idoneidade *ex ante* da conduta concreta para a produção do menoscabo ao bem jurídico que a norma pretende evitar.

Para atestar que a conduta tenha relevância típica material – ou seja, que é objetiva e materialmente antijurídica e não apenas formalmente coincidente com a descrição típica –, será necessário valorar individualmente se a ação praticada efetivamente caracteriza um risco proibido e supõe uma vulneração do fim de proteção da norma. Um caminho que se mostra viável para essa constatação é a aplicação da teoria da imputação objetiva<sup>464</sup>.

Tal teoria, elaborada por Karl Larenz em 1927 e adaptada para o direito penal pelas mãos de Richard Honig em 1930, apresentou-se, nos moldes formulados por Claus Roxin a partir sobretudo da década de 1970, como mecanismo mais justo e racional para a constatação da vinculação entre conduta e resultado nos crimes materiais<sup>465</sup>. Simplificadamente, nas palavras de

---

<sup>462</sup> Cf. Capítulo 4.3.2.2 *infra*.

<sup>463</sup> Existem diversas subclassificações doutrinárias dentro da categoria dos crimes de perigo abstrato. Roxin, por exemplo, refere-se a delitos clássicos de perigo abstrato, delitos de ações de massa, delitos com “bem jurídico intermédio espiritualizado” e delitos de aptidão abstrata (*Strafrecht...*, cit. pp. 426-432). Para os fins da presente tese, as possíveis subclassificações não se mostram relevantes, na medida em que se defende que todos os delitos de perigo abstrato dependem, ao menos, de potencial lesivo ao bem jurídico.

<sup>464</sup> MENDOZA BUERGO, Blanca. *Op. cit.* p. 72

<sup>465</sup> Destaque-se que, embora os delitos de perigo abstrato se configurem majoritariamente como crimes de mera conduta, nada impede que, por vezes, surjam como crimes de resultado, já que não se confundem lesão do bem jurídico e produção de resultado material diverso da própria conduta, tendo em conta a possibilidade de objetos referenciais diversos. Johanna Schulemberg demonstra essa ausência de necessária identidade com um exemplo do direito alemão. Os artigos 306, parágrafo 1º, e 306d, parágrafo 1º, do Código Penal alemão regulam o delito de incêndio imprudente. O delito é de perigo abstrato, pois os bens jurídicos protegidos – vida e integridade física – não precisam ser sequer colocados em perigo concreto para a incidência da norma; trata-se, porém, de um delito de resultado, dado que o objeto da ação, o espaço físico a ser considerado, deve ser faticamente destruído para a caracterização da tipicidade. Cf.

Roxin, a teoria enuncia que “um resultado causado pelo agente só deve ser imputado como sua obra e preenche o tipo objetivo unicamente quando o comportamento do autor cria um risco não permitido para o objeto da ação, quando o risco se realiza no resultado concreto, e este resultado se encontra dentro do alcance do tipo”<sup>466</sup>.

Com o desenvolvimento da teoria, os critérios de imputação objetiva se multiplicaram, no intuito de, resolvendo casos concretos, estabelecer parâmetros normativos (não meramente causais) de atribuição de responsabilidade penal<sup>467</sup>.

A racionalidade e elegância dos critérios desenvolvidos levaram a doutrina a perceber que o potencial dogmático da teoria da imputação objetiva não se esgotava na função suplementar da concepção causal dos crimes de resultado, atribuindo-lhe um papel de releitura do conteúdo de todos os tipos de crime, a partir de critérios normativos de sentido<sup>468</sup>. Feijoo Sánchez chega a afirmar que a discussão sobre se a teoria da imputação objetiva é aplicável também a delitos de perigo – que, em regra, apresentam-se sob a forma de crimes formais ou de mera conduta – seria uma “reliquia do passado”<sup>469</sup>.

Os critérios de imputação objetiva devem ser recepcionados, com as devidas adaptações, na análise dos crimes de conduta, inclusive se assumirem a estrutura de crimes de perigo abstrato. Nas palavras de Figueiredo Dias, “as questões de legitimidade, jurídico-constitucional e dogmática, suscitadas pelos crimes de perigo abstracto, nomeadamente, a do relacionamento entre a acção e o bem jurídico protegido (não o eventual resultado típico) em nada afectam os termos que deve pôr-se e resolver-se o problema de imputação objectiva”<sup>470</sup>.

Conforme Pierpaolo Bottini, “o risco é o substrato mínimo sobre o qual se constroem todos os delitos, de forma que não existe diferença qualitativa entre os crimes de perigo abstrato, os

---

Relaciones dogmáticas entre bien jurídico, estructura del delito e imputación objetiva. In: HEFENDEHL, Roland (ed.). *La teoría del bien jurídico ¿Fundamento de legitimación del derecho penal o juego de abalorios dogmático?* Madrid: Marcial Pons, 2007. p. 353.

<sup>466</sup> A teoria da imputação objetiva. *Revista brasileira de ciências criminais*. Trad. Luís Greco. São Paulo: RT, v. 10, n. 38, abr. 2002. p. 12.

<sup>467</sup> Vicente Greco Filho anota que “na Alemanha, há cerca de 400 diversos enfoques quanto aos critérios objetivos para a imputação” (*Tóxicos: prevenção-repressão*. 14. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 107).

<sup>468</sup> MIR PUIG, Santiago. Significado e alcance da imputação objetiva em direito penal. Trad. Ricardo Breier. *Revista brasileira de ciências criminais*. São Paulo, v. 13, n. 56, set.-out. 2005. p. 180.

<sup>469</sup> FEIJOO SÁNCHEZ, Bernardo. Imputación objetiva en el derecho penal económico: el alcance del riesgo permitido. Reflexiones sobre la conducta típica en el derecho penal del mercado de valores e instrumentos financieros y de la corrupción entre particulares. In: SILVA SÁNCHEZ, Jesús-María; MIRÓ LLINARES, Fernando (direc.). *La teoría del delito en la práctica penal económica*. Madrid: La Ley, 2013. p. 141.

<sup>470</sup> *Op. cit.* p. 344.



crimes de perigo concreto e os crimes de lesão, pois os três estão atrelados ao mesmo fundamento valorativo, que é a periculosidade do comportamento humano<sup>471</sup>.

No mesmo sentido, Marco Antonio Marques da Silva assevera que “o direito penal econômico, elegendo o crime de perigo abstrato como sua forma mais adequada de tipificação, não pode exigir relevância ao resultado naturalístico, mas, ao contrário, terá de estar ligado ao conceito de risco, com o instrumento da imputação objetiva para poder concretizar a adequação do fato criminoso à norma incriminadora<sup>472</sup>”.

Examinando os crimes de drogas, Vicente Greco Filho pontua que “nos crimes de perigo abstrato mais do que a realização da conduta formal, descrita no tipo, é imprescindível a criação de um risco aos bens protegidos, mesmo que genérico e não verificado concretamente, vale dizer, há necessidade de verificar a periculosidade da ação<sup>473</sup>”.

Examinados os múltiplos critérios desenvolvidos pela teoria da imputação objetiva, é possível distinguir aqueles que se referem ao *desvalor da ação* e os que se relacionam ao *desvalor do resultado*. A teoria da imputação objetiva atua nos dois campos, ou seja, “acrescenta ao injusto um desvalor objetivo da ação (a criação de um risco juridicamente desaprovado), e dá ao desvalor do resultado uma nova dimensão (realização do risco juridicamente desaprovado)<sup>474</sup>”.

No âmbito do *desvalor da ação*, a necessidade de criação de um risco proibido se apresenta como pressuposto da conduta típica de qualquer figura delitiva, num direito penal fundado na proteção de bens jurídicos. Afinal, a proibição penal de ações que não criam sequer risco de lesão a bens jurídicos consubstanciaria uma restrição inadmissível do direito fundamental à liberdade sem justificativa em outro interesse ou valor constitucional contraposto – o que é ofensivo, também, ao postulado da proporcionalidade.

No âmbito dos crimes de perigo abstrato, tem-se como uma das consequências da teoria da imputação objetiva a imposição de que a conduta, ainda que preencha formalmente os elementos objetivos do tipo, deva ser considerada típica apenas se criar um risco, além de juridicamente desaprovado, *relevante* ao bem jurídico, ou seja, ao menos um perigo potencial (risco) de lesão ao

---

<sup>471</sup> *Crimes de perigo abstrato*. 3. ed. São Paulo: RT, 2013. p. 168.

<sup>472</sup> *Op. cit.* p. 417.

<sup>473</sup> *Op. cit.* pp. 108-109.

<sup>474</sup> GRECO, Luís. *Um panorama da teoria da imputação objetiva*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005. p. 12.

bem jurídico tutelado. A periculosidade para o bem jurídico se converte, assim, em elemento implícito da tipicidade objetiva<sup>475</sup>.

Diante disso, somente haverá periculosidade se a lesão ao bem jurídico não for absolutamente improvável. Condutas completamente inidôneas para afetar os bens jurídicos tutelados carecem de tipicidade substancial, por não representarem criação efetiva de risco proibido, devendo ser excluídas do âmbito de incidência da norma penal.

Esse raciocínio não é estranho à nossa jurisprudência. O Supremo Tribunal Federal, até pouco tempo atrás, reconhecia a atipicidade do porte de arma de fogo “desmuniçada e sem que o agente tivesse, nas circunstâncias, a pronta disponibilidade de munição”, fundado no entendimento de que “o cuidar-se de crime de mera conduta – no sentido de não se exigir à sua configuração um resultado material exterior à ação – não implica admitir sua existência independentemente de lesão efetiva ou potencial ao bem jurídico tutelado pela incriminação da hipótese de fato”<sup>476</sup>. O entendimento era louvável, dado que afastava bens jurídicos meramente aparentes – como a “paz social” –, reconhecendo a caracterização da tipicidade somente se houvesse risco, ainda que meramente potencial, à incolumidade física de alguém.

Posteriormente, o STF alterou seu entendimento, passando a decidir, sob a premissa de que o “objeto jurídico tutelado não é a incolumidade física, mas a segurança pública e a paz social”, ser “irrelevante estar a arma de fogo desmuniçada”<sup>477</sup>. Não obstante, mesmo diante dessa – criticável, por hipostasiar um bem jurídico meramente aparente – nova posição da Suprema Corte, constata-se, em alguns julgados, a indicação da necessidade de verificação da ausência de lesividade ao bem jurídico no caso concreto para o afastamento da tipicidade. Nas palavras do Ministro Gilmar Mendes, é viável a constatação de “situações possíveis de ocorrer nos mais diversos rincões deste país e que, em tese, ainda que subsumidas à tipicidade formal, são desprovidas de qualquer significação social”<sup>478</sup>.

<sup>475</sup> Roxin dá um exemplo de aplicação da teoria no âmbito dos crimes de perigo abstrato, ao criticar uma decisão do BGH, por meio da qual um padre foi condenado, com fundamento na lei de drogas (*Betäubungsmittelgesetz*), por subministrar barbitúrico a uma doente terminal. Para o catedrático de Munique, não teria sido colocada em perigo a “saúde pública”, nem poderia a destinatária desenvolver uma dependência química, de modo que, por meio de uma interpretação restritiva, deveria ser excluída a tipicidade, à falta de perigo sequer abstrato a qualquer dos bens jurídicos que a doutrina costuma apontar como tutelados (*Strafrecht...*, cit. p. 430).

<sup>476</sup> RHC 81057, Rel. p/ Acórdão Min. Sepúlveda Pertence, Primeira Turma, j. 25.05.2004, DJ 29.04.2005.

<sup>477</sup> HC 117206, Rel. Min. Cármen Lúcia, Segunda Turma, j. 05.11.2013, DJe 19.11.2013.

<sup>478</sup> HC 104410, Rel. Min. Gilmar Mendes, Segunda Turma, j. 06.03.2012, DJe 26.03.2012.

Em outro precedente, o Supremo Tribunal Federal julgou improcedente acusação formulada pela suposta prática do crime previsto no art. 34, *caput*, da Lei nº 9.605/1998<sup>479</sup>. No caso concreto, reputou-se que, apesar de a conduta do denunciado amoldar-se à tipicidade formal e subjetiva, não haveria a tipicidade material, dado que, mesmo diante de crime de perigo abstrato, não seria possível dispensar, ao menos, a verificação do perigo potencial da conduta praticada pelo acusado com relação ao bem jurídico tutelado. No caso concreto, esse perigo não restou caracterizado, pois o acusado estava em pequena embarcação, em contexto de pesca rústica, com vara de pescar, linha e anzol – e não em barco grande, munido de redes, arrasto ou com instrumentos de maior potencialidade lesiva ao meio ambiente<sup>480</sup>.

Tomemos outro exemplo. No delito de embriaguez ao volante (artigo 306 do Código de Trânsito Brasileiro – Lei nº 9.503/1997)<sup>481</sup>, o STF entendeu que a “objetividade jurídica do delito tipificado na mencionada norma transcende a mera proteção da incolumidade pessoal, para alcançar também a tutela da proteção de todo corpo social, asseguradas ambas pelo incremento dos níveis de segurança nas vias públicas”, de modo que seria “irrelevante, nesse contexto, indagar se o comportamento do agente atingiu, ou não, concretamente, o bem jurídico tutelado pela norma, porque a hipótese é de crime de perigo abstrato, para o qual não importa o resultado”<sup>482</sup>. O correto seria fundamentar a necessidade de antecipação da tutela penal da incolumidade físicas das pessoas por meio de um delito de perigo abstrato, sem recorrer ao falso bem jurídico da “segurança nas vias públicas”<sup>483</sup>. Seja como for, ainda que reconhecido esse bem jurídico supraindividual, não se pode negar que, num caso concreto em que, por exemplo, o agente dirija seu veículo dentro de uma fazenda, sem adentrar às vias públicas, não haveria o mínimo potencial de colocação em risco do bem jurídico.

---

<sup>479</sup> Art. 34. Pescar em período no qual a pesca seja proibida ou em lugares interditados por órgão competente: Pena – detenção de um ano a três anos ou multa, ou ambas as penas cumulativamente.

<sup>480</sup> Inq 3788, Rel. Min. Cármen Lúcia, Segunda Turma, j. 01.03.2016, DJe 13.06.2016.

<sup>481</sup> Art. 306. Conduzir veículo automotor com capacidade psicomotora alterada em razão da influência de álcool ou de outra substância psicoativa que determine dependência: Penas – detenção, de seis meses a três anos, multa e suspensão ou proibição de se obter a permissão ou a habilitação para dirigir veículo automotor.

<sup>482</sup> RHC 110258, Rel. Min. Dias Toffoli, Primeira Turma, j. 08.05.2012, DJe 23.05.2012.

<sup>483</sup> Crítico em relação à admissão, também pelo Tribunal Federal alemão (*Bundesgerichtshof*), do bem jurídico da “segurança no trânsito”, Bernd Schünemann destaca, entre os problemas gerados por esse posicionamento, a não aplicação das consequências do consentimento do ofendido. Assim menciona, por exemplo, que “o *Bundesgerichtshof* agravou, por violação da segurança do trânsito, a pena do motorista que, num acidente provocado em razão da bebida, lesionou os passageiros de seu carro, apesar de terem estes entrado no carro com o conhecimento de estar o motorista alcoolizado e incapacitado para dirigir, sendo por isso responsáveis pela própria lesão” (O direito penal..., cit. p. 81).

Outro delito que pode ser enquadrado na categoria dos crimes de perigo abstrato é o de cartel, tipificado no artigo 4º, II, da Lei nº 8.137/1990. Trata-se da conduta de formar acordo, convênio, ajuste ou aliança entre ofertantes, visando à fixação artificial de preços ou quantidades vendidas ou produzidas (alínea “a”), ao controle regionalizado do mercado por empresa ou grupo de empresas (alínea “b”) ou ao controle, em detrimento da concorrência, de rede de distribuição ou de fornecedores (alínea “c”). Embora o tipo penal não se refira expressamente à necessidade de existência de *poder de mercado* dos componentes do cartel, vem entendendo a doutrina que, na ausência dessa circunstância fática, não há risco, sequer potencial, ao bem jurídico tutelado (livre concorrência do mercado)<sup>484</sup>.

Um último exemplo, esse já um clássico na jurisprudência: no delito de moeda falsa, tutela-se a capacidade funcional que se deve assegurar ao dinheiro de servir como instrumento de troca (capacidade funcional transacional), meio de pagamento (capacidade funcional liberatória) e reserva de valor (capacidade funcional valorativa). Se, contudo, há fabricação, guarda ou negociação de papel moeda grosseiramente falsificado, sem aptidão sequer potencial para abalar essa capacidade funcional, a conduta será atípica. Poderá restar caracterizado, em tese, apenas o crime de estelionato, caso haja obtenção de vantagem indevida em face de um indivíduo determinado<sup>485</sup>.

Essa concepção deverá incidir, também, sobre o delito de manipulação de mercado. Se é verdade que as práticas manipuladoras, *em regra*, colocam ao menos em risco o processo de formação de preços dos valores mobiliários, não se pode negar que haverá condutas sem nenhuma idoneidade para fazê-lo.

O exame dessa aptidão não é tarefa executável somente pela observação do mundo real, mas exige considerações de caráter normativo. No que se refere à manipulação informativa, por exemplo, a fim de verificar se a informação tem aptidão para lesar o bem jurídico, deve-se levar em conta o conceito – e a respectiva lista exemplificativa – de ato ou fato relevante, previsto no artigo 2º da Instrução CVM nº 358/2002.

De acordo com esse dispositivo, é considerado relevante “qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I – na cotação dos valores mobiliários de

<sup>484</sup> Nesse sentido, cf. MARTINEZ, Ana Paula. *Op. cit.* pp. 188-189.

<sup>485</sup> Súmula 73 do STJ: “A utilização de papel moeda grosseiramente falsificado configura, em tese, o crime de estelionato, da competência da Justiça Estadual”.

emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados”.

Destarte, se uma informação falsa prestada com o intuito de alterar a cotação de valores mobiliários não tiver essa capacidade de influência ponderável sobre esses fatores, não terá potencial de lesão ao bem jurídico, sendo, portanto, atípica.

A análise é feita sob a perspectiva *ex ante* de um investidor confrontado com a informação, pois o relevante é o potencial de interferência da conduta sobre o bem jurídico. Em seu *considerandum* nº 14 de justificação das regras da regulamentação do abuso de mercado no âmbito europeu, o Regulamento nº 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, destaca que “os investidores razoáveis baseiam as suas decisões de investimento nas informações colocadas à sua disposição, isto é, informações disponíveis *ex ante*”; em consequência “a questão de saber se um investidor razoável, ao tomar a sua decisão de investimento, é suscetível de ter em conta uma dada informação, deverá ser apreciada com base na informação disponível *ex ante*”.

Se o comportamento, por outro lado, cria um risco juridicamente relevante, porém *permitido*, resta excluída a tipicidade objetiva da conduta. No conceito de risco permitido incluem-se aqueles admitidos pelas normas jurídicas reguladoras da atividade ou tolerados pela comunidade em que se inserem, porquanto inerentes à própria dinâmica social moderna. Conforme assevera Mir Puig, “todo o âmbito do risco permitido fica excluído da imputação típica por uma ponderação político-criminal da utilidade social do setor de atividade de que se trata frente aos riscos que supõem, que leva a decidir sobre a permissão da atividade perigosa, incluída a que *ex post* resulte lesiva por razão precisamente do risco permitido”<sup>486</sup>.

Exemplo de operação que gera risco permitido – pois afeta o processo de formação de preços baseado na oferta e na demanda pelo ativo – tem-se na chamada estabilização de preços em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, justificável excepcionalmente para viabilizar a oferta ou para assegurar o levantamento de um valor mínimo de capital<sup>487</sup>. O artigo 23, §3º, da Instrução CVM nº 400/2003 permite a celebração de contratos de estabilização de preços,

---

<sup>486</sup> *Op. cit.* p. 176.

<sup>487</sup> HAZEN, Thomas Lee. *Op. cit.* p. 168.

previamente aprovados pela CVM. A Deliberação nº 476/2005 estabelece requisitos para a aprovação da minuta do contrato de estabilização.

Assim, se seguido o procedimento regulamentar, não haverá que se falar em manipulação de mercado, ainda que as condutas afetem o processo de formação de preços dos valores mobiliários.

O artigo 13º do Regulamento do Abuso de Mercado Europeu é intitulado “práticas de mercado aceites” e estabelece a não ocorrência de manipulação de mercado “desde que a pessoa que realiza uma operação, coloca uma ordem ou pratique qualquer outra conduta comprove que essa operação, ordem ou conduta ocorreram por razões legítimas e se encontram em conformidade com as práticas de mercado aceites, definidas nos termos do presente artigo”.

Em seguida, elenca uma lista de razões pelas quais uma prática pode ser considerada aceite, como, por exemplo, se a prática de mercado “tem um nível de transparência significativo para o mercado” ou “assegura um grau elevado de salvaguardas para o funcionamento das forças de mercado e a interação adequada entre a oferta e a procura”. Naquele âmbito, cabe a cada Estado-membro definir essas práticas, sob a supervisão da autoridade europeia do mercado de capitais.

Nessa linha de raciocínio, se as operações, embora afetem consideravelmente os preços de negociação dos valores mobiliários, puderem ser economicamente justificadas, não restará caracterizada a manipulação, porquanto praticadas de acordo com as regras de mercado. Por exemplo, num caso concreto ocorrido no Brasil, a desmontagem de uma operação de *hedge* pelo grupo Merrill Lynch, no dia de vencimento do contrato de Ibovespa futuro, levou a uma queda superior a 4% no valor do índice em um intervalo pouco superior a vinte minutos, próximo ao fechamento do pregão, o que levou a CVM a imputar administrativamente a prática de manipulação de preços. Os acusados, porém, foram absolvidos, sob o argumento de que a desmontagem gradual da posição de *hedge*, além das dificuldades operacionais, requereria condições favoráveis nos mercados à vista e futuro, além de deixar o investidor exposto a um maior risco de base, de modo que a venda das ações na última meia hora do pregão, quando o preço médio de venda das ações e o preço de liquidação do contrato futuro de índice tendem a convergir, era a alternativa economicamente mais racional, por minimizar o risco de exposição à base<sup>488</sup>. Economicamente justificada a conduta, sem violação das regras de mercado, reconheceu-se que a atuação dos investidores não criou risco juridicamente proibido.

---

<sup>488</sup> Sobre este caso, cf. DUTRA, Marcos Galileu Lorena; BUSATO, Eduardo José. *Op. cit*

Outro critério de verificação de imputação objetiva desenvolvido por Roxin diz respeito ao *alcance do tipo*. Para ele, “cada vez mais se admite que pode deixar de ocorrer a imputação quando, no caso concreto, o alcance do tipo, o fim de proteção da norma inscrita no tipo (ou seja, da proibição de matar, ferir, danificar etc.) não compreender resultados da espécie do ocorrido, isto é, quando o tipo não for determinado a impedir acontecimentos de tal ordem”<sup>489</sup>.

Tratando-se de critério voltado ao *desvalor do resultado*, numa primeira análise, não teria aplicação no âmbito dos crimes formais ou de mera conduta. Não obstante, a ideia de alcance do tipo aponta, no campo do desvalor da ação, para a interpretação teleológica da tipicidade a partir do bem jurídico tutelado. Ou seja, a conduta típica deve ser entendida como aquela que, preenchendo formalmente os elementos do tipo, cria ou aumenta um risco juridicamente proibido para o *bem jurídico compreendido no alcance do tipo*.

Se o bem jurídico tutelado é a capacidade funcional alocativa do mercado de valores mobiliários, especificamente o processo de formação de preços dos ativos, práticas que não tem potencial para atingir esse bem jurídico não sofrem a incidência da regra penal incriminadora, ainda que sejam contrárias às normas do mercado.

Considere-se, por exemplo, as operações conhecidas como “esquenta-esfria”, adrede planejadas para que a ponta perdedora diminua o ganho de capital, reduzindo a incidência do imposto de renda, e a ponta ganhadora legitime rendimentos oriundos de fontes desconhecidas. Essas operações podem caracterizar os crimes de lavagem de dinheiro e de sonegação fiscal; se, porém, forem realizadas em valores reduzidos, com ações muito líquidas e a preços de mercado poderão ser consideradas atípicas do ponto de vista da manipulação, por ausência de imputação objetiva, já que tais condutas em nada afetam o bem jurídico, encontrando-se, portanto, fora do alcance do tipo penal do artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976.

A característica multifacetada das práticas de mercado impede um exame completo das condutas a serem tidas por atípicas à luz do princípio da ofensividade. Apesar disso, neste item buscou-se demonstrar como a concretização deste princípio, a partir dos critérios desenvolvidos pela teoria da imputação objetiva, conjugada com a determinação do bem jurídico tutelado, pode conduzir a resultados político-criminais coerentes<sup>490</sup>.

---

<sup>489</sup> *Funcionalismo e imputação objetiva no direito penal*. Trad. Luís Greco. Rio de Janeiro: Renovar, 2002. p. 352.

<sup>490</sup> A respeito de outras condutas excluídas da tipicidade penal por ausência de risco potencial ao bem jurídico, cf. Capítulo 4.3.2.2 *infra*.

### 3.2.3. Princípio da legalidade e proibição de leis penais indeterminadas

O princípio da legalidade penal, corolário do Estado de Direito, está prescrito no artigo 5º, XXXIX, da Constituição O dispositivo estabelece que “não há crime sem lei anterior que o defina, nem pena sem prévia cominação legal”, exigindo que tanto as condutas reprovadas como as penas que serão aplicadas a quem as pratiquem estejam definidas previamente num texto legal (*nullum crimen, nulla poena sine lege*).

Tradicionalmente, distinguem-se quatro decorrências desse enunciado, sendo as duas primeiras dirigidas ao juiz e as duas últimas ao legislador: a) proibição de analogia (*nullum crimen, nulla poena sine lege stricta*); b) proibição da fundamentação da pena no direito consuetudinário (*nullum crimen, nulla poena sine lege scripta*); c) proibição de retroatividade da lei penal mais gravosa (*nullum crimen, nulla poena sine lege praevia*); e d) proibição de leis penais e penas indeterminadas (*nullum crimen, nulla poena sine lege certa*)<sup>491</sup>.

Interessa para a presente tese esta última vertente do princípio, que veda a edição de leis penais indeterminadas, tendo em conta a amplitude semântica do tipo penal estatuído no artigo 27-C da Lei nº 6.386/1976.

A proibição de leis indeterminadas é decorrência intuitiva do princípio da legalidade, pois aquelas não cumprem os objetivos almejados por este, especificamente a contenção do arbítrio na aplicação da lei penal e a previsibilidade das condutas proibidas aos destinatários da norma.

Existem, contudo, razões de ordem metodológica e político-criminal a obstar uma leitura exageradamente rígida deste princípio.

Inicialmente, vale destacar que, para a transmissão da mensagem, pode o legislador optar por uma descrição mais ou menos precisa de realidade, ou seja, utilizar-se de modelos linguísticos mais concretos ou mais abstratos; pode-se escolher entre se aludir, por exemplo, a “livro” ou a “coisa”. Os modelos linguísticos abstratos são mais adequados para abarcar uma maior parcela da realidade (possuem uma grande extensão conceitual), mas são relativamente vazios quanto ao conteúdo (têm fraca intensidade); já os modelos concretos têm menor extensão conceitual e mais forte intensidade.

---

<sup>491</sup> ROXIN, Claus. *Strafrecht...*, cit. pp. 141-143.



O que a vertente da proibição da indeterminação demanda é que as regras penais incriminadoras tenham uma forte intensidade, ou seja, refiram-se da maneira mais concreta possível à realidade social referida.

Mas há aí, muitas vezes, em primeiro lugar, um dilema político-criminal. O legislador pretende regular as condições fundamentais da vida em sociedade, prevendo penas para aquelas condutas que coloquem em risco o funcionamento dessas condições. Em diversas situações, essa tarefa é mais bem exercida através da utilização de tipos penais com grande extensão conceitual. Ocorre que conciliar, no mesmo tipo penal, grande extensão com forte intensidade conceitual é praticamente impossível – pois são características inversamente proporcionais.

A utilização de expressões de maior amplitude semântica – ao contrário do que poderia à primeira vista parecer, por ir de encontro a uma ideal absoluto de segurança e previsibilidade – pode ser benéfica, em alguns casos, para a aplicação do direito<sup>492</sup>. Ela permite ao intérprete uma melhor consideração da situação concreta, facilitando uma aplicação mais justa da lei<sup>493</sup>.

Pense-se no delito de estelionato (CP, art. 171): se, ao invés de utilizar a fórmula geral “induzindo ou mantendo alguém em erro, mediante artifício, ardil, ou qualquer outro meio fraudulento”, o legislador tivesse optado por especificar cada uma das diversas formas de fraude continuamente verificadas na vida real, viveria o legislador a fechar lacunas, perseguindo sem sucesso a criatividade dos agentes criminosos.

Assim, mesmo naqueles casos em que o legislador poderia ter utilizado termos mais precisos na redação do tipo penal, tal técnica pode se mostrar inadequada para a proteção de determinado bem jurídico, produzindo efeitos político-criminais indesejados<sup>494</sup>.

Além disso, somente uma compreensão da atividade de aplicação da lei como dedução automática das expressões legais, entendida como possibilidade de completa decisão dos casos concretos *ex ante* pelo legislador, é que se poderia cogitar afastar totalmente algum grau de

---

<sup>492</sup> “A textura aberta do direito significa que há, na verdade, áreas de conduta em que muitas coisas devem ser deixadas para serem desenvolvidas pelos tribunais ou pelos funcionários, os quais determinam o equilíbrio, à luz das circunstâncias, entre interesses conflitantes que variam em peso, de caso a caso.” (HART, Herbert. *O Conceito de Direito*. 3. ed. Trad. A. R. Mendes. Lisboa, FCG, 2001. p. 141).

<sup>493</sup> “A textura aberta da linguagem é vantajosa porque incorpora essa oscilação entre esses dois extremos: a necessidade de certeza e a necessidade de deixar certas questões em aberto para serem apreciadas no tempo adequado.” (STRUCHINER, Noel. *Direito e Linguagem: Uma Análise da Textura Aberta da Linguagem e sua Aplicação ao Direito*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002. p. 122).

<sup>494</sup> ROXIN, Claus. *Strafrecht...*, cit. p. 170.

indeterminabilidade dos termos legais. Essa compreensão, no entanto, não se sustenta diante dos avanços metodológicos da ciência do direito, em especial à luz da teoria da linguagem.

Foi-se o tempo em que se pressupunha tranquilamente a possibilidade de se “estabelecer uma clareza e segurança jurídicas absolutas através de normas rigorosamente elaboradas, e especialmente garantir uma absoluta univocidade a todas as decisões judiciais e a todos os actos administrativos”<sup>495</sup>. O desenvolvimento da metodologia jurídica levou ao entendimento de que à lei é impossível fornecer todas as respostas antecipadamente, de modo que o texto legal não consegue impor a seu aplicador uma atuação matemática, ou automática, para quaisquer casos imaginados (ou não) pelo legislador<sup>496</sup>.

Continuar a sustentar que ao juiz cabe, como *bouche de la loi*, simplesmente pronunciar o *dictum* do legislador, acaba por produzir o perverso efeito de esconder os verdadeiros fundamentos do processo decisório<sup>497</sup>.

O direito, como linguagem que é, está sujeito às decorrências da *textura aberta* que a caracteriza<sup>498</sup>. Com efeito, a linguagem, ainda que represente o mais avançado meio de comunicação, não atinge, como regra geral, a possibilidade de transmissão unívoca de mensagens. Não é diferente com a linguagem jurídica: trata-se de uma característica irreduzível de qualquer linguagem<sup>499</sup>.

Com essas observações não se resolve, porém, a questão: até que ponto é admissível a abertura semântica do tipo penal?

<sup>495</sup> ENGISCH, Karl. *Introdução ao pensamento jurídico*. 7. ed. Trad. J. Baptista Machado. Lisboa: FGC, 1996. p. 206.

<sup>496</sup> Hoje já se admite que “a invocação da lei como jurídico *fundamento* decisório não implica a dedução do sentido normativo da decisão apenas do conteúdo da lei, que jurídico-normativamente fundamentação e dedução se não identificam, que a lei só poderá ser fundamento normativo num processo metodológico-problematicamente decisório em concreto mediante uma reconstrução intencional de sentido normativo e em que sempre se assume uma normatividade para além daquela que possa oferecer o pressuposto e exposto conteúdo legal.” (NEVES, Antonio Castanheira. *O princípio da legalidade criminal, o seu problema jurídico e o seu critério dogmático*. Coimbra: Coimbra, 1988. pp. 13-14).

<sup>497</sup> “Parece claramente absurdo insistir, contra o reconhecimento do carácter vago e poroso dos conceitos legais ou da pré-compreensão de cada juiz, em que o juiz se tenha de ater estritamente à lei. Ele não o pode fazer. Uma tal exigência, aparentemente fundada na noção de Estado de direito, não tem como consequência um cumprimento mais exacto das prescrições legais por parte da jurisprudência, mas sim que esta procure dar a entender que se limita a cumprir a lei.” (HASSEMER, Winfried. *Sistema jurídico e codificação: a vinculação do juiz à lei*. In: KAUFMANN, A.; HASSEMER, Winfried. (org.). *Introdução à filosofia do direito e à teoria do direito contemporâneas*. Lisboa: Caluste Gulbenkian, 2002. pp. 292-293).

<sup>498</sup> HART, Herbert. *Op. cit.* p. 141. Abertura essa, explica Antonio Castanheira NEVES, “quer no sentido de indeterminação conotativa, porque são sempre função de um ‘contexto de significação’; quer no sentido de indeterminação denotativa, porque são sempre função de um ‘contexto de aplicação’.” (*O actual problema metodológico da interpretação jurídica*. v. I. Coimbra: Coimbra, 2003. p. 23).

<sup>499</sup> GRAU, Eros Roberto. *Ensaio...*, cit., p. 198.

A doutrina costuma diferenciar elementos descritivos, elementos normativos e elementos subjetivos do tipo penal. Quanto a estes últimos, o corolário da proibição de leis penais indeterminadas não levanta maiores problemas, pois tais elementos não integram a descrição da conduta em si, mas apenas se referem aos aspectos cognitivos e/ou volitivos ligados ao agente.

Os elementos descritivos são conceituados como aqueles “apreensíveis através de uma atividade sensorial, isto é, os elementos que referem aquelas realidades materiais que fazem parte do mundo exterior e por isso podem ser conhecidas, captadas de forma imediata, sem necessidade de uma valoração”, ao passo que os elementos normativos são aqueles “que só podem ser representados e pensados sob a lógica pressuposição de uma norma ou de um valor, sejam especificamente jurídicos ou simplesmente culturais, legais ou supralegais, determinados ou a determinar; elementos que assim não são sensorialmente perceptíveis, mas só podem ser espiritualmente compreensíveis ou avaliáveis”<sup>500</sup>.

Roxin ainda se refere à categoria dos elementos valorativos globais do fato, que se diferencia dos tradicionais elementos normativos pela circunstância de que aqueles antecipam o juízo acerca da antijuridicidade. Assim, não se pode entender tal elementar como configurada e, em seguida, ter-se o fato por justificado: a presença de uma causa justificante implica a negação da própria existência da elementar da valoração global<sup>501</sup>.

Não há dúvida de que tipos penais construídos somente com elementos descritivos atendem de modo mais claro ao princípio da proibição de leis indeterminadas. Mas até essa assertiva deve ser entendida de modo relativo.

O delito de homicídio, descrito singelamente como a conduta de “matar alguém” (CP, art. 121), está estruturado, supostamente, por meio da forma típica mais fechada possível.

Nem por isso, no entanto, é insuscetível de gerar controvérsia interpretativa. Em época não muito distante, o assassinato de um escravo seria considerado atípico, já que, incrivelmente, determinados seres humanos não eram juridicamente considerados como pessoas; por outro lado, não é impossível que, no futuro, outros animais venham a ser enquadrados no elemento objetivo “alguém”.

Tampouco são incontroversas as questões relacionadas à definição do momento em que surge a vida, passando a existir *alguém* passível de sofrer um homicídio – diferenciando-se, nesse

---

<sup>500</sup> DIAS, Jorge de Figueiredo. *Op. cit.* pp. 288-289.

<sup>501</sup> ROXIN, Claus. *Strafrecht...*, cit. pp. 301-302.

ponto, o tipo do homicídio do tipo do aborto – e quando a vida deixa de existir – tornando, então, inviável o cometimento do delito.

Mas não é só. Com o avanço da teoria da imputação objetiva, a própria verificação da causação do resultado morte é, hoje, reconhecida como um processo normativamente muito mais complexo do que pressupunham as teorias causalistas. Saber se alguém foi responsável pela morte de outrem demanda a definição acerca da criação de um risco proibido à vida por parte do acusado, procedimento que envolve a análise de diversas normas de cuidado. No âmbito de mortes ocorridas em ruas e rodovias, por exemplo, será necessário acorrer a normas administrativas de trânsito para se determinar se, jurídico-penalmente, ao agente pode ser imputada a morte de alguém<sup>502</sup>.

Daí se vê que mesmo normas formadas sem o recurso a elementos normativos ou valorativos globais do fato são carentes de interpretação e, por serem necessariamente veiculadas através da linguagem, não são unívocas, dependendo sempre da atividade do intérprete.

Como bem nota Alamiro Velludo Salvador Netto, a diferença entre elementos descritivos e normativos, do ponto de vista do respeito ao princípio da proibição de leis indeterminadas, não é qualitativa, mas, sim, de grau. A circunstância de a regra penal incriminadora se valer de conceitos de outros ramos jurídicos não fere, de modo geral, a legalidade, consistindo numa decorrência natural da acessoriedade do direito penal em determinados setores. A ofensa à legalidade se configura apenas quando a abertura semântica das expressões utilizadas na construção da regra é tamanha que vem a configurar um “não tipo”. Exemplo disso, na visão do autor, tem-se no delito de gestão temerária (Lei nº 7.492/1986, art. 4º, p. ún.), no qual tal é a vagueza da descrição da conduta que o tipo serve apenas como uma “ponte”, transferindo toda a discussão sobre a caracterização típica para o âmbito das normas administrativas reguladoras do sistema financeiro nacional<sup>503</sup>.

Significa dizer que, para que se caracterize a ofensa à proibição da indeterminação da lei penal, é preciso que a descrição adotada pelo legislador impeça minimamente o conhecimento do teor da proibição pelos seus destinatários.

---

<sup>502</sup> GRECO, Luís. A relação entre o direito penal e o direito administrativo no direito penal ambiental: uma introdução aos problemas da acessoriedade administrativa. *Revista brasileira de ciências criminais*. São Paulo: RT, v. 14, n. 58, jan.-fev. 2006. p. 168.

<sup>503</sup> Tipicidade penal e princípio da legalidade: o dilema dos elementos normativos e a taxatividade. *Revista brasileira de ciências criminais*. São Paulo: RT, v. 18, n. 85, jul.-ago. 2010. pp. 232-234.

Numa tentativa de definição do *quantum* de determinação necessário, a jurisprudência da Suprema Corte dos EUA – onde existem tipos penais muito mais abertos do que aqueles que seriam admitidos no Brasil – desenvolveu a doutrina da “nulidade por vagueza” (*void-for-vagueness doctrine*), segundo a qual os tipos penais, para não serem considerados inconstitucionais, devem ter clareza suficiente para que (a) pessoas leigas possam entender qual conduta é proibida, (b) de modo a não encorajar arbitrariedades e discriminações por parte das autoridades de persecução penal<sup>504</sup>.

Ainda nos casos em que essa clareza não se faça presente, porém, antes de declarar a inconstitucionalidade de uma lei como inadmissivelmente vaga, deve-se verificar se a prescrição é passível de uma interpretação restritiva, que preserve seu núcleo duro (*solid core*), aplicando-se a norma apenas àquelas condutas em relação às quais não existe controvérsia acerca da sua incidência<sup>505</sup>. De toda sorte, à luz da regra da leniência (*leniency rule*), a ambiguidade em relação ao tipo penal se resolve em favor do réu<sup>506</sup>.

Entre nós, o Supremo Tribunal Federal já reconheceu a inaplicabilidade do tipo penal da lavagem de dinheiro tendo por antecedente crime “praticado por organização criminosa”, na redação original da Lei nº 9.613/1998, tendo em conta a falta de definição em lei formal de organização criminosa, conjugada à amplitude semântica dessa expressão<sup>507</sup>.

Por outro lado, ao examinar a compatibilidade da regra penal incriminadora que tipificou o delito de tortura de criança ou adolescente (Lei nº 8.069/1990, art. 233) com o princípio da legalidade penal (CF, art. 5º, XXXIX), o Supremo Tribunal Federal entendeu que o caráter aberto do termo “tortura”, previsto em lei sem identificação objetiva das condutas por meio das quais o delito poderia ser cometido, não inquinava o tipo penal de inconstitucionalidade, mas apenas fazia com que este devesse ser complementado pelo aplicador da norma, a quem compete identificar, nos casos concretos, os seus possíveis meios de execução<sup>508</sup>.

Delito típico da criminalidade moderna, a manipulação de mercado se apresenta de variadas formas. Caso se pretendam abarcar no tipo penal as diferentes espécies de manipulação que a

---

<sup>504</sup> “As generally stated, the void-for-vagueness doctrine requires that a penal statute define the criminal offense with sufficient definiteness that ordinary people can understand what conduct is prohibited and in a manner that does not encourage arbitrary and discriminatory enforcement”. *Kolender v. Lawson*, 461 U.S. 352, 357 (1983).

<sup>505</sup> *Skilling v. United States*, 561 U.S. 358, 399-400 (2010).

<sup>506</sup> *Rewis v. United States*, 401 U. S. 808, 812 (1971); *Cleveland v. United States*, 531 U.S. 12, 24 (2000).

<sup>507</sup> AP 470, Rel. Min. Joaquim Barbosa, Tribunal Pleno, j. 17.12.2012, DJe 19.04.2013.

<sup>508</sup> HC 70389, Rel. p/ Acórdão: Min. Celso de Mello, Tribunal Pleno, j. 23.06.1994, DJ 10.08.2001.

criatividade dos operadores pode imaginar, não é possível se pretender delimitar de forma absolutamente determinada a conduta incriminada. A abertura do tipo é decorrência indefectível da complexidade da matéria regulada<sup>509</sup>.

Trata-se de um campo em que se constata uma especial tensão entre a legalidade e a proteção eficiente do bem jurídico. O desafio está em encontrar uma formulação linguística que permita, a um só tempo, punir condutas nocivas à livre formação de preço dos valores mobiliários e conferir segurança jurídica aos agentes econômicos, que devem ter condições de saber de antemão, com clareza, quais condutas serão consideradas ilícitas.

No Brasil, o legislador se referiu à realização de “operações simuladas” ou à execução de “outras manobras fraudulentas”, fazendo uso, portanto, de expressões com grande extensão conceitual. Nem por isso parece haver aí ofensa ao princípio da legalidade.

A identificação das condutas que podem ser enquadradas nesse tipo penal é possível não apenas em razão da previsão legal de expressões de tradição no nosso direito, mas também pela contínua catalogação, doutrinária e jurisprudencial, de práticas de mercado inaceitáveis ao longo dos anos. Vejamos.

A conceituação de operações simuladas deve ser buscada no instituto da simulação do direito privado. Na definição clássica de simulação “ostenta-se o que não se quis; e deixa-se, inostensivo, aquilo que se quis”<sup>510</sup>.

A expressão abrange hipóteses de simulação absoluta ou relativa, isto é, tanto aquelas em que a declaração aparente de vontade, em verdade, não visa a produzir nenhum efeito jurídico, como aquelas em que há um ato simulado, que aparece, e um ato dissimulado, que realmente se quer, mas não aparece.

Já a expressão “outras manobras fraudulentas” é mais aberta, visando a enquadrar outras condutas que, embora não simuladas, induzam terceiros a erro. O conceito de fraude, conquanto de amplo espectro semântico, tem larga tradição no nosso direito penal.

Só no Código Penal, por exemplo, a referência à fraude aparece nos crimes previstos nos artigos 126, p. ún. (provocar aborto mediante fraude), 155, §4º, II (furto qualificado), 171, *caput*,

---

<sup>509</sup> Previsões específicas das condutas manipuladoras não conseguem abranger as diversas manifestações do fenômeno, tornam-se ultrapassadas rapidamente e incentivam os agentes criminosos a se aproveitar das lacunas legais. Cf. MOLONEY, Niamh. *EC securities regulation*. New York: Oxford University Press, 2008. p. 981.

<sup>510</sup> MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. *Tratado de direito privado*. 3. ed. Rio de Janeiro: Bosch, 1972, t. IV. p. 375.

§4º, II, III, IV, V e VI (estelionato), 177, *caput* (fraudes e abusos na fundação ou administração de sociedade por ações), 179, *caput* (fraude à execução), 203, *caput* (fraude à legislação do trabalho), 204, *caput* (fraude à lei sobre a nacionalização do trabalho), 206, *caput* (fraude no recrutamento de trabalhadores), 216, *caput* (violação sexual mediante fraude), 227, §2º (mediação para servir a lascívia de outrem mediante fraude), 228, §2º (favorecimento da prostituição mediante fraude), 230, §2º (rufianismo mediante fraude), 231-A, §2º, IV (tráfico internacional de pessoa para fim de exploração sexual mediante fraude), (tráfico interno de pessoa para fim de exploração sexual mediante fraude), 309, *caput* (fraude de lei sobre estrangeiro), 311-A, *caput* (fraude em certame público), 334, §1º, “c” (formas equiparadas a descaminho), 335, *caput* (fraude de concorrência), 347, *caput* (fraude processual) e 358, *caput* (fraude em arrematação judicial).

O significado do termo já possui ampla consolidação doutrinária e jurisprudencial e se identifica com a prática de qualquer artifício, arдил, embuste ou estratagem que tenha por objetivo criar falsa aparência de realidade, levando terceiros a erro.

Especificamente na área do mercado de capitais, esse conceito abrange uma ampla gama de condutas que criam aparência de liquidez ou geram cotações de um ativo que não correspondem a um preço determinado de acordo com a oferta e a procura.

A identificação das condutas que serão compreendidas como manipulação de mercado depende efetivamente de uma participação maior do intérprete. Essa estrutura do tipo penal demanda, sem dúvida, um papel mais ativo dos juízes na construção do seu significado. Nem por isso deverá ser tida por inconstitucional, desde que a jurisprudência estabeleça, a partir da moldura geral, conceitos mais determinados para lidar com os diferentes grupos de condutas abarcadas.

O catálogo de condutas compreendidas nesses moldes linguísticos amplos corresponde, em geral, as chamadas tipologias da manipulação de mercado, “as quais foram surgindo na vida real à medida da inventiva dos diversos agentes do mercado”<sup>511</sup>.

A exemplo do que ocorre com a lavagem de dinheiro, o tipo penal de manipulação de mercado se vale de uma fórmula linguística ampla, com a finalidade de compreender em seu âmbito de incidência um largo leque de situações concretas<sup>512</sup>. Pretende-se que essa previsão alargada abarque as tipologias da manipulação.

<sup>511</sup> MENDES, Paulo de Sousa; MIRANDA, António João. *Op. cit.* p. 193.

<sup>512</sup> A respeito da lavagem de dinheiro, no Superior Tribunal de Justiça já se consignou que “tendo em vista o grau de abertura do tipo penal e as grandes variações na forma de execução, bem como o fato de não estar o conhecimento ainda consolidado, os organismos internacionais têm trabalhado com a identificação de tipologias, de formas comuns

As tipologias, nesse sentido, apresentam-se com um nível de abstração maior que o caso concreto (evidentemente) e menor do que o texto do tipo penal e se caracterizam, ademais, pela frequência com que se repetem na experiência do mundo real<sup>513</sup>. É uma forma de operacionalizar, concretizar e simplificar a compreensão do tipo penal.

A concretização contínua de conceitos mais amplos tem sido admitida, na esfera do direito penal econômico, como forma de compatibilizar os princípios envolvidos, na jurisprudência comparada. O Tribunal Constitucional alemão, numa decisão de 2010, decidiu que o tipo penal da infidelidade patrimonial (*untreue*), previsto, também de forma bastante aberta, no § 266 do Código Penal, não ofende o mandamento de determinação estabelecido no artigo 103, p. 2, da Constituição (princípio da legalidade). Em referido julgado, o Tribunal assevera competir à jurisprudência, diante de tipos penais abertos, um mandamento de precisão (*Präzisierungsgesbot*), segundo o qual cabe aos juízes precisar e concretizar as previsões mais abstratas da lei. Desse modo, a aplicação do tipo penal torna-se progressivamente mais segura por meio da construção de uma jurisprudência consolidada que, de sua parte, solidifique conceituações gerais aplicáveis a grupos de casos<sup>514</sup>.

A própria jurisprudência da CVM sobre a infração administrativa de manipulação de mercado serve como mecanismo de concretização dos conceitos do tipo penal. Isso porque se, por um lado, nem toda infração administrativa caracterizará o tipo penal, por outro, como se defenderá adiante, a consecução do delito pressupõe a violação do regramento administrativo<sup>515</sup>.

Além da natureza multifacetada da manipulação, outro argumento que joga a favor de certo grau de abertura do tipo consiste no profissionalismo dos habituais praticantes da manipulação. Trata-se de pessoas com conhecimentos especiais sobre o funcionamento e as regras do mercado, que, mesmo diante da abertura semântica do tipo, saberão identificar, ao menos fora da zona de penumbra, condutas evidentemente vedadas. O autor da manipulação do mercado não é um néscio, um leigo que inadvertidamente realiza operações no mercado; pelo contrário, como decorrência do próprio dolo exigido pelo tipo, pressupõe-se que o agente tenha conhecimento pleno das circunstâncias que envolvem a manobra praticada.

---

de ocorrência de lavagem de dinheiro” (APn 458/SP, Rel. Min. Fernando Gonçalves, Rel. p/ Acórdão Min. Gilson Dipp, Corte Especial, j. 16.09.2009, DJe 18.12.2009).

<sup>513</sup> DALLAGNOL, Deltan Martinazzo. Tipologias de lavagem. In: CARLI, Carla Veríssimo de (org.). *Lavagem de dinheiro: prevenção e controle penal*. 2. ed. Porto Alegre: Verbo Jurídico, 2013. p. 378.

<sup>514</sup> Decisão de 23.06.2010. BVerfGE 126, 170–233.

<sup>515</sup> Cf. Capítulo 4.5.1 *infra*.



Naqueles casos em que exista dúvida fundada a respeito da caracterização da conduta como simulada ou fraudulenta, a interpretação deve ser restritiva, em homenagem não somente ao princípio da legalidade, mas também ao livre mercado. Na linha da jurisprudência da Suprema Corte dos EUA, anteriormente mencionada, a ambiguidade em relação ao tipo penal se resolve em favor do réu (*leniency rule*).

Em conclusão, a fórmula linguística utilizada pelo legislador brasileiro na tipificação do delito de manipulação de mercado respeita o princípio da legalidade penal (CF, art. 5º, XXXIX), em sua vertente de proibição de leis indeterminadas. A segurança jurídica da aplicação do tipo penal será progressivamente incrementada, com a identificação e a catalogação das tipologias de manipulação de mercado. De toda sorte, dada a amplitude semântica do tipo penal, nos casos duvidosos, a conduta deverá ser reputada lícita<sup>516</sup>.

#### **3.2.4. Vedação ao *bis in idem* e cumulação de sanções administrativa e penal**

Diante da circunstância de que, no nosso ordenamento jurídico, o agente responsável pela prática de manipulação de mercado está submetido tanto a sanções administrativas (Lei nº 6.385/1976, art. 11) como penais (Lei nº 6.385/1976, art. 27-C), são necessárias considerações sobre a legitimidade desse sistema repressor cumulativo.

Não há na Constituição brasileira proibição expressa contra a possibilidade de aplicação de mais de uma sanção, penal e administrativa, pelo mesmo fato. Em verdade, sequer uma regra contra a submissão de um réu a múltiplos processos penais pela mesma conduta consta expressamente do nosso texto constitucional.

Contrariamente, há regras constitucionais que indicam, ao menos em determinados setores, a admissibilidade do duplo sancionamento, penal e administrativo, pela mesma conduta.

Na seara ambiental, o § 3º do artigo 225 da Constituição estabelece que “as condutas e atividades consideradas lesivas ao meio ambiente sujeitarão os infratores, pessoas físicas ou jurídicas, a sanções penais e administrativas, independentemente da obrigação de reparar os danos causados”. Ao utilizar a conjunção aditiva “e” o texto constitucional aponta para a admissibilidade

---

<sup>516</sup> Sobre a interpretação e a concretização dos conceitos legais adotados no artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976, cf. Capítulo 4 *infra*.

da aplicação, à mesma conduta, de sanções penais ao lado de sanções administrativas, sem prejuízo da obrigação de reparação dos danos causados.

De modo semelhante, o § 4º do artigo 37 prescreve que “os atos de improbidade administrativa importarão a suspensão dos direitos políticos, a perda da função pública, a indisponibilidade dos bens e o ressarcimento ao erário, na forma e gradação previstas em lei, sem prejuízo da ação penal cabível”. Significa dizer que a própria Constituição admite a aplicação de sanções penais ao lado de sanções extrapenais para os atos de improbidade administrativa.

Mas não somente em relação a estes setores o entendimento tradicional na doutrina e na jurisprudência brasileiras é o de que a vedação ao *bis in idem*, conquanto reconhecida em nosso direito, impede apenas a punição de um mesmo fato com a aplicação de mais de uma sanção na *esfera penal*<sup>517</sup>. Quando se trata da dupla punição da mesma conduta nas esferas administrativa e penal não se costuma vislumbrar qualquer obstáculo constitucional ou legal. Vale, nessa hipótese, o tradicional entendimento da “independência das instâncias”<sup>518</sup>.

No mais das vezes, o argumento da “independência das instâncias” é repetido nos julgados como se sua aplicação fosse tão evidente que carecesse de explicação. Entretanto, a questão, como demonstram o direito comparado e a doutrina, é muito mais controversa do que parecerá a um leitor desavisado da jurisprudência brasileira.

Se a Constituição é lacônica, no âmbito internacional existem tratados relacionados a direitos individuais que veiculam regras expressas sobre a vedação do *bis idem*. Tais normas são incorporadas ao direito brasileiro, quando não na qualidade de emendas constitucionais, no mínimo com *status* supralegal, conforme entendimento atual da jurisprudência do Supremo Tribunal Federal<sup>519</sup>.

Vejamos, portanto, como o tema é tratado no direito internacional aplicável ao Brasil. Em seguida, a título de comparação, é interessante examinar o entendimento adotado no direito europeu

---

<sup>517</sup> “A lei brasileira não admite seja o indivíduo processado criminalmente por delito pelo qual foi condenado, consagrando a regra, que vem do direito romano, do *non bis in idem*: não se pune duas vezes a um acusado pelo mesmo crime” (STF, Ext 871, Rel. Min. Carlos Velloso, Tribunal Pleno, j. 17.12.2003, DJ 12.03.2004).

<sup>518</sup> “A independência entre as instâncias penal, civil e administrativa, consagrada na doutrina e na jurisprudência, permite à Administração impor punição disciplinar ao servidor faltoso à revelia de anterior julgamento no âmbito criminal, ou em sede de ação civil por improbidade, mesmo que a conduta imputada configure crime em tese” (STJ, RMS 24.636/MT, Rel. Min. Felix Fischer, Quinta Turma, j. 25.11.2008, DJe 29.06.2009).

<sup>519</sup> O *status* supralegal dos tratados internacionais sobre direitos humanos que não tenham sido submetidos ao procedimento específico do artigo 5º, § 3º, da Constituição foi estabelecido pelo Supremo Tribunal Federal a partir do julgamento do RE 349703, Rel. p/ Acórdão Min. Gilmar Mendes, Tribunal Pleno, j. 03.12.2008, DJe 04.06.2009. Caso submetidas ao referido procedimento, “serão equivalentes às emendas constitucionais” (CF, artigo 5º, § 3º).

e nos EUA, sistemas que influenciam sobremaneira o direito brasileiro, tanto no âmbito dos direitos humanos como do direito do mercado de capitais.

### **3.2.4.1. A disciplina do tema em tratados internacionais sobre direitos humanos internalizados no direito brasileiro**

O artigo 20 do Estatuto do Tribunal Penal Internacional (TPI), incorporado ao nosso ordenamento jurídico pelo Decreto nº 4.388/2002, veicula uma regra específica sobre a proibição do *bis in idem*, sempre aludindo a crimes, sem qualquer referência a punições administrativas<sup>520</sup>. Não há notícia de que o TPI tenha alguma vez apreciado a questão relacionada à aplicação de sanções administrativa e penal sobre o mesmo fato.

De sua parte, o artigo 14, 7, do Pacto Internacional sobre Direitos Civis e Políticos, incorporado ao direito brasileiro pelo Decreto nº 592/1992, dispõe que “ninguém poderá ser processado ou punido por um delito pelo qual já foi absolvido ou condenado por sentença passada em julgado, em conformidade com a lei e os procedimentos penais de cada país”. A menção expressa à proibição de duplo processo ou punição pelo mesmo “delito”, em conformidade com “os procedimentos penais de cada país”, também sugere, ao menos a partir de uma interpretação meramente literal, a limitação da regra estritamente ao direito penal<sup>521</sup>.

E realmente tem sido esse o entendimento adotado pelo Comitê de Direitos Humanos na aplicação dessa regra. Num caso envolvendo a aplicação de mais de uma sanção disciplinar a um

---

<sup>520</sup> Artigo 20. *Ne bis in idem*. 1. Salvo disposição contrária do presente Estatuto, nenhuma pessoa poderá ser julgada pelo Tribunal por atos constitutivos de crimes pelos quais esta já tenha sido condenada ou absolvida. 2. Nenhuma pessoa poderá ser julgada por outro tribunal por um crime mencionado no artigo 5º, relativamente ao qual já tenha sido condenada ou absolvida pelo Tribunal. 3. O Tribunal não poderá julgar uma pessoa que já tenha sido julgada por outro tribunal, por atos também punidos pelos artigos 6º, 7º ou 8º, a menos que o processo nesse outro tribunal: a) Tenha sido por objetivo subtrair o acusado à sua responsabilidade criminal por crimes da competência do Tribunal; ou b) Não tenha sido conduzido de forma independente ou imparcial, em conformidade com as garantias de um processo equitativo reconhecidas pelo direito internacional, ou tenha sido conduzido de uma maneira que, no caso concreto, se revele incompatível com a intenção de submeter a pessoa à ação da justiça.

<sup>521</sup> “A cláusula do Artigo 14, n. 7, inscrita no Pacto Internacional sobre Direitos Civis e Políticos, aprovado pela Assembleia Geral das Nações Unidas, qualquer que seja a natureza jurídica que se lhe atribua (a de instrumento normativo impregnado de caráter supralegal ou a de ato revestido de índole constitucional), inibe, em decorrência de sua própria superioridade hierárquico-normativa, a possibilidade de o Brasil instaurar, contra quem já foi absolvido ou condenado no exterior, com trânsito em julgado, nova persecução penal motivada pelos mesmos fatos subjacentes à sentença penal estrangeira” (STF, Ext 1223, Rel. Min. Celso de Mello, Segunda Turma, j. 22.11.2011, DJe 27.02.2014).

servidor por um Município holandês, o Comitê de Direitos Humanos decidiu que a regra do artigo 14 se aplica apenas a delitos e não a medidas sancionadoras de caráter administrativo<sup>522</sup>.

Já o artigo 8.4 da Convenção Americana de Direitos Humanos, incorporada ao nosso ordenamento jurídico pelo Decreto nº 678/1992, estabelece que “o acusado absolvido por sentença transitada em julgado não poderá ser submetido a novo processo pelos mesmos fatos”. Novamente, a referência a “acusado” e “absolvido” indica, à primeira vista, um campo de incidência restrito à esfera penal.

Examinando esse dispositivo, entretanto, a Corte Interamericana de Direitos Humanos já teve oportunidade de destacar, em *Loayza Tamayo vs. Peru*, a diferença existente entre os textos da Convenção Americana e do Pacto Internacional, ressaltando que, enquanto este se refere ao mesmo “delito”, aquela utiliza a expressão “os mesmos fatos”, que seria “um termo mais amplo em benefício da vítima”<sup>523</sup>. Neste caso, María Elena Loayza Tamayo foi absolvida na justiça militar pelo delito de traição à pátria e, em seguida, foi condenada na justiça comum pelo delito de terrorismo. A Corte considerou que a condenação ofendeu o artigo 8º, 4 da Convenção. Ainda assim, as duas sanções examinadas estavam inseridas na esfera penal, de modo que não restou claro o entendimento da Corte acerca da admissibilidade de sobreposição de sanções administrativas e penais.

Em verdade, a Corte chega, inclusive, a relativizar a proibição de *bis in idem* até mesmo no âmbito criminal, permitindo nova persecução pelos mesmos fatos, nos casos em que reconhece a chamada “coisa julgada fraudulenta”<sup>524</sup>. A abordagem da Corte Interamericana de Direitos Humanos tem sido pobre e restritiva no que se refere ao princípio do *ne bis in idem*, não se identificando outros precedentes nos quais o tema tenha sido mais profundamente examinado<sup>525</sup>.

Como se percebe do exame dos casos referidos, não se pode afirmar que o exame da jurisprudência internacional relativa a direitos humanos vinculante para o Brasil ofereça uma

---

<sup>522</sup> *Jacobus Gerardus Strik v. Netherlands*, Comunicación nº. 1001/2001, U.N. Doc. CCPR/C/76/D/1001/2001 (2002).

<sup>523</sup> *Caso Loayza Tamayo vs. Peru*. Sentença de 17 de setembro de 1997.

<sup>524</sup> Sobre o tema, cf. ZILLI, Marcos; MONTECONRADO, Fabíola Girão; MOURA, Maria Thereza Rocha de Assis. *Ne bis in idem* e coisa julgada fraudulenta: a posição da Corte Interamericana de Direitos Humanos. In: AMBOS, Kai; MALARINO, Ezequiel; ELSNER, Gisela (coord.). *Sistema interamericano de protección de los derechos humanos y derecho penal internacional*. Montevideo: Konrad-Adenauer-Stiftung, 2011. pp. 403-433.

<sup>525</sup> No mesmo sentido, Keity Saboya aponta que, além do mencionado precedente *Loayza Tamayo vs. Peru*, “as demais situações enfrentadas pela Corte Interamericana de Direitos Humanos sobre o princípio do *ne bis in idem* não abordaram, sequer superficialmente, os conceitos dos termos que compõem esse princípio, tratando-se, ao contrário, de casos que relativizaram tal garantia, sob o argumento – nem sempre contundente – da ocorrência de ‘coisa julgada fraudulenta’” (*Op. cit.* p. 41).

resposta objetiva à questão acerca da possibilidade de aplicação de sanções penais e administrativas pelo mesmo fato<sup>526</sup>.

Em face deste panorama, é interessante examinar como o tema tem sido tratado no âmbito do direito comparado.

### 3.2.4.2. A *double jeopardy clause* na jurisprudência estadunidense

Nos EUA, existe previsão constitucional expressa de vedação do *bis in idem* – em princípio, apenas no âmbito criminal. A Quinta Emenda à Constituição dos EUA estabelece que nenhuma pessoa poderá ter a vida ou a integridade física colocada em risco por duas vezes em razão da mesma conduta<sup>527</sup>. Trata-se da propalada vedação do duplo risco (*double jeopardy*), mencionada, por vezes, também em julgados do nosso Supremo Tribunal Federal<sup>528</sup>.

A Suprema Corte dos EUA manteve, por muito tempo, entendimento consolidado no sentido de que a *double jeopardy clause* não seria apta a impedir a punição do mesmo fato tanto na esfera penal como no âmbito extrapenal, seja civil ou administrativo<sup>529</sup>.

Esse panorama viu-se modificado com a decisão proferida em *United States v. Halper*<sup>530</sup>. Neste precedente, Irwin Halper, dirigente de uma companhia que fornecia medicamentos para pacientes beneficiados por um programa governamental, submeteu 65 requerimentos falsos de reembolso por supostos serviços prestados, no valor total de US\$ 585. Condenado criminalmente, recebeu a pena de dois anos de prisão e de multa de US\$ 5.000. O governo, então, moveu uma ação civil, baseada em lei específica (*False Claims Act*), que previa uma penalidade civil de US\$ 2.000, o ressarcimento do dobro dos danos causados ao governo, além das custas da ação. Julgado o pedido procedente na instância extrapenal, Halper foi condenado a pagar US\$ 130.000 – 65 vezes a penalidade de US\$ 2.000 – além de aproximadamente US\$ 16.000 em custas.

<sup>526</sup> COSTA, Helena Regina Lobo. *Direito penal...*, cit. pp. 156-157.

<sup>527</sup> O texto completo da Quinta Emenda, que também garante direitos fundamentais como os de julgamento pelo júri e de observância do devido processo legal, é o seguinte: “*No person shall be held to answer for a capital, or otherwise infamous crime, unless on a presentment or indictment of a grand jury, except in cases arising in the land or naval forces, or in the militia, when in actual service in time of war or public danger; nor shall any person be subject for the same offense to be twice put in jeopardy of life or limb; nor shall be compelled in any criminal case to be a witness against himself, nor be deprived of life, liberty, or property, without due process of law; nor shall private property be taken for public use, without just compensation*”.

<sup>528</sup> Por exemplo, STF, Ext 967, Rel. Min. Ricardo Lewandowski, Tribunal Pleno, j. 16.11.2006, DJ 07.12.2006.

<sup>529</sup> Cf., por exemplo, *Helvering v. Mitchell*, 303 U.S. 391 (1938), *Unites States ex rel. v. Marcus Hess*, 317 U.S. 537 (1943), *Breed v. Jones*, 421 U.S. 519 (1975), e *Missouri v. Hunter*, 459 U.S. 359 (1983).

<sup>530</sup> *United States v. Halper*, 490 U.S. 435 (1989).

Com especial atenção ao caso concreto, a Suprema Corte decidiu que, dada a natureza “intrinsecamente pessoal” da cláusula da proibição do duplo risco, sua violação “poderia ser verificada apenas pela avaliação das características das sanções efetivamente impostas sobre o indivíduo pela máquina do Estado”<sup>531</sup>. Considerou-se, então, que, nesse caso, a aplicação da punição civil se mostrava “esmagadoramente desproporcional”. Frisou-se, contudo, que a aplicação da cláusula para esse tipo de situação era extraordinária, apenas em “casos raros”<sup>532</sup>.

Esse entendimento, entretanto, não se sustentou por muito tempo e começou a retroceder no julgamento de *United States v. Ursery*, quando a Suprema Corte decidiu que os fundamentos esposados em *United States v. Halper* somente se aplicariam a sanções pecuniárias, mas não a outras medidas sancionatórias, como confiscos de caráter civil<sup>533</sup>.

Em seguida, um ano depois do julgamento de *United States v. Ursery*, a Suprema Corte decidiu *Hudson v. United States*<sup>534</sup>. No referido caso, a agência de controle monetário – *Office of the Comptroller of the Currency* (OCC) – aplicou penalidades pecuniárias a três indivíduos que, em violação à regulação bancária federal, utilizaram suas posições em dois bancos para obter empréstimos em favor de terceiros. Os indivíduos também foram banidos de participar de negócios de instituições financeiras sem autorização escrita do OCC e de outros entes reguladores. Posteriormente, foram acusados criminalmente de conspiração, desvio de fundos bancários e declarações falsas perante instituição financeira.

No precedente, a Suprema Corte inicia por afirmar que o primeiro exame a ser realizado nesses casos consiste em verificar se a legislação indica, expressa ou implicitamente, uma natureza civil ou criminal da sanção. Mesmo havendo indicação de natureza civil, é possível concluir estar-se, em verdade, diante de sanção de caráter criminal, mas apenas diante da existência da “prova mais clara” (*clearest proof*) dessa natureza. Isso somente ocorreria se as sanções fossem “tão punitivas, na forma e no efeito” (*so punitive in form and effect*), que devessem ser consideradas como criminais a despeito da intenção legislativa.

Assim sendo, decidiu a Corte que o teste a ser utilizado para avaliar se uma sanção prevista em norma extrapenal ainda assim pode ser considerada como uma punição penal deve tomar como

---

<sup>531</sup> *United States v. Halper*, 490 U.S. 435, 447 (1989).

<sup>532</sup> *United States v. Halper*, 490 U.S. 435, 449 (1989).

<sup>533</sup> *United States v. Ursery*, 518 U.S. 267 (1996).

<sup>534</sup> *Hudson v. United States*, 522 U.S. 93 (1997).

guia critérios já fixados anteriormente, no julgamento de *Kennedy v. Mendoza Martinez*<sup>535</sup>. Trata-se de uma complexa lista de critérios, assim enumerada: (a) se a sanção envolve uma debilitação ou restrição afirmativa (*affirmative disability or restraint*); (b) se historicamente tem sido considerada como uma pena; (c) se a conduta foi praticada com consciência da ilicitude (*finding of scienter*); (d) se a aplicação da sanção irá promover os objetivos tradicionais de punição-retribuição e dissuasão; (e) se o comportamento a que se aplica já é considerado crime; (f) se é possível atribuir um propósito alternativo racional à conduta; e (g) se parece excessivo em relação ao objetivo alternativo atribuído<sup>536</sup>.

Afirma-se, ademais, que o desvio adotado em *United States v. Halper* dos princípios que de longa data governam a cláusula da proibição do duplo risco foram “considerados equivocadamente” (*ill considered*).

Ressaltou-se que, para afastar punições desproporcionais, devem ser utilizadas as cláusulas do devido processo legal (*due process*) e da proteção isonômica (*equal protection*) bem como a proibição de multas civis excessivas prevista na Oitava Emenda – e não a proibição do duplo risco. Isso porque a consideração sobre a sanção efetivamente imposta no caso concreto vai de encontro à premissa de que a *double jeopardy clause* proíbe até mesmo o processamento do mesmo fato por duas vezes, de modo que não seria viável aguardar a imposição da sanção para verificar o cabimento de sua aplicação.

Sobre as sanções aplicadas no caso examinado em *Hudson v. United States*, a Corte afirmou que nem multas pecuniárias nem a sanção de suspensão de exercício profissional tem sido vistas historicamente como punitivas. A sanção pecuniária seria reconhecida como extrapenal desde a lei do imposto de renda de 1789 e a suspensão de exercício profissional certamente não seria “nada perto da ‘punição infame’ da prisão”.

Reconheceu-se que as sanções aplicadas administrativamente possuem caráter preventivo geral, de intimidação da prática ilícita por outras pessoas. Mas esse caráter, por si só, nada diz sobre a natureza da sanção, pois esse é um objetivo admitido tanto na esfera penal como na esfera extrapenal. Ademais, as sanções em questão, embora destinadas a dissuadir futuros delitos, também servem para promover a estabilidade do setor bancário. Sustentar que a mera presença de um fim de dissuasão transforma essas sanções em penas, para fins de impedimento do duplo risco,

---

<sup>535</sup> *Kennedy v. Mendoza Martinez*, 372 U.S. 144 (1963).

<sup>536</sup> *Kennedy v. Mendoza Martinez*, 372 U.S. 144, 168-169 (1963).

prejudicaria gravemente a capacidade do governo de regulamentação eficaz das instituições financeiras.

Diante da expressa rejeição da compreensão acolhida em *United States v. Halper*, a doutrina reconhece que este julgado “não foi mais do que um pontinho na tela de análise da cláusula do duplo risco”<sup>537</sup>.

Essa posição vem sendo reafirmada em diversos casos na jurisprudência americana. Especificamente no que diz respeito à imposição, ao lado da pena criminal, de sanções administrativas pelo órgão regulador do mercado de capitais – a *Securities and Exchange Commission* (SEC) –, especial menção merece a decisão proferida pela Corte de Apelações do Segundo Circuito em *SEC v. Palmisano*<sup>538</sup>.

Joseph C. Palmisano, um advogado especializado em falências, operou um “esquema Ponzi” – espécie de pirâmide financeira –, entre dezembro de 1987 e novembro de 1992, por meio do qual induziu cerca de noventa pessoas a investir com ele o total aproximado de US\$ 7,9 milhões. No mesmo dia em que Palmisano foi denunciado pela prática de mais de quarenta delitos, a SEC iniciou um procedimento sancionador contra ele.

No processo criminal, Palmisano foi condenado a 188 meses de prisão, a ser seguido por um período de liberdade condicional de cinco anos, bem como a restituir os danos causados, no valor de US\$ 3.779.868,49. Além disso, houve confisco de sua propriedade envolvida em lavagem de dinheiro, no valor de US\$ 700.000,00.

A Corte de Apelações do Segundo Circuito, entre outros argumentos gerais fixados em *Kennedy v. Mendoza Martinez* e retomados em *United States v. Hudson*, ressaltou que a dissuasão da fraude nesse âmbito serve outros objetivos não punitivos importantes, como incentivar a confiança dos investidores, aumentando a eficiência dos mercados financeiros, e promover a estabilidade do mercado de valores mobiliários<sup>539</sup>.

---

<sup>537</sup> “*Hudson* thereby rendered *Halper* little more than a blip on the screen of double jeopardy analysis”. RUDSTEIN, David S. *Double jeopardy: a reference guide to the United States Constitution*. Westport: Praeger, 2004. p. 165.

<sup>538</sup> *SEC v. Palmisano*, 135 F.3d 860 (2nd Cir. 1998). As Cortes de Apelações são órgãos jurisdicionais competentes para o julgamento de recursos das decisões proferidas por juízes federais. Equivalem, grosso modo, aos nossos Tribunais Regionais Federais. A jurisprudência da Corte de Apelações do Segundo Circuito possui especial relevo, de fato, dado que, abrangendo em sua jurisdição o Estado de Nova Iorque, acaba por decidir a maioria dos casos relacionados ao mercado de capitais.

<sup>539</sup> Podem ser mencionados, no mesmo sentido, entre outros, *SEC v. Bilzerian*, 153 F.3d 1278,1283 (11th Cir. 1998) – no qual se decidiu que reparações de natureza civil em ações coletivas apenas privam o réu de ganhos ilegais e não o punem para além do enriquecimento sem causa –; *United States v. Gartner*, 93 F.3d 633, 635 (9th Cir. 1996) – no qual se decidiu que confiscos, multas civis e acusações de desobediência não implicam ofensa à cláusula de proibição de duplo risco –; *United States v. Andrews*, 146 F.3d 933, 942 (D.C. Cir. 1998) – no qual se consignou que multas civis



A jurisprudência americana, portanto, está atualmente firmada no sentido de que o duplo sancionamento por infrações ao mercado de capitais, nas esferas administrativa e criminal, não ofende a cláusula da proibição do duplo risco<sup>540</sup>.

### 3.2.4.3. Jurisprudência do Tribunal Europeu de Direitos Humanos

Na Europa, o mais relevante dispositivo sobre a matéria se encontra no artigo 4º do Protocolo Opcional nº 7 à Convenção Europeia de Direitos Humanos (CEDH), segundo o qual “ninguém pode ser penalmente julgado ou punido pelas jurisdições do mesmo Estado por motivo de uma infração pela qual já foi absolvido ou condenado por sentença definitiva, em conformidade com a lei e o processo penal desse Estado”.

Note-se que o dispositivo é claro em apontar a impossibilidade de dupla sanção de caráter *penal*. Porém, o conceito de infração penal (*criminal offence*) foi interpretado de forma larga pela jurisprudência do Tribunal Europeu de Direitos Humanos (TEDH), originalmente para fins de aplicação de outros dispositivos, quais sejam, os artigos 6º e 7º da CEDH, que tratam, respectivamente, do direito a um julgamento justo e do princípio da legalidade.

Em 1976, ao decidir *Engel et Autres c. Pays-Bas*, a Corte de Estrasburgo decidiu que o rótulo apostado pelo legislador não é critério suficiente para definir a natureza jurídica de uma infração como criminal, pois “se os Estados-parte pudessem livremente qualificar uma infração como civil ou criminal ... os efeitos dos princípios fundamentais estabelecidos pelos artigos 6 e 7 (da Convenção) restariam subordinados à vontade soberana dos Estados”<sup>541</sup>.

---

contra uma companhia não impedem sanções criminais contra o CEO da companhia, ainda que ambas as ações decorram essencialmente da mesma conduta –; e *United States v. Merriam*, 108 F.3d 1162, 1164-65 (9th Cir. 1997) – no qual se consignou que o réu não demonstrou que as multas civis em casos de fraudes no âmbito de negociação de valores mobiliários seriam essencialmente de caráter penal.

<sup>540</sup> Vale destacar, ademais, no que se refere à sobreposição (*overlapping*) de tipos penais, que, em tese, é admissível a punição de alguém pela mesma conduta no âmbito federal e no âmbito estadual – ou em mais de um Estado da Federação –, em processos distintos. Isso porque a Suprema Corte, desde 1847, no julgamento de *Fox v. Ohio*, 46 U.S., 410 (1847), adota a doutrina da dupla soberania (*dual sovereignty*), segundo a qual a cláusula da proibição do duplo risco somente barra o múltiplo processamento em relação à “mesma soberania”. Cf., a respeito da *dual sovereignty doctrine*, RUDSTEIN, David S. *Op. cit.* pp. 84-92. Sobre a cláusula em geral, além desta obra, cf. THOMAS III, George C. *Double jeopardy: the history, the law*. New York: New York University Press, 1998; SIGLER, Jay A. *Double jeopardy: the development of a legal and social policy*. Ithaca: Cornell University Press, 1969.

<sup>541</sup> *Engel et Autres c. Pays-Bas* (Affaire n. 5100/71, 5101/71, 5102/71) (1976) ECHR, 8 junho 1976. No original: ““*Si les États contractant pouvaient à leur guise qualifier une infraction de disciplinaire plutôt que de pénale ... le jeu des clauses fondamentales des articles 6 et 7 se trouverait subordonné à leur volonté souveraine*”. Tradução nossa.

Se o rótulo aposto pelo legislador é insuficiente, o problema, porém, não está resolvido, mas apenas se desloca para outro ponto: quais seriam, então, os critérios a serem considerados para classificar uma infração como criminal? No referido julgado, a Corte fixou três critérios para a realização desse exame, os quais ficaram conhecidos como “critérios Engel” (*Engel criteria*).

Em primeiro lugar, deve-se verificar, de acordo com o legislador do Estado-membro, a infração está topograficamente inserida no direito penal. Ou seja, apesar de não se admitir a etiqueta legal como critério suficiente, ela não é totalmente desconsiderada, mas apenas lhe é atribuído peso relativo. Ao primeiro critério somam-se, assim, a “natureza” da infração e o grau de severidade da pena, tendo em conta o propósito das cláusulas da Convenção, o significado ordinário dos seus termos e as leis dos Estados-membros.

Vários julgados subseqüentes reforçaram essa orientação. Em *Öztürk c. Allemagne*, a Corte voltou a aplicar os critérios adotados em *Engel et Autres c. Pays-Bas* para identificar a natureza de uma infração de trânsito classificada no direito alemão como contraordenação (*Ordnungswidrigkeit*)<sup>542</sup>. Após reconhecer a importância da distinção entre crime e contraordenação no processo histórico de descriminalização do direito alemão, a Corte decidiu que, para os efeitos da Convenção, a infração deveria ser tida como criminal. Para tanto, aludiu que: a) sua aplicação tem finalidade de dissuasão de futuras condutas no mesmo sentido; b) sua aplicação tem, também, caráter punitivo, o que é uma característica das sanções criminais; c) outros países continuam a punir esse tipo de conduta pelo direito penal; e d) a infração não está limitada a um círculo restrito de possíveis agentes, mas a todo e qualquer cidadão que incorrer na conduta descrita. Afirmou-se que, sobretudo, “a característica geral da regra e o propósito da penalidade, sendo tanto dissuasório como punitivo, é suficiente para demonstrar que a ofensa em questão era, nos termos do artigo 6 da Convenção, de natureza criminal”.

A partir desse entendimento que se consolidou em relação ao direito a um julgamento justo e ao princípio da legalidade, a Corte passou a aplicar esse entendimento à proibição do *bis in idem*. Emblemático sobre o tema foi o julgamento de *Sergey Zolotukhin v. Russia*. Zolotukhin foi conduzido a uma delegacia de polícia após ter inserido indevidamente sua namorada em instalações militares. Lá chegando, embriagado, desacatou agressivamente os policiais responsáveis pela sua detenção. Foi, então, punido com uma sanção de três dias de detenção, por ter praticado a infração administrativa de “atos de desordem de menor importância” (artigo 158 do Código de Infrações

---

<sup>542</sup> *Öztürk c. Allemagne* (Requête n. 8544/79), ECHR, 21 de fevereiro de 1984.

Administrativas russo). Posteriormente, foi denunciado – mas absolvido – pelo crime de “atos de desordem” (artigo 213 do Código Penal russo), bem como condenado pelos delitos de ameaçar usar de violência e de insultar um agente público (respectivamente, artigos 318, § 1, e 319 do Código Penal russo)<sup>543</sup>.

Aplicando os “critérios Engel”, a Corte reputou que, embora classificada como infração administrativa, a conduta de praticar “atos de desordem de menor importância” possui caráter criminal. Citando precedentes, mencionou que o sistema russo e outros similares classificam como administrativas certas ofensas que possuem conotação penal, mas que são muito triviais para serem regidas pela lei e pelo processo penal.

À luz do segundo critério, mencionou que a infração administrativa teria por objeto a proteção da “dignidade humana” e a “ordem pública”, valores e interesses que “normalmente recaem dentro da esfera de proteção da lei penal”<sup>544</sup>. Ademais, o dispositivo se refere a todos os cidadãos e não a um grupo de pessoas detentores de um *status* especial. Ainda, a referência à natureza de “menor importância” dos atos não exclui, por si só, a sua classificação como “criminal” no sentido da Convenção, pois nada no seu texto sugere que a natureza criminal da ofensa necessariamente exija um certo nível de gravidade. Finalmente, o objetivo primário da sanção seria a punição e a prevenção, os quais se apresentam como características próprias de sanções penais.

Tomando em consideração o terceiro critério, a severidade da sanção deve ser determinada tendo em conta a máxima pena potencialmente aplicável de acordo com a lei. No caso concreto, a pena máxima prevista para a infração administrativa seria de quinze dias de prisão, tendo sido aplicada a pena de três dias de prisão. Destacou-se, então, que, se a pena prevista envolve a perda da liberdade, existe uma presunção de que as condutas sejam de caráter criminal, presunção somente superável de modo muito excepcional, se a privação de liberdade não puder ser tida por “sensivelmente prejudicial”, dada sua natureza, duração ou maneira de execução.

Reconhecendo o caráter “criminal” da infração “administrativa” de praticar “atos de desordem de menor importância”, a Corte, em seguida, passou a examinar quais são os critérios a serem utilizados para se definir se a infração pela qual se deu a primeira condenação pode ser considerada “a mesma”, para fins de aplicação da norma convencional que proíbe o *bis in idem*.

---

<sup>543</sup> *Sergey Zolotukhin c. Russia* (Application n. 14939/03), ECHR, 10 de fevereiro de 2009.

<sup>544</sup> *Idem, ibidem*, § 55.

Neste ponto, inicialmente a Corte destacou que, até então, podiam ser divisadas três correntes jurisprudenciais distintas sobre essa questão. Para a primeira, adotada, por exemplo, em *Gradinger v. Austria*, relevante seria apenas a situação fática posta sob apreciação<sup>545</sup>; para a segunda corrente, ilustrada no julgamento de *Oliveira v. Switzerland*, admite-se que uma única conduta caracterize mais de uma infração penal (concurso formal de delitos), não sendo imprescindível – conquanto preferível – que esses delitos sejam julgados conjuntamente<sup>546</sup>; finalmente, para a terceira corrente, representada pelo entendimento adotado em *Fischer v. Austria*, malgrado seja admissível a existência do concurso formal de delitos, para evitar a dupla punição por delitos apenas “nominalmente diferentes”, deve-se adicionalmente examinar se as infrações possuem os mesmos “elementos essenciais”<sup>547</sup>.

Imbuída do intento de harmonizar o entendimento jurisprudencial a partir daí, a Corte principiou por mencionar a ênfase dada pelo Tribunal de Justiça da União Europeia e pela Corte Interamericana de Direitos Humanos sobre os aspectos fáticos da situação examinada, bem como a sua rejeição ao mero critério da classificação legal. Destacou, também, que tais órgãos louvam o fato de que essa abordagem favorece o acusado, que, uma vez absolvido ou condenado, não precisa mais temer processos decorrentes do mesmo fato. Ancorando-se na necessidade de que a Convenção seja interpretada e aplicada de modo que torne seus direitos práticos e efetivos, não teóricos e ilusórios, a Corte entendeu que a norma convencional proíbe a persecução penal de uma segunda “infração” desde que ela surja de fatos idênticos ou que sejam “substancialmente” os mesmos<sup>548</sup>.

Aplicando essas premissas ao caso concreto, a Corte examinou os fatos e concluiu que a denúncia pelo crime de “atos de desordem” (artigo 213 do Código Penal russo) após a punição pelos “atos de desordem de menor importância” (artigo 158 do Código de Infrações Administrativas russo) configuravam uma ofensa à vedação ao *bis in idem*, pois os fatos que desencadearam os procedimentos punitivos eram substancialmente os mesmos. Manteve, contudo, a punição pelos delitos de ameaçar usar de violência e de insultar um agente público (respectivamente, artigos 318, § 1, e 319 do Código Penal russo), dado que teriam sido proferidas em contexto fático diverso, já fora da delegacia de polícia.

---

<sup>545</sup> *Gradinger v. Austria* (Application n. 15963/90), ECHR, 23 de outubro de 1995.

<sup>546</sup> *Oliveira v. Switzerland* (84/1997/868/1080) ECHR, 30 de julho de 1998.

<sup>547</sup> *Franz Fischer v. Austria* (37950/97) [2001] ECHR, 29 de maio de 2001.

<sup>548</sup> *Sergey Zolotukhin v. Russia*, cit., §§ 81 e 82.

Mais recentemente, em 2014, o Tribunal Europeu de Direitos Humanos aplicou esse entendimento justamente num rumoroso caso de manipulação de mercado.

No caso concreto, oriundo da Itália, acionistas do grupo Fiat e seu advogado, Franzo Grande Stevens, omitiram da autoridade reguladora do mercado de capitais italiano – a *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* (Consob) – informações consideradas relevantes sobre a renegociação de um empréstimo bancário, com o propósito, alegadamente, de impedir artificialmente a queda dos preços das ações da Fiat. Por esse fato, foram acusados de manipulação de mercado tanto na esfera administrativa como no âmbito criminal. Administrativamente, foram condenados ao pagamento de multas e sofreram sanção de inabilitação temporária ao cargo de administradores de companhias abertas. Também houve condenação criminal de dois dos envolvidos.

Destaque-se que a infração administrativa (artigo 187-ter do *Testo Unico delle Finanze* – TUF) e o tipo penal (artigo 185 do TUF) italianos preveem condutas parcialmente distintas em, ao menos, três pontos. A manipulação informativa não abrange, do ponto de vista criminal, a disseminação de meras opiniões, ao contrário do que ocorre na seara administrativa; o tipo penal apenas se perfectibiliza se as informações falsas ou enganosas divulgadas se mostrarem “concretamente idôneas a provocar uma alteração sensível no preço de instrumentos financeiros”, pressuposto inexistente para a configuração da infração administrativa; finalmente, do ponto de vista subjetivo, conforme o entendimento predominante, à caracterização da infração administrativa basta a culpa, enquanto o tipo penal se preenche somente mediante atuação dolosa do agente<sup>549</sup>.

Deve-se perceber também que, como um mecanismo de atenuação do duplo sancionamento, a lei italiana prevê que, quando ao mesmo fato são imponíveis sanções administrativas e criminais, da pena pecuniária criminal deve ser descontado o valor da multa administrativa (art. 187-terdecies do TUF).

Essas diferenças não foram consideradas relevantes pelo Tribunal Europeu de Direitos Humanos, que entendeu que as sanções administrativas aplicadas teriam “caráter penal” e que, por

---

<sup>549</sup> VENTORUZZO, Marco. Do market abuse rules violate human rights? The Grande Stevens v. Italy Case. *European business organization law review*. Berlin: Springer, v. 16, 2015. pp. 149-150.

consequente, a imposição concomitante das sanções administrativas e penais seria ofensiva ao artigo 4 do Protocolo Opcional nº 7 à Convenção Europeia de Direitos Humanos<sup>550</sup>.

#### **3.2.4.4. Balanço dos diferentes sistemas: complexidade e inconsistência dos critérios de verificação da identidade de sanções**

Da análise empreendida nos sistemas jurídicos, releva destacar, em primeiro lugar, que existe certo consenso no sentido de que a circunstância de ter o legislador atribuído o rótulo de administrativa a uma infração não é um critério definitivo para afastar o seu carácter criminal.

É de se notar, entretanto, a pouca objetividade dos critérios apontados para diferenciar sanções administrativas e criminais.

Salvo nos casos em que a medida rotulada de “administrativa” também conduz à privação de liberdade – como visto em *Sergey Zolotukhin v. Rússia* –, quando resta evidente a sobreposição de sanções de efetivo carácter penal, as decisões examinadas não fornecem elementos confiáveis para identificar quando uma sanção identificada legalmente como administrativa deva ser visualizada como verdadeira pena criminal.

Assim, por exemplo, parece arbitrária a consideração da finalidade da norma para a distinção entre sanções administrativas e penais. Qualquer sanção, seja administrativa ou penal, somente se justifica se tiver finalidade justificada. Não apenas para a aplicação de sanções penais, mas também em relação às sanções administrativas é vedada a arbitrariedade, restando estas submetidas, ao menos, dado seu carácter restritivo de direitos fundamentais, ao postulado da proporcionalidade, que exige, já no seu primeiro plano de análise, que a medida seja adequada, isto é, que seja apta ao atingimento do fim a que se propõe. Que fim poderá ter uma sanção administrativa senão a punição pela prática do ilícito e, especialmente, a prevenção da prática de outras condutas ilícitas idênticas, pelo mesmo ou outros sujeitos?

É natural, pois, que também as sanções administrativas tenham finalidades punitivas e preventivas, não podendo ser taxadas de penais apenas por essa razão – como, aliás, apontado pela Suprema Corte dos EUA, no julgamento de *Hudson v. United States*, retratado anteriormente.

---

<sup>550</sup> *Grande Stevens et autres c. Italie* (Affaire n. 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10) (2014) ECHR, 4 março de 2014. Cf. a íntegra da decisão em: [http://hudoc.echr.coe.int/sites/eng/pages/search.aspx?i=001-141370#{\"itemid\":\[\"001-141370\"\]}](http://hudoc.echr.coe.int/sites/eng/pages/search.aspx?i=001-141370#{\). Acesso em: 20 mar. 2016.

Admitir o contrário seria negar finalidade legítima às sanções administrativas, que poderiam ser criadas ao arbítrio do legislador, conclusão contrária ao Estado de Direito.

Tampouco se justifica diferenciar as verdadeiras sanções administrativas de sanções penais disfarçadas em razão do círculo restrito de possíveis destinatários daquelas. Em determinados setores regulados – como o mercado financeiro, por exemplo – é inerente à sua própria capacidade de funcionamento que o órgão regulador tenha a capacidade de aplicar sanções administrativas a todo agente, integrante ou mero “usuário” do sistema, que realize condutas que coloquem em risco os interesses relevantes protegidos. Por outro lado, em alguns casos – como nos chamados crimes próprios – é o Direito Penal que tem sua aplicação restrita a determinados destinatários. Em outras palavras, não é monopólio nem característica distintiva do direito penal a sua aplicação potencial à generalidade das pessoas.

Parece, pois, que os critérios até hoje construídos e adotados no direito comparado para o “desmascaramento” de sanções administrativas que, em verdade, possuiriam caráter penal são pouco claros e, portanto, geradores de insegurança jurídica.

Por outro lado, ainda que a análise de direito comparado permitisse identificar clara e objetivamente tais critérios, o reconhecimento da invalidade de leis ordinárias que preveem sanções administrativas e criminais no direito brasileiro demanda a existência de fundamento normativo de hierarquia superior que impeça tal sobreposição de punições.

Além de a Constituição não vedar a duplicidade de sanções – e, pelo contrário, expressamente autorizá-la em determinados setores –, não se encontra tampouco norma com esse conteúdo nas convenções internacionais adotadas pelo Brasil. Com efeito, ao menos até o presente momento, as cortes internacionais de direitos humanos às quais o Brasil está vinculando não se encorajaram a reconhecer a existência de alguma norma que afaste absolutamente a cumulação das sanções nas esferas penal e administrativa.

#### **3.2.4.5. Análise do direito brasileiro: limites e possibilidades de *lege ferenda* e de *lege lata***

Haveria, então, alguma norma constitucional a impedir a imposição de sanção administrativa e pena criminal ao mesmo fato no Brasil?

Como aponta Helena Regina Lobo da Costa, parece pouco convincente buscar fundamentação para essa proibição diretamente em fundamentos de pouca densidade conceitual,

como os princípios da igualdade e da dignidade da pessoa humana, ou na própria ideia de Estado de Direito<sup>551</sup>.

Tampouco proveem melhores argumentos os princípios da legalidade e da tipicidade. Se as sanções penal e administrativa estiverem ambas previstas em lei, através de regras que prevejam, de modo compreensível e seguro, os respectivos pressupostos de aplicação e consequências normativas, os princípios da legalidade e da tipicidade ver-se-ão respeitados, ainda que exista sobreposição de sanções.

Helena Regina Lobo da Costa funda a proibição à cumulação de sanções no postulado da proporcionalidade, mais especificamente na sua faceta de necessidade. Após concluir que a medida passaria no teste de adequação, pois a cumulação de sanções, em princípio, é um meio que fomenta ou promove os fins de retribuição ou prevenção de comportamentos indesejados, defende que, por outro lado, pelo crivo do juízo de necessidade a cumulação de sanções administrativa e penal não passa. Isso porque tal teste impõe ao Estado o dever de adotar a medida menos gravosa para atingir o fim pretendido, de modo que se deve verificar, no âmbito de atuação em exame, qual seara – administrativa ou penal – apresenta-se como mais eficiente e menos gravosa para tanto; nunca, porém, seria possível sustentar que a incidência cumulada das esferas penal e administrativa seria mais eficiente do que a aplicação somente de uma das sanções<sup>552</sup>.

Não obstante, conforme defendido no item 2.1.2 deste Capítulo, a análise da necessidade envolve duas etapas de investigação: o *exame da igualdade de adequação dos meios*, através do qual se verifica se os meios alternativos promovem igualmente o fim, e o *exame do meio menos restritivo*, pelo qual se perquire se os meios alternativos identificados restringem em menor medida os direitos fundamentais envolvidos.

Como exposto anteriormente, para a prevenção da manipulação de mercado o legislador tem à sua disposição não somente as sanções administrativas e penais, mas diversos meios, como a própria regulação do mercado, a utilização somente de medidas de caráter não punitivo (reparação cível) e a previsão de sanções pelos órgãos autorreguladores.

Acatada como medida de eficiência a capacidade de inibição da reiteração da conduta indesejável, é intuitivo que a sobreposição de todos esses meios, inclusive das sanções administrativa e penal, será mais eficiente para o fim pretendido – isto é, obterá um efeito

---

<sup>551</sup> *Direito penal...*, cit. pp. 182-183.

<sup>552</sup> *Idem, ibidem*. p. 191.



preventivo mais acentuado – do que a utilização de apenas um deles. Em outras palavras, a existência de uma única sanção não deve, em princípio, produzir a mesma eficiência do que a sobreposição das sanções, dado o maior efeito dissuasor desta cumulação sobre os destinatários da norma. A razão disso é elementar: quanto mais repercussões negativas estiverem previstas para a esfera jurídica do manipulador, maior será o incentivo para que ele se abstenha de manipular o mercado.

No âmbito do combate à corrupção, mas baseando-se em argumento válido também para a repressão às práticas ilícitas no mercado de capitais, Mariana Mota Prado, Lindsey Carson e Izabela Correa sustentam que, apesar do risco de produzir alguma “ineficiência institucional”, a existência de uma “multiplicidade institucional” – isto é, a sobreposição de funções anticorrupção entre várias entidades governamentais – tende a produzir melhores resultados no Brasil, ao permitir às instituições competir entre si, colaborar entre si, complementar uma à outra ou compensar deficiências ou negligências das demais<sup>553</sup>.

É claro que essa percepção pode vir a se demonstrar equivocada – demonstração essa que, como vem sendo repetido nesta tese, depende de estudos baseados em dados empíricos –, mas a probabilidade de que ela esteja correta é suficiente para a superação do teste da necessidade. Há três razões para isso: a) a análise detalhada da eficácia de cada um dos meios, muitas vezes, não está disponível para o legislador, por ausência de informações suficientes para fazê-lo<sup>554</sup>; b) o princípio da separação dos poderes exige respeito às decisões legislativas, salvo em casos em que a desnecessidade da medida se mostre evidente; c) essa questão é melhor resolvida no exame da proporcionalidade em sentido estrito, quando são admitidos outros argumentos que podem justificar escolha diversa da feita pelo legislador<sup>555</sup>.

Demonstrar o contrário exige mais do que intuições, palpites ou idiosincrasias; é preciso examinar elementos concretos que possam dar sustentação convincente à conclusão. Por isso, estudos realizados a partir de dados empíricos podem fornecer argumentos racionais para

---

<sup>553</sup> The Brazilian Clean Company Act: using institutional multiplicity for effective punishment. *Osgoode Hall Law Journal*. Toronto: York University, v. 53, n. 1, 2016. p. 163.

<sup>554</sup> Sobre a ausência de produção de dados para a elaboração coerente da política criminal, destaca Renato Sérgio de Lima que “um dos temas que mais chamam a atenção na discussão sobre segurança pública no Brasil é, sem dúvida, a (in)existência de estatísticas criminais que permitam mensurar e subsidiar a tomada de decisões e o planejamento de políticas públicas eficientes e democráticas nessa área” (Lima, Renato. A produção da opacidade: estatísticas criminais e segurança pública no Brasil. *Novos Estudos Cebrap*, n. 80. São Paulo, mar. 2008. p. 65).

<sup>555</sup> ÁVILA, Humberto. *Op. cit.* pp. 153-154.

contradizer a intuição de que a cumulação de sanções é mais eficiente do que a previsão isolada da sanção administrativa ou da sanção penal<sup>556</sup>.

Sem que se possa, porém, contrapor o argumento de que a cumulação de sanções é – ou, ao menos, é racional que se admita que seja – mais eficiente para a prevenção das condutas indesejadas do que a utilização de um tipo de sanção isoladamente, o sistema adotado pelo legislador supera o teste de necessidade.

Pode-se questionar, então, se a coexistência das sanções ultrapassaria o teste da proporcionalidade em sentido estrito, que exige a comparação entre a importância da consecução dos fins perseguidos e a intensidade da restrição aos direitos fundamentais. Também esse exame é complexo, pois, como reconhece Humberto Ávila, “o julgamento daquilo que será contado como vantagem e daquilo que será contado como desvantagem depende de uma avaliação fortemente subjetiva”<sup>557</sup>.

Mas, já nesse âmbito, a intuição parece indicar uma solução no sentido contrário. Se, por um lado, como visto, é mais favorável ao bem jurídico a existência de sanções cumulativas contra as condutas que possam lesioná-lo ou ameaçá-lo, por outro lado há mais de um princípio constitucional a apontar para o excesso dessa sobreposição punitiva.

O princípio da vedação de *bis in idem*, se por si só não é argumento suficiente para a vedação absoluta dessa sobreposição de sanções, certamente pesa no sentido contrário.

Também o princípio da eficiência administrativa, previsto no artigo 37 da Constituição, pode ser brandido contra a duplicidade sancionatória, dada a ineficiência da mobilização de recursos humanos e materiais em duas esferas distintas para tratar de um problema único. A inexistência de dois procedimentos de apuração – para fins administrativo e penal – representa uma solução que prestigia o princípio da eficiência da Administração Pública, pois não há utilização de recursos pessoais, materiais e temporais em duplicidade.

O papel de acomodação dos princípios envolvidos deve ser exercido, primordialmente, pelo legislador, através de uma política sancionadora integrada, que distinga, de modo claro, os ilícitos

---

<sup>556</sup> O mais extenso estudo desse tipo no Brasil foi feito em relação ao delito de corrupção. Cf. MACHADO, Maíra Rocha; FERREIRA, Luísa M. Abreu (org.). *Estudos sobre o caso TRT*. São Paulo: FGV Direito, 2013. Cf., também, MACHADO, Maíra Rocha. Crime e/ou improbidade? Notas sobre a performance do sistema de justiça em casos de corrupção. *Revista brasileira de ciências criminais*. São Paulo: RT, v. 23, n. 112, jan./fev. 2015. pp. 189-212. Exemplo desse tipo de estudo no âmbito do mercado de capitais, encontramos em PRADO, Viviane Muller; VILELA, Renato. *Op. cit.*

<sup>557</sup> *Op. cit.* p. 160.

penais, voltados às condutas mais gravosas ao bem jurídico tutelado, e os ilícitos administrativos<sup>558</sup>. Também contribuiria para um melhor tratamento da questão a previsão legal de critérios seguros de eliminação ou atenuação do duplo sancionamento nos casos.

A conveniência de alterações legislativas não significa que não existam, de *lege lata*, mecanismos para uma aplicação proporcional das sanções.

Em primeiro lugar, não são todas as condutas que caracterizam a infração administrativa que, concomitantemente, adequam-se ao tipo penal. Uma interpretação teleológica restritiva do tipo penal, portanto, já reduz consideravelmente as hipóteses em que haverá aplicação concomitante da sanção administrativa e da pena criminal<sup>559</sup>.

Já para esse conjunto de condutas em que ocorre efetivamente a intersecção dos ilícitos administrativo e penal, a solução mais adequada à luz da proporcionalidade em sentido estrito parece ser a mitigação da sanção aplicada numa esfera no momento da dosimetria da pena na outra seara. É a saída encontrada pela jurisprudência espanhola, onde, embora a regra seja a prevalência da esfera penal sobre a administrativa – devendo esta ser paralisada até a definição da questão naquela –, se, por qualquer razão, a sanção administrativa vier a ser aplicada, tal circunstância não impedirá o prosseguimento do processo penal; não obstante, a sanção penal deve sofrer o desconto da penalidade aplicada na esfera administrativa<sup>560</sup>.

Também é o que ocorra na Itália, onde se prevê, especificamente no âmbito do mercado de capitais, que o valor da sanção administrativa pecuniária deve ser abatido da pena pecuniária aplicada no processo penal<sup>561</sup>.

Justifica-se, para essa finalidade, no processo criminal, a aplicação analógica do artigo 8º do Código Penal, que prevê a atenuação da pena imposta no Brasil pela pena cumprida no estrangeiro. A *ratio legis* é justamente a de conferir proporcionalidade à punição, impedindo a

---

<sup>558</sup> COSTA, Helena Regina Lobo da. Direito administrativo sancionador e direito penal: a necessidade de desenvolvimento de uma política sancionador integrada. In: BLAZECK, Luiz Maurício Souza; MARZAGÃO JUNIOR, Laerte I. (coord.). *Direito administrativo sancionador*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. pp. 113-114.

<sup>559</sup> Cf., sobre o campo de incidência do ilícito administrativo excluído da abrangência da regra penal incriminadora, Capítulo 5.1.1 *infra*.

<sup>560</sup> Conferir, nesse sentido, duas decisões paradigmáticas proferidas pelo Tribunal Constitucional espanhol: STC 2/2003, de 16 de janeiro, e STC 334/2005, de 20 de dezembro. A primeira se refere à dupla punição, administrativa e penal, pela conduta de dirigir embriagado; na segunda, tratou-se de uma sanção disciplinar a um militar, seguida de um processo penal por crime de desobediência.

<sup>561</sup> *Testo Unico della Finanza. Art. 187-terdecies* (Esecuzione delle pene pecuniarie e delle sanzioni pecuniarie nel processo penale) 1. Quando per lo stesso fatto è stata applicata a carico del reo o dell'ente una sanzione amministrativa pecuniaria ai sensi dell'articolo 187-septies, la esazione della pena pecuniaria e della sanzione pecuniaria dipendente da reato è limitata alla parte eccedente quella riscossa dall'Autorità amministrativa.

sobreposição das sanções. Assim, mostra-se possível, com esse fundamento, o abatimento do montante da sanção pecuniária administrativa da pena de multa criminal.

Se a sanção administrativa aplicada for de natureza diversa daquela prevista na seara criminal, poderá ser considerada na dosimetria da pena, por exemplo, como uma atenuante inominada, nos termos do artigo 66 do Código Penal<sup>562</sup>.

Outro meio que se apresenta como idôneo para atenuar o *bis in idem* consiste na suspensão condicional do processo com a fixação de condições que levem em consideração a sanção administrativa já sofrida. O delito de manipulação do mercado comporta objetivamente o benefício, pois a pena mínima que lhe é cominada é de um ano (Lei nº 9.099/1995, art. 89, *caput*), sendo que a prévia sujeição a uma sanção administrativa pode ser considerada não apenas como circunstância favorável à suspensão condicional do processo penal, mas também como critério de fixação das condições para fruição do benefício<sup>563</sup>.

Solução inadequada, por outro lado, é a de simplesmente impedir o prosseguimento do processo penal em razão da existência de um processo administrativo sancionador – ou vice-versa. Se a lei não estabeleceu a prioridade de uma via em relação à outra, não cabe ao Poder Judiciário fazê-lo.

Dar prosseguimento apenas ao processo administrativo sancionador, sob o argumento de que o direito penal é subsidiário, de modo que, já havendo uma sanção administrativa, não seria necessária a imposição da pena é desconhecer que, ao prever a dupla punição, o legislador na verdade indicou – de modo diametralmente oposto – que considera tais condutas notadamente reprováveis. Em outros termos, condutas punidas apenas criminalmente acabarão por receber tratamento mais leniente do que aquelas punidas nas duas esferas.

---

<sup>562</sup> Art. 66. A pena poderá ser ainda atenuada em razão de circunstância relevante, anterior ou posterior ao crime, embora não prevista expressamente em lei. Vale destacar que, na primeira sentença condenatória relativa ao delito de uso indevido de informação privilegiada (artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976) no Brasil, a existência de prévia sanção administrativa foi considerada favoravelmente aos réus. Não obstante, o Tribunal Regional Federal da 3ª Região acolheu recurso do Ministério Público Federal para, afastando tal argumento, exasperar a reprimenda, “tendo em vista que a sanção penal independe da administrativa diante do princípio da independência das instâncias” (ACR 45484, Quinta Turma, Rel. Luiz Stefanini, j. 04.02.2013, e-DJF3 14.02.2013).

<sup>563</sup> Recorde-se que o benefício da suspensão condicional do processo não depende apenas do critério objetivo de que a pena mínima cominada ao crime seja igual ou inferior a um ano, pois também é necessário que o acusado não esteja sendo processado ou não tenha sido condenado por outro crime e que estejam “presentes os demais requisitos que autorizariam a suspensão condicional da pena” (Lei nº 9.099/1995, art. 89, *caput*). Assim, também são relevantes para a concessão do benefício, nos termos do art. 77, II, do Código Penal, “a culpabilidade, os antecedentes, a conduta social e personalidade do agente, bem como os motivos e as circunstâncias” do delito.

Determinar, por sua vez, sem autorização legal, o prosseguimento apenas do processo criminal é eliminar a maior eficiência e conhecimento técnico que acompanham a aplicação de sanções pela própria agência reguladora especializada no mercado de capitais.

Por fim, deixar que a aplicação de uma sanção ou outra fique refém do critério contingencial da maior rapidez do órgão que inicia a persecução da infração gera uma situação injusta e irracional<sup>564</sup>.

Como asseverado anteriormente, trata-se de um problema que somente pode ser resolvido a contento pelo legislador. À falta de uma solução legal direta, uma saída jurisprudencial que decida pela sujeição da conduta exclusivamente a um ou outro processo punitivo, fundada na proibição de *bis in idem*, mostra-se demasiado subjetiva. O caminho mais consentâneo com os princípios envolvidos, considerada a regulação legal atual, é a mitigação das sanções aplicadas em uma esfera no momento da dosimetria da pena na outra.

---

<sup>564</sup> Denominada na doutrina de “*first come, first served*” (algo como “primeiro a chegar, primeiro a servir-se”). Cf. LUCHTMAN, Michiel; VERVAELE, John. Aplicação das regras de abuso de mercado (operações com informação privilegiada e a manipulação de mercado): rumo a um modelo integrado de aplicação da lei penal e administrativa na UE? In: SAAD-DINIS, Eduardo; BRODOWSKI, Dominik; SÁ, Ana Luíza de (org.). *Regulação do abuso no âmbito corporativo: o papel do direito penal na crise financeira*. São Paulo: LiberArs, 2015. p. 50.

## **CAPÍTULO 4. ANÁLISE DOGMÁTICA DO DELITO DE MANIPULAÇÃO DE MERCADO (ARTIGO 27-C DA LEI Nº 6.385/1976)**

### **4.1. ASPECTOS HISTÓRICOS E PROCESSUAIS**

Antes de examinar o tipo penal do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, é interessante verificar seus antecedentes históricos, a ver se oferecem alguma contribuição à interpretação do delito atual. Também é relevante – pois se trata de questão ainda não definitivamente resolvida na jurisprudência – determinar a competência para o processamento e o julgamento do delito.

#### **4.1.1. Antecedentes históricos e o tipo penal atual**

Apesar de figura típica da criminalidade contemporânea, existem vários antecedentes históricos do delito examinado, podendo ser citados, inicialmente, a Lei nº 3.150/1882 e o Código Penal de 1890 – cujos artigos 27, §3º, e 340, §3º, respectivamente, puniam “os administradores, que por qualquer artifício promoverem falsas cotações das acções” –, e o Decreto-lei nº 869/1938 – cujo artigo 2º, inciso VI, tipificava a conduta de “provocar a alta ou baixa de preços, títulos públicos, valores ou salários por meio de notícias falsas, operações fictícias ou qualquer outro artifício”.

Em 1940, a antiga lei das sociedades por ações estabeleceu crimes próprios de manipulação, que somente podiam ser cometidos por pessoas no exercício de funções corporativas. Previa o artigo 168 pena de um a quatro anos de prisão para “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 ou fraudulentamente ocultarem, no todo ou em parte, fatos a elas relativos” (1º), assim como para “os diretores, gerentes e fiscais que promoverem, por qualquer artifício, falsas cotações das ações ou de outros títulos pertencentes à sociedade”.

No mesmo ano foi editado o Código Penal atual, tendo o seu artigo 177 tratado de fraudes e abusos na fundação ou administração de sociedade por ações. O §1º do dispositivo previu vários crimes próprios, merecendo destaque os seus incisos I e II, que puniam, respectivamente, “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” e “o diretor, o gerente ou o fiscal que promove, por qualquer artifício, falsa cotação das ações ou de outros títulos da sociedade”.

É possível visualizar no inciso I a previsão da manipulação informativa e no inciso II da manipulação baseada em negociação ou em condutas.

Nelson Hungria, comentando o inciso II, asseverava tratar-se a conduta de “criação de mercados fictícios para o encarecimento dos títulos da sociedade (e conseqüentemente granjeio de lucros artificiais), ou, ao contrário, para forçar a baixa de sua cotação (facilitando a compra deles pela própria sociedade, com ou sem interposição de pessoa)”<sup>565</sup>. Sustentava o penalista ser o crime de natureza formal, sendo irrelevante, para a consumação, a ocorrência de dano efetivo: exigia, porém, em verdade, um resultado material diverso da conduta, ao demandar que, “com o artifício empregado, as ações ou outros títulos sejam falsamente cotados”<sup>566</sup>.

Já a Lei dos Crimes contra a Economia Popular (Lei nº 1.521/1951) previu, em seu artigo 3º, inciso VI, o crime de “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”. Tal tipo penal foi considerado “de difícil aplicação” pela doutrina, por exigir “a efetiva alta ou baixa de preços em razão do artil utilizado”<sup>567</sup>.

No conflito entre essas normas, as figuras da legislação codificada eram expressamente subsidiárias em relação à lei especial, pois o próprio artigo 177 do Código Penal esclarecia que a respectiva pena seria aplicada apenas “se o fato não constitui crime contra a economia popular”.

De acordo com Cezar Roberto Bitencourt, a conduta prevista no delito da Lei nº 1.521/1951 “nunca foi efetivamente punida no país, principalmente pela dificuldade de detectar essa sutil forma de manipulação”<sup>568</sup>.

Finalmente, com o acréscimo do artigo 27-C à Lei nº 6.385/1976, pela Lei nº 10.303/2001, tem-se como revogadas as figuras típicas anteriores<sup>569</sup>. Com efeito, o tipo penal do artigo 27-C regulou de modo amplo a manipulação do mercado, abrangendo, de modo específico, as condutas

---

<sup>565</sup> *Comentários ao Código Penal*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1958 v. VII. p. 288.

<sup>566</sup> *Idem, ibidem*. p. 289.

<sup>567</sup> SANCTIS, Fausto de. *Delinquência econômica...*, cit. p. 278.

<sup>568</sup> *Tratado de direito penal econômico*. São Paulo: Saraiva, v. I, 2016. p. 148.

<sup>569</sup> MOURA, Maria Thereza Rocha de Assis; SAAD, Marta. Arts. 155 a 183. In: FRANCO, Alberto Silva; STOCO, Rui. *Código Penal e sua interpretação: doutrina e jurisprudência*. 8. ed. São Paulo: RT, 2007. p. 900.

aptas à lesão do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado. Se os tipos penais eram expressamente subsidiários em relação aos crimes contra a economia popular, com maior razão devem ser considerados (tacitamente) subsidiários em relação a crime específico contra o mercado de capitais.

#### **4.1.2. Competência para processamento e julgamento**

A ainda existente discussão acerca da definição da competência para processamento e julgamento dos delitos contra o mercado de capitais, passados mais de quinze anos do advento da criminalização, é uma manifestação clara da parca jurisprudência sobre o tema<sup>570</sup>.

Uma primeira observação a ser feita, de caráter político-criminal – e de natureza eminentemente pragmática – é a de que, a se entender que a competência para o processamento e julgamento desses delitos é da Justiça Estadual, o potencial de inutilidade da criminalização das condutas de manipulação de mercado crescerá exponencialmente.

Nos últimos tempos, uma das características mais marcantes da reformulação da repressão à criminalidade econômica (“crimes do colarinho branco”) foi a especialização de órgãos administrativos e jurisdicionais no manejo desses delitos. Entre outras medidas, merecem destaque a instauração de delegacias especializadas na Polícia Federal e a criação de varas especializadas em crimes financeiros e lavagem de dinheiro na Justiça Federal.

Crimes contra o mercado de capitais são ainda mais complexos do que a criminalidade financeira “tradicional”, o que autoriza supor que a falta de especialização – e de interesse que a acompanha – no trato com esses delitos levará, no mais das vezes, ao descaso e à impunidade. Não se trata de fazer qualquer tipo de juízo quanto à qualidade da Justiça Estadual, mas é inegável que o volume e a variedade de processos que tramitam nas varas criminais estaduais – notadamente quando comparados às varas especializadas federais – é um forte indicativo de que a tramitação de ações penais relativas a crimes contra o mercado de capitais conduziria a uma aplicação deficiente da lei penal. Essas considerações, contudo, não possuem força de argumento jurídico.

Do ponto de vista dogmático, a resposta ao problema, deve-se reconhecer, não é clara. Tais crimes estão previstos na Lei nº 6.385/1976, tendo sido nela incluídos pela Lei nº 10.303/2001.

---

<sup>570</sup> Na doutrina a questão também é controversa. Fausto Martin de Sanctis, num primeiro momento, entendia ser o crime de competência da Justiça Estadual (*Punibilidade no sistema financeiro nacional*. Campinas: Millenium, 2003. p. 108). Mais recentemente passou a defender a competência da Justiça Federal (*Delinquência...*, cit. p. 299).



Não há menção expressa nesta lei sobre a competência da Justiça Federal, ao contrário do que ocorre com os delitos tipificados na Lei nº 7.492/1986, o que faz com que parte da doutrina restrinja por aí a investigação sobre o tema, decretando a competência estadual<sup>571</sup>.

O artigo 109, inciso VI, da Constituição atribui aos juízes federais a competência para processar e julgar os “crimes contra a organização do trabalho e, nos casos determinados por lei, contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira”. Desse dispositivo extraem alguns julgados, os quais examinaram crimes contra a ordem econômico-financeira, que, em relação a tais delitos, somente nos casos previstos em lei é que a competência seria federal.

Não obstante, esse dispositivo não esgota a disciplina quanto à competência da Justiça Federal relativamente aos crimes contra o sistema financeiro nacional e a ordem econômico-financeira. É possível que tais delitos sejam compreendidos por outra regra constitucional atributiva de competência à Justiça Federal, como os incisos IV e V do mesmo artigo 109.

O inciso V trata da competência federal para processar e julgar os “crimes previstos em tratado ou convenção internacional, quando, iniciada a execução no País, o resultado tenha ou devesse ter ocorrido no estrangeiro, ou reciprocamente”. Assim, se um crime “à distância”, cometido contra o sistema financeiro nacional ou a ordem econômico-financeira, estiver previsto em tratado internacional, a competência será federal, independentemente de previsão em lei<sup>572</sup>.

Já o inciso IV do artigo 109 da Constituição Federal dispõe que aos juízes federais compete processar e julgar os crimes políticos e as “infrações penais praticadas em detrimento de bens, serviços ou interesse da União ou de suas entidades autárquicas ou empresas públicas”, excluídas as contravenções e ressalvada a competência da Justiça Militar e da Justiça Eleitoral.

O inciso VI, na verdade, antes amplia do que restringe a competência da Justiça Federal, ao permitir que, dadas as peculiaridades de determinadas condutas lesivas ao sistema financeiro e à ordem econômico-financeira, possa a legislação ordinária subtrair da Justiça Estadual a competência para julgar causas que se recomenda sejam apreciadas pela Justiça Federal, mesmo que não abrangidas pelo art. 109, IV, da Constituição.

---

<sup>571</sup> Nesse sentido, por exemplo, MALHEIROS FILHO, Arnaldo. *Op. cit.* p. 904.

<sup>572</sup> A lavagem de dinheiro é, para alguns autores, um crime contra a ordem econômica. Mesmo para aqueles que pensam assim, num caso não enquadrado nas hipóteses em que a lei estabelece a competência federal com fulcro no art. 109, VI, da Constituição, estando o crime de lavagem de dinheiro previsto em diversos tratados internacionais, quando praticado em âmbito transnacional, caberá à Justiça Federal o seu processamento e julgamento, por força do inciso V do artigo 109 – nesse sentido, STJ, CC 32.861/SP, Rel. Min. Gilson Dipp, Terceira Seção, j. 10.10.2001, DJ 19.11.2001.

Pense-se, *v. g.*, em um crime cometido contra bens, serviços e interesses da União ou do Banco Central, com possíveis repercussões em toda a ordem econômico-financeira brasileira. Não pode ser afastada a competência federal apenas porque não existe uma previsão legal expressa nesse sentido, fundada no inciso VI do artigo 109 da Constituição. Por exemplo, o crime previsto no artigo 359-H do Código Penal – que criminaliza a conduta de “ordenar, autorizar ou promover a oferta pública ou a colocação no mercado financeiro de títulos da dívida pública sem que tenham sido criados por lei ou sem que estejam registrados em sistema centralizado de liquidação e de custódia” – é um crime contra o sistema financeiro nacional, pois se trata de conduta que afeta o chamado mercado monetário. Apesar da ausência de expressa remissão legal, haverá competência federal pela ofensa a interesse da União se os referidos títulos forem de sua emissão.

Não são, portanto, todos os delitos financeiros que são de competência da Justiça Federal – interpretação que tornaria letra morta a ressalva contida no inciso VI – mas também o são aqueles delitos financeiros que, conquanto não abrangidos por expressa previsão legal, afetem bens ou interesse da União ou de suas entidades autárquicas ou empresas públicas.

Em síntese: compete à Justiça Federal o processo e julgamento dos delitos financeiros que não afetem bens, interesses e serviços federais, desde que haja previsão expressa nesse sentido, nos termos do inciso VI; também compete à Justiça Federal julgar os delitos financeiros que atingem bens, serviços ou interesses federais, como prevê o inciso IV, bem como os delitos financeiros previstos em tratados internacionais, quando praticados à distância, consoante dispõe o inciso V, haja ou não disposição expressa na lei a respeito.

Firmadas essas premissas, destaque-se não haver dúvidas de que o mercado de capitais é parte integrante do Sistema Financeiro Nacional. Nos termos do art. 1º da Lei nº 7.492/1986, considera-se instituição financeira a pessoa jurídica de direito público ou privado, que tenha como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não, entre outras, “a custódia, emissão, distribuição, negociação, intermediação ou administração de valores mobiliários”.

Os crimes contra o mercado de capitais são espécie dos crimes contra o sistema financeiro nacional, pois este é formado pelos mercados de crédito (ou financeiro propriamente dito), de câmbio (ou de divisas), monetário (ou mercado aberto ou *open market*) e de capitais (ou de valores

mobiliários)<sup>573</sup>. A matriz constitucional e os princípios informadores do mercado financeiro em sentido estrito e do mercado de capitais são rigorosamente os mesmos<sup>574</sup>.

Apesar da falta de previsão legal expressa de competência federal, o crime tipificado no artigo 27-C afeta interesse direto da União e da Comissão de Valores Mobiliários, autarquia federal, na manutenção da regularidade do mercado de capitais. A Constituição já indica o interesse federal, ao estabelecer a competência da União para fiscalizar as operações de natureza financeira (artigo 21, VIII). A Lei nº 6.385/1976, por sua vez, prescreve a própria razão de ser da concessão de poderes à CVM, dispondo que suas atribuições serão exercidas, entre outras finalidades, para estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários (inciso I), promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações (inciso II), assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão (inciso III), evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado (inciso V) e assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários (inciso VII).

A manipulação de mercado atinge os principais interesses a serem protegidos pela CVM, pois, a um só tempo, desestimula a aplicação das poupanças em valores mobiliários e afeta o funcionamento eficiente e regular do mercado. Não se trata, pois, de ofensa genérica a bem ou interesse da União ou da autarquia federal responsável pela fiscalização da atividade: a ofensa é direta e frontal ao interesse nuclear do mercado de capitais. Não é exagero afirmar, nesse sentido, que o abuso do mercado – abrangente das práticas de *insider trading* e de manipulação do mercado – é o mais poderoso inimigo da eficiência do mercado e o maior destruidor da confiança dos investidores<sup>575</sup>.

O entendimento de que os crimes de manipulação de mercado e de uso indevido de informação privilegiada são de competência federal tem sido adotado, até agora, na jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça<sup>576</sup>, embora não exista, ainda, um posicionamento do Supremo Tribunal Federal sobre a matéria.

---

<sup>573</sup> Cf. Capítulo 2.1.1 *supra*.

<sup>574</sup> MOSQUERA, Roberto Queiroga. *Op. cit.* pp. 261-263.

<sup>575</sup> AVGOULEAS, Emílios. *Op. cit.* p. 4.

<sup>576</sup> STJ, CC 82961/SP, Rel. Min. Arnaldo Esteves Lima, Terceira Seção, j. 27.05.2009, DJe 22.06.2009; STJ, CC 135.850/SP, Rel. Min. Maria Thereza de Assis Moura, Terceira Seção, j. 24.09.2014, DJe 01.10.2014; STJ, REsp 1569171/SP, Rel. Min. Gurgel De Faria, Quinta Turma, j. 16.02.2016, DJe 25.02.2016.

Quanto à competência territorial, entendido o delito de manipulação de mercado como formal, que se consuma já com a realização das operações simuladas ou outras manobras fraudulentas – conforme sustentado adiante –, resta atraída a incidência da norma estatuída na primeira parte do artigo 70 do Código de Processo Penal, segundo a qual a competência será, de regra, determinada pelo lugar em que se consumar a infração.

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”<sup>577</sup>. 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<sup>578</sup>.

A solução seria diversa caso se entendesse o crime do artigo 27-C como material, exigindo para sua consumação o efetivo resultado de “alteração artificial do regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores”, pois tal resultado ocorreria em todo o mercado, constituído pelo território brasileiro – ou quiçá pelo mundo inteiro. Desse modo, o local da realização da conduta não seria critério apto a definir a competência territorial, nos termos do artigo 72 do Código de Processo Penal. Nesse caso, mostrando-se impossível precisar onde se consumaram os delitos, haveria incidência da norma do referido artigo 72, que prescreve que “não sendo conhecido o lugar da infração, a competência regular-se-á pelo domicílio ou residência do réu”.

Embora tratando de outros crimes contra o sistema financeiro, notadamente aqueles previstos nos artigos 4º, 6º e 10 da Lei nº 7.492/1986, já considerou o Superior Tribunal de Justiça que tais delitos “consumam-se onde articuladas as possíveis operações fraudulentas praticadas nas

---

<sup>577</sup> Em sentido contrário, há quem sustente – a meu ver, sem razão, pelos fundamentos expostos – que “o ilícito se consuma no local em que situada a instituição mantenedora do ambiente de negociação de que se trate (que, de acordo com a regulamentação aplicável, é a administradora do mercado organizado de valores mobiliários), a qual, em última análise, é a efetiva responsável pela supervisão e pelo fechamento das operações propriamente ditos, ainda que tais ocorram em ambiente virtual” (SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Maior. *Op. cit.* p. 179).

<sup>578</sup> Havendo, na divisão material de competências estabelecida pelo respectivo Tribunal Regional Federal, varas especializadas para o processamento e julgamento de crimes contra o sistema financeiro nacional, a estas será atribuída a competência relacionada ao delito. No âmbito da Terceira Região, por exemplo, são especializadas para essa finalidade a 2ª, a 6ª e a 10ª Varas Federais Criminais de São Paulo, a 3ª Vara Federal de Campo Grande, a 4ª Vara Federal de Ribeirão Preto, a 1ª e a 9ª Varas Federais de Campinas, nos termos dos Provimentos nº 238/2004, 275/2005, 327/2011, 368/2012 e 417/2014.

Bolsas de Valores, independentemente do local onde as transações são realizadas, consoante o art. 70 do CPP<sup>579</sup>.

#### 4.2. ELEMENTOS PESSOAIS DO TIPO

A regra penal incriminadora, como toda norma jurídica, possui um antecedente – preceito primário – e um conseqüente – preceito secundário – normativos. No antecedente da norma estão previstos todos os elementos que precisam restar caracterizados no mundo fático para que se constate a incidência da norma; no conseqüente normativo estão estabelecidas as determinações que regulam a relação jurídica decorrente da incidência normativa.

Na dogmática penal, costuma-se aludir apenas aos elementos objetivos (descritivos e normativos) e subjetivos do tipo penal<sup>580</sup>. Já os sujeitos ativo e passivo do delito são tratados como se fossem entidades à parte, existentes ao lado do tipo penal.

Algumas normas penais exigem – para além dos elementos descritivos, normativos e subjetivos – também determinadas características a serem verificadas com relação à pessoa que pratica ou à pessoa contra quem é praticado o delito. Assim, por exemplo, se um empregado de uma pessoa jurídica de direito privado pratica um ato ilegal para satisfazer interesse pessoal, essa conduta é atípica, pois lhe falta a condição de funcionário público exigida pelo tipo penal da prevaricação (CP, art. 319). O crime de feminicídio somente se tipifica, nos termos do artigo 121, § 2º, VI, do Código Penal, se o agente causa a morte de um sujeito passivo que preencha a condição de mulher (e se a morte se der justamente em razão dessa condição).

É verdade que nem todos os tipos penais exigem expressamente que estejam presentes determinadas qualidades específicas do sujeito ativo. Quando essa exigência está prevista, o delito é tido como próprio ou especial; se isso não ocorre, sendo a conduta considerada criminosa independentemente de quem a realize, o crime é dito comum. De outra parte, na maioria dos tipos penais, não há nenhuma exigência especial em relação ao sujeito passivo, que muitas vezes sequer é mencionado.

Mas o fato de haver um grande número de tipos penais que não preveem expressamente qualidades especiais relativas a quem pratica ou a contra quem é praticado um delito não significa

---

<sup>579</sup> CC 91.162/SP, Rel. Min. Arnaldo Esteves Lima, Terceira Seção, j. 12.08.2009, DJe 02.09.2009.

<sup>580</sup> Ou simplesmente a elementos objetivos, subjetivos e normativos. Cf., por todos, REALE JÚNIOR, Miguel. *Instituições de direito penal: parte geral*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 144.

que os sujeitos ativo e passivo do crime não devam ser considerados elementos do tipo penal. De igual modo, há diversos delitos que não preveem elementos normativos – a começar pelo verdadeiro “protótipo” de crime, o homicídio –, sem que se negue a tais pressupostos, quando efetivamente estabelecidos na norma, a condição de elementos do crime.

Mais coerente, portanto, é considerar os sujeitos ativo e passivo do delito como autênticos elementos do crime que, implícita ou explicitamente, sempre estão presentes<sup>581</sup>.

Feitas essas observações, passa-se ao exame dos elementos pessoais do tipo penal, isto é, os sujeitos ativo e passivo do delito de manipulação do mercado.

#### 4.2.1. Sujeito ativo, autoria e participação

Sujeito ativo do delito pode ser qualquer pessoa que realize os elementos do tipo. Trata-se de crime comum, portanto<sup>582</sup>. Na prática, será cometido por quem efetivamente opera no mercado de capitais, desde acionistas até administradores das companhias, passando por operadores de instituições financeiras, distribuidoras ou corretoras de valores mobiliários etc.

É de se esperar que, na vida real, pessoas com elevadas condições financeiras e detentoras de situação de relevância no mercado ou possuidoras de informações privilegiadas estejam em posição mais favorável para a realização do tipo penal. Teoricamente, porém, é viável a prática do crime por pequenos investidores, como nos casos de manipulação através da difusão de informações falsas<sup>583</sup>.

---

<sup>581</sup> Paulo César Busato assevera que “um elemento de proposição do tipo será sempre o sujeito do delito, conquanto, por vezes, na oração que descreve o tipo, ele esteja oculto. De qualquer modo, a norma sempre delimitará o sujeito do delito, pois ela define o círculo de pessoas que podem realizar a conduta” (*Direito penal*. Parte geral. São Paulo: Atlas, 2013. p. 693).

<sup>582</sup> Entendido como aquele “que pode ser praticado por qualquer pessoa, não exigindo a lei nenhuma qualidade ou condição especial” (DOTTI, René Ariel. *Curso de direito penal*: parte geral. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004. p. 367).

<sup>583</sup> “Pequenos operadores não devem ser completamente excluídos da condição de manipuladores. Eles ainda podem manipular preços através de várias práticas fraudulentas, apesar de seu poder de mercado ser limitado. Por exemplo, falsas informações e rumores podem ser usados por pequenos operadores em mercados ilíquidos para criar a crença equivocada de que os fundamentos de mercado estão mudando. Tais rumores são direcionados a fazer com que outros investidores comprem ou vendam em preços artificiais que irão beneficiar a posição do boateiro na ação ou *commodity* em referência. Numerosos esquemas dessa espécie são realizados na Internet através da elevação (*pumping up*) do valor de uma ação ilíquida através de declarações falsas ou enganosas. Os manipuladores então despejam suas ações anteriormente compradas no mercado a preços inflacionados. Tais esquemas ‘pump-and-dump’ são simplistas mas frequentemente efetivos”. MARKHAM, Jerry W. *Op. cit.* Tradução nossa.

Na classificação formulada por Roxin com a finalidade de distinguir autores de partícipes, trata-se o crime de manipulação de mercado de um delito de domínio – em oposição aos delitos de infração de dever. De acordo com o catedrático de Munique, o autor de qualquer delito será sempre a figura central do acontecimento típico<sup>584</sup>. Essa centralidade se expressa de modo diferente nos delitos de domínio, nos delitos de infração de dever, nos delitos omissivos e nos delitos de mão própria.

Somente em relação à categoria dos delitos de domínio – compreensiva dos crimes comissivos dolosos, como a manipulação de mercado – é que, de acordo com Roxin, justifica-se a afirmação de que autor é aquele que possui o domínio do fato.

O relevante, portanto, para a determinação da autoria em delitos como a manipulação de mercado, será o controle do evento criminoso. O domínio do fato, na elaboração de Roxin, pode se manifestar de três formas: a) pelo *domínio da ação*, forma de autoria direta, em que o próprio agente executa materialmente o delito; b) pelo *domínio da vontade*, hipótese em que o autor, sem realizar pessoalmente o fato típico, vale-se de terceiro como seu instrumento, dominando a sua vontade (mediante coação, erro ou através de um aparato organizado de poder); e c) pelo *domínio funcional do fato*, caso de coautoria, em que há uma divisão de funções entre os agentes<sup>585</sup>.

A manipulação de mercado pode ser praticada através das três formas de domínio do fato típico.

No caso da manipulação baseada em negociações, o domínio do fato será, em regra, detido por aquele que determina a sua efetivação, isto é, aquele que dá a ordem de realização da operação. Na prática do mercado, as operações são efetivamente concretizadas por intermediários – corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, que tem por função operacionalizar o funcionamento do mercado (Lei nº 6.385/1976, art. 15). Com efeito, nos termos do artigo 2º da Instrução CVM nº 505/2011, “a intermediação de operações em mercados regulamentados de valores mobiliários é privativa de instituições habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários”. Quem concretamente “realiza operações”, portanto, será o intermediário – e não o comitente ou cliente que dá a ordem para sua execução.

---

<sup>584</sup> *Autoría y dominio del hecho en derecho penal*. Trad. da 7. ed. alemã por Joaquín Cuello Contreras e José Luis Serrano González de Murillo. Madrid: Marcial Pons, 2000. p. 130.

<sup>585</sup> *Idem, ibidem*. p. 569.

Entretanto, a responsabilidade penal pela execução da operação, na qualidade de autor do delito, é do emissor da ordem, que domina a realização das operações manipuladoras, executadas de forma praticamente automática pelos intermediários. É o emissor da ordem quem determina a realização das operações e tem o poder de interromper sua concretização a qualquer tempo antes de executadas. Será o emissor da ordem, portanto, o autor do delito previsto no artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976. Se a ordem for transmitida por um funcionário de uma pessoa jurídica, que meramente atua no cumprimento de uma deliberação anteriormente tomada pelos administradores, estes serão os detentores do domínio do fato<sup>586</sup>.

Se o intermediário não tem ciência de que o cliente que emitiu a ordem realiza operações simuladas ou outras manobras fraudulentas, age em erro, como mero instrumento do comitente. O cliente ou comitente, verdadeiro autor do delito, tem o *domínio da vontade* do intermediário, através de sua manutenção em situação de ignorância sobre o real significado das operações; o intermediário é induzido em erro sobre a situação fática. Isso não afasta, por si só, sua responsabilidade administrativa, que pode se caracterizar, inclusive, em caso de negligência acerca do controle dos negócios do cliente e da falta de comunicação aos reguladores sobre a possível prática ilícita<sup>587</sup>.

A punibilidade do intermediário, por outro lado, pode gerar alguma controvérsia se ele tem conhecimento da natureza simulada ou fraudulenta das operações ordenadas pelo comitente.

Ao executar as ordens recebidas, o intermediário contribui materialmente para a ocorrência do fato típico – ou seja, na terminologia do Código Penal, “de qualquer modo, concorre para o crime” (art. 29). Concorre para o crime e tem consciência da ilicitude das operações. Será possível, então, afirmar sua participação, na modalidade de cumplicidade?

De modo geral, pode-se dizer que se esse intermediário tiver conhecimento das práticas ilícitas de seus clientes e as executar é o quanto basta para se afirmar que atuou como partícipe<sup>588</sup>.

Não obstante, apesar da contribuição material ao delito e da caracterização do elemento subjetivo, poderia ser questionada a efetiva caracterização da imputação objetiva, já que, ao executar mecanicamente suas atribuições, a atuação do intermediário poderia consubstanciar uma ação neutra, não sendo a sua participação imputável objetivamente ao delito. Isso porque, poder-

---

<sup>586</sup> Nesse mesmo sentido, PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *O novo...*, cit. p. 37.

<sup>587</sup> HAENSEL, Taimi. *Op. cit.* pp. 223-224.

<sup>588</sup> MALHEIROS FILHO, Arnaldo. *Op. cit.* p. 902.



se-ia argumentar, ao assim agir, o intermediário não teria criado um risco juridicamente desaprovado, na medida em que qualquer outro profissional teria realizado as mesmas operações.

O tema da participação através de ações neutras é ainda controverso na doutrina. Na linha defendida por Luís Greco, para a verificação da idoneidade da proibição nos casos de aparente ação neutra, deve-se considerar que “contribuições que podem ser obtidas em qualquer outro lugar, de qualquer pessoa que age licitamente, sem qualquer ulterior dificuldade para o autor principal, não podem considerar-se proibidas, porque tal proibição seria inidônea para proteger o bem jurídico concreto”<sup>589</sup>.

Note-se que o intermediário, entretanto, não exerce uma atividade totalmente neutra em relação aos ilícitos de mercado – como, para utilizar um exemplo comum no exame da imputação objetiva na participação, um taxista em relação aos crimes cometidos pelo passageiro transportado para o local do crime.

Ao intermediário, pelo contrário, são impostos diversos deveres como autêntico *gatekeeper*, ou seja, como responsável por realizar os controles primários das operações realizadas pelos investidores<sup>590</sup>. Trata-se de uma atividade especial e fortemente regulada, na qual os deveres de controles atribuídos aos intermediários são intrinsecamente vinculados à sua atuação; na regulação moderna e atualmente vigente, intermediar operações é, necessária e concomitantemente, controlar a legalidade e a legitimidade dessas operações.

Os intermediários são colocados nessa condição não apenas por conta de sua especialização técnica, mas também porque ocupam localização privilegiada na supervisão do mercado de valores mobiliários – e, conseqüentemente, na proteção concreta do bem jurídico tutelado no delito da manipulação de mercado –, porque participam muitas vezes da estruturação do negócio e porque possuem potencial acesso a informações relevantes. Encontram-se, portanto, em *posição jurídica específica*, criada justamente para evitar que determinados bens ou determinadas atividades integrem projetos delitivos alheios<sup>591</sup>.

---

<sup>589</sup> *Cumplicidade através de ações neutras*. Rio de Janeiro: Renovar, Rio de Janeiro – São Paulo – Recife, 2004. p. 170.

<sup>590</sup> CALABRÓ, Luis Felipe Amaral. *Op. cit.* p. 41.

<sup>591</sup> ROBLES PLANAS, Ricardo. *Garantes y cómplices: la intervención por omisión y en los delitos especiales*. Barcelona: Atelier, 2007. pp. 26-27. Essa situação é, para o autor, aquela em que se atribui maior responsabilidade a quem cria um risco desaprovado de intervenção no delito: “cuando se infringen deberes especiales que el ordenamiento jurídico impone precisamente para evitar que una determinada clase de aportaciones sean tomadas por otro para cometer un delito” (*ibidem*, p. 26).

Dentre os deveres impostos aos intermediários, merecem destaque aqueles previstos na Instrução CVM nº 505/2011, como os de “identificar o comitente final em todas as ordens que transmita ou repasse, ofertas que coloque e operações que execute ou registre” (art. 22, I, II e III); “zelar pela integridade e regular funcionamento do mercado” (art. 32, I); e de “informar à CVM sempre que verifique a ocorrência ou indícios de violação da legislação que incumba à CVM fiscalizar, no prazo máximo de 5 (cinco) dias úteis da ocorrência ou identificação” (art. 32, IV). Também lhes é vedado, entre outras condutas, aceitar ou executar ordens de clientes que não estejam previamente cadastrados ou que estejam com os cadastros desatualizados (art. 35, II).

Se o intermediário – de modo doloso, ressalte-se – descumpra frontalmente esses deveres e vedações, contribuindo materialmente para a realização da conduta e para o aumento do risco proibido à ocorrência do delito, ser-lhe-á imputada objetivamente a responsabilidade penal. Pense-se, para ilustrar essa situação, em um caso no qual o cliente realiza operações consigo mesmo, através da utilização de duas contas correntes cadastradas na mesma corretora, criando a aparência ilusória de demanda por um título (*wash trades*). Se pessoas ligadas à corretora, além de não reportarem à CVM a suspeita de manipulação de mercado, ainda contribuírem para o aumento do risco proibido ao bem jurídico – ao não manterem cadastro dos clientes ou deixarem de especificar o comitente nas operações – facilitando a fraude, serão responsabilizados como partícipes do cliente emissor das ordens.

Ao ter conhecimento da fraude, executar as operações e deixar de cumprir seus deveres de controle das operações, o intermediário, além de contribuir materialmente para o delito, aumenta, de maneira ilícita, o risco para o bem jurídico tutelado.

Como as operações somente são fechadas com a participação material do intermediário, dificilmente haverá situação em que se cogitará de sua responsabilidade por omissão. De todo modo, em princípio não parece possível a responsabilização por omissão do intermediário.

À partida, ressalte-se que não está tipificado no ordenamento jurídico brasileiro um crime omissivo próprio para o intermediário que, sem participar da operação, omite-se na prevenção do ilícito – como existe, por exemplo, em Portugal<sup>592</sup>.

---

<sup>592</sup> O artigo 379º, 3, do Código dos Valores Mobiliários português assim prevê: “3 - Os titulares do órgão de administração e as pessoas responsáveis pela direcção ou pela fiscalização de áreas de actividade de um intermediário financeiro que, tendo conhecimento de factos descritos no n.º 1, praticados por pessoas directamente sujeitas à sua direcção ou fiscalização e no exercício das suas funções, não lhes ponham imediatamente termo são punidos com pena de prisão até 4 anos ou pena de multa até 240 dias, se pena mais grave não lhes couber por força de outra disposição legal”.

Já no que se refere a um possível cometimento do delito na modalidade omissiva imprópria, devem ser examinadas as hipóteses de omissão penalmente relevante previstas no artigo 13, § 2º, do Código Penal. Para o reconhecimento da responsabilidade é preciso que o agente pudesse efetivamente evitar o resultado e, além disso, fosse-lhe atribuído o dever de fazê-lo.

Conforme ressalta Schünemann, a identificação de crimes passíveis de serem cometidos através de omissão imprópria independe de que o crime seja de resultado ou de mera atividade<sup>593</sup>. O “resultado” mencionado pela segunda parte do *caput* do artigo 13 – segundo a qual “considera-se causa a ação ou omissão sem a qual o resultado não teria ocorrido” –, assim, não se restringe ao resultado naturalístico, sendo que, nos crimes formais ou de mera atividade, confunde-se com a própria conduta proibida<sup>594</sup>.

O artigo 13, § 2º, do Código Penal prevê três hipóteses em que existe esse dever de agir: previsão em lei de obrigação de cuidado, proteção ou vigilância (alínea “a”); assunção, de outra forma, do dever de impedir o resultado (alínea “b”); e criação, com comportamento anterior, de risco de ocorrência do resultado (alínea “c”).

As obrigações de vigilância impostas ao intermediário não estão previstas em lei formal, mas somente em atos normativos infralegais, notadamente em instruções da CVM, de modo que não se lhes aplica a regra do art. 13, § 2º, “a”, do Código Penal<sup>595</sup>.

Ademais, em certos casos, a omissão do intermediário não interferiria na prática do delito, mas apenas na sua eventual impunidade. É o que ocorre, por exemplo, no descumprimento dos deveres de reportar as operações suspeitas à CVM (Instrução CVM nº 505/2011, art. 32, IV) e de manter, pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos, documentos, informações, correspondências, papéis de trabalho, relatórios, pareceres e gravações relacionados à sua atividade (Instrução CVM nº 505/2011, art. 36). Ou seja, o intermediário se omite indevidamente somente após a consumação do crime, de sorte que não lhe poderia ser imputada responsabilidade por participação<sup>596</sup>.

---

<sup>593</sup> *Fundamento y límites de los delitos de omisión impropria*. Trad. Joaquín Cuello Contreras e José Luis Serrano González de Murillo. Madrid: Marcial Pons, 2009. p. 74.

<sup>594</sup> Até porque se a menção a resultado no CP sempre conotasse resultado naturalístico, nunca haveria crimes dolosos de mera conduta, na medida em que o artigo 18 da diploma prevê como doloso o crime “quando o agente quis o resultado ou assumiu o risco de produzi-lo”.

<sup>595</sup> Consoante Juarez Tavares, “a lei a que se refere o art. 13, §2º, a, do Código Penal é aquela derivada do processo legislativo previsto na Constituição Federal e nas Constituições Estaduais, aí se compreendendo as leis complementares, as leis ordinárias, as leis delegadas, os decretos legislativos e as medidas provisórias desde que convertidas em lei” (*Teoria dos crimes omissivos*. São Paulo: Marcial Pons, 2012. pp. 318-319).

<sup>596</sup> Não obstante, como tem sido demonstrado nesta tese, a manipulação de mercado pode ser perpetrada através de um esquema contínuo, temporalmente estendido, de modo que a ausência de comunicação à CVM por parte do

Pode-se cogitar de que o intermediário venha a assumir, “de outra forma”, a obrigação de impedir o resultado (CP, art. 13, § 2º, “b”). Essa hipótese de responsabilização penal omissiva decorre, no mais das vezes, de uma obrigação contratual, mas a cláusula aberta (“de outra forma”) permite interpretação mais ampla – abrangendo, por exemplo, a adesão ao regulamento da entidade administradora de um mercado organizado.

No caso da BM&FBovespa, por exemplo, o Regulamento de Operações (Segmento Bovespa) poderia determinar o impedimento da realização de operações fraudulentas. Não obstante, limita-se a norma de autorregulação a impor ao intermediário o dever de “não contribuir para: a) a veiculação ou circulação de notícias ou de informações inverídicas ou imprecisas sobre o mercado; b) a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço; c) o uso de práticas não equitativas; e d) a realização de operações fraudulentas” (item 22.3.2.5).

Não contribuir para a realização de operações fraudulentas é diferente de impedir a sua realização. É que, nos termos do § 2º do art. 12, a omissão é penalmente relevante quando o omitente *devia* e podia *agir para evitar o resultado*. Não consta, dentre os deveres impostos ao intermediário, o de evitar o resultado criminoso, isto é, no caso da manipulação, o dever de *impedir* a realização das operações de seus clientes; cabe-lhe, isso sim e apenas, manter fiscalização rigorosa e constante dos negócios que vier a executar, cadastrar as respectivas informações e informar à CVM acerca de possíveis ilícitos<sup>597</sup>.

Resta saber se, em caso de descumprimento de suas obrigações de controle das atividades do cliente, o intermediário cria o risco da ocorrência do resultado (CP, art. 13, § 2º, “c”), atraindo a responsabilidade penal por omissão em razão de sua “ingerência”. Como visto anteriormente, no exame da contribuição material ao delito, o descumprimento de determinadas regras aumenta efetivamente o risco de ocorrência do resultado. Porém, a responsabilização por ingerência não parece adequada aos casos em que há atuação comissiva de terceiros. O resultado que deve ser evitado, em caso de ingerência, provém diretamente da conduta anterior do agente – e não de atuações posteriores de terceiros.

---

intermediário pode, a depender do caso concreto, representar um fator relevante para a própria consumação do delito. Ainda assim, como esse dever está previsto apenas em ato infralegal, não haveria responsabilidade penal.

<sup>597</sup> Em sentido análogo, mas referindo-se ao descumprimento de deveres de *compliance* relativos à lavagem de dinheiro, cf. BOTTINI, Pierpaolo Cruz; BADARÓ, Gustavo Henrique. *Lavagem de Dinheiro*. 3. ed. São Paulo: RT, 2016. pp. 199-200; GRANDIS, Rodrigo de. O exercício da advocacia e o crime de lavagem de dinheiro. In: CARLI, Carla Veríssimo de (org.). *Lavagem de dinheiro: prevenção e controle penal*. Porto Alegre: Verbo Jurídico, 2011. pp. 115-138.

O intermediário, de outra parte, será autor do delito, exercendo *domínio da ação*, nos casos em que, executando as operações simuladas ou fraudulentas, for ele próprio o seu idealizador ou mesmo nas hipóteses em que conheça e tome parte no plano da manipulação.

Isso pode ocorrer com a participação dos clientes, quando a estes for oferecida uma estratégia fraudulenta como autêntico “produto”<sup>598</sup>. Mas também é possível que o intermediário execute as operações fraudulentas em detrimento do próprio cliente, conforme visto no exame das infrações administrativas previstas na Instrução CVM nº 08/1979. Ao girar excessivamente a carteira do cliente com a finalidade de aumentar o valor de sua comissão (*churning*), por exemplo, o intermediário comete o delito diretamente, sem a participação de seu comitente – que, na verdade, nesse caso é diretamente prejudicado pela conduta.

É possível, ademais, a caracterização do *domínio funcional* do fato, quando existe uma atuação concertada de diversos agentes para manipular o mercado. Essa situação é facilmente vislumbrada na modalidade clássica de manipulação em que os agentes atuam nas duas pontas das operações, de modo preordenado, buscando direcionar o preço do ativo, de forma artificial, no sentido desejado (*matched orders*).

Ainda no âmbito do concurso de agentes, não é de se afastar a possibilidade de autoria colateral, na qual vários agentes realizam manobras fraudulentas num mesmo contexto fático – por exemplo, negociando o mesmo valor mobiliário, num único mercado ou em mercados interdependentes – sem que exista vínculo subjetivo entre eles<sup>599</sup>.

Já no caso da manipulação baseada em informações será autor do delito aquele que divulga diretamente as informações falsas ou distorcidas (*domínio da ação*) – através da difusão dessas informações na internet, por exemplo<sup>600</sup>.

O mais comum, entretanto, é que as informações sejam transmitidas ao público diretamente pela companhia<sup>601</sup>. Nesse caso, podem ser divulgadas diretamente por quem sabe que se trata de

---

<sup>598</sup> MALHEIROS FILHO, Arnaldo. *Op. cit.* p. 902.

<sup>599</sup> VEIGA, Alexandre Brandão da. *Op. cit.* pp. 102-105.

<sup>600</sup> No julgamento do IA nº TA-RJ2001/6226 (Rel. Norma Parente, j. 15.05.2003), a CVM examinou um caso em que um investidor procurou elevar o preço de ações que possuía através de simulação de conversa, mediante uso de dois pseudônimos por ele criados, em sítio eletrônico mantido por corretora destinado à troca de opiniões entre seus usuários.

<sup>601</sup> No Reino Unido, diretores da companhia AIT foram condenados por fazer afirmação falsa através do *Regulatory News Service* – serviço mantido pela Bolsa de Londres para transmitir informações relevantes de companhias e organizações –, consistente na alegação de que as receitas e os lucros do período estavam de acordo com as previsões. O lucro previsto dependia de receitas de três contratos no valor de £ 4,8 milhões; tais contratos, porém, não existiam. O CEO e Presidente do Conselho da companhia foi condenado a uma pena de três anos e meio de prisão, ao passo que

informações enganosas ou podem ser, antes disso, repassadas internamente para que o responsável pela comunicação com o público as transmita ao mercado.

Entre nós, o artigo 3º, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002 prevê cumprir ao Diretor de Relações com Investidores (DRI) o dever de “enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação”. Já o seu §1º estabelece que “os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, deverão comunicar qualquer ato ou fato relevante de que tenham conhecimento ao Diretor de Relações com Investidores, que promoverá sua divulgação”.

Se uma dessas pessoas internas à companhia, tendo conhecimento da falsidade da informação, repassa-as ao Diretor de Relações com Investidores, que, inconsciente desse fato, transmite-as ao mercado, será o DRI autor mediato do delito, não sendo culpável, em princípio, o transmissor das informações ao público, que age em erro, tendo sua vontade submetida ao atuar ardiloso do agente.

É claro que, no exemplo mencionado, parte-se da premissa de que o Diretor de Relações com Investidores foi igualmente enganado. Mas, note-se, não é ele um mero porta-voz da companhia, cabendo-lhe diligenciar, dentro de suas possibilidades, para verificar a veracidade e acuidade da informação. No caso concreto, portanto, deverá ser averiguado se ele atuou dolosamente ou não na transmissão da informação inidônea.

Crime praticado na forma omissiva pode ser perpetrado também no caso de manipulação informativa, mas neste caso somente por aqueles que possuem o dever de prestá-las, como os administradores de companhia aberta. Nos termos do § 4º do art. 157 da Lei das S.A., eles são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante

---

o Diretor Financeiro foi condenado a dois anos de prisão. Cf. RIDER, Barry; ALEXANDER, Kern; LINKLATER, Lisa; BAZLEY, Stuart. *Market abuse and insider dealing*. 2. ed. West Sussex: Tottel, 2009. p. 91.

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<sup>602</sup>.

O descumprimento doloso de tal dever de informar caracteriza uma manobra fraudulenta – ao representar um meio ilícito de manter em erro o mercado e os demais investidores sobre um fato relevante – que terá efeitos sobre o regular processo de formação de preços dos valores mobiliários de emissão da companhia<sup>603</sup>. Se os investidores, confiantes no cumprimento do dever de informar por parte dos administradores, não tomam conhecimento do fato relevante ocorrido, deixarão de precificar corretamente os ativos, restando afetada a capacidade funcional alocativa do mercado<sup>604</sup>.

Forma menos comum de manipulação, aquela baseada em condutas externas (*action-based*) – na qual são realizadas ações concretas para forçar o preço dos valores mobiliários na direção desejada – terá como sujeitos ativos do delito os agentes diretamente envolvidos nesses atos bem como aqueles que contribuirão para sua realização. Assim, por exemplo, se os diretores da companhia realizam negócios voltados a afetar negativamente os preços das suas ações, serão eles os autores do delito.

#### 4.2.2. Sujeito passivo e assistente processual

Sujeito passivo é, em primeiro plano, a União, maior interessada na criação das melhores condições possíveis para o funcionamento da economia e do mercado de capitais, de modo que possa exercer suas funções essenciais, em especial a alocação eficiente dos recursos escassos. Não

---

<sup>602</sup> Também admite a prática do delito na forma omissiva Cezar Roberto Bitencourt, para quem “nas hipóteses em que se discute a manipulação por divulgação de informações ou celebração de operações, o crime pode se configurar pela omissão do agente, eis que a manipulação, nessa hipótese, seria resultado da divulgação incompleta de informações relevantes dirigidas aos investidores. Determinado fato relevante da companhia emissora de um ativo pode ser omitido para o fim de manter ou aumentar o seu valor, produzindo-se desta forma a manipulação através de uma operação simulada, em que a declaração do agente não é verdadeira, tendo assim relevância no processo de formação de preços no mercado de valores mobiliários” (*Op. cit.* pp. 170-171).

<sup>603</sup> Se uma informação relevante de revelação obrigatória é omitida, há influência artificial no preço das ações, já que, se fosse tornada pública, seria incorporada ao preço do ativo – cf. EICHELBERGER, Jan. *Op. cit.* p. 21.

<sup>604</sup> Defendeu-se aqui, anteriormente, que o delito do artigo 177 do Código Penal foi revogado pelo artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976. Quem sustentar a impossibilidade de caracterização de manipulação do mercado na forma omissiva exposta haverá de reconhecer que, conseqüentemente, subsiste vigente ao menos a conduta prevista na parte final do artigo 177, I, do Código Penal, que tipifica o ato do diretor, gerente ou fiscal de sociedade por ações, que, em prospecto, relatório, parecer, balanço ou comunicação ao público ou à assembleia, oculta fraudulentamente, no todo ou em parte, fato relativo às condições econômicas da sociedade.

se trata de um clássico crime patrimonial, mas de um crime, em princípio, sem vítimas claramente identificadas. Para Arnaldo Malheiros Filho, “sujeito passivo é o mercado, como um todo”<sup>605</sup>.

Indiretamente a conduta de manipulação afeta interesses diversos. Em primeiro lugar, são atingidas as pessoas que venham a sofrer concreto prejuízo decorrente da conduta manipuladora. Além dos investidores que efetivamente negociaram valores mobiliários em condições artificialmente alteradas, também investidores meramente potenciais, que perdem a confiança no mercado, sofrem os efeitos da conduta. As companhias são igualmente prejudicadas – não apenas aquelas que tem seus ativos manipulados, mas todas aquelas que possuem ações negociadas no mercado secundário, em razão do abalo à capacidade funcional alocativa do mercado.

A maior relevância na definição dos sujeitos passivos do delito reside na determinação dos legitimados para atuarem como assistentes de acusação no processo penal.

No que diz respeito à defesa dos interesses federais na persecução do delito, o parágrafo único do artigo 26 da Lei nº 7.492/1986 confere expressamente legitimidade à CVM para atuar como assistente de acusação “quando o crime tiver sido praticado no âmbito de atividade sujeita à disciplina e à fiscalização dessa Autarquia”. A CVM tem efetivamente se valido dessa prerrogativa, atuando ao lado do Ministério Público Federal em processos penais relevantes no mercado de capitais.

Já no que tange aos demais atingidos de modo reflexo pelo delito, nem todos podem ser considerados sujeitos passivos do crime, mesmo que “secundários”.

Em Portugal, o Tribunal Constitucional – partindo da premissa de que, para efeitos de constituição como assistente, não pode ser considerado ofendido qualquer pessoa prejudicada com a comissão do crime, mas unicamente o titular do interesse que constitui o objeto imediato do crime – acolheu o entendimento de que “o principal lesado, por muito elevados que sejam os prejuízos privados com a criminosa manipulação do mercado de valores mobiliários, é sempre o Estado”, restando inviável a assistência dos particulares lesados no processo penal referente ao crime de manipulação do mercado<sup>606</sup>.

Essa solução – correta, como regra geral, no que se refere à comunidade de atingidos indiretamente pelo delito – deve ser vista *cum grano salis* no que se refere àqueles que sofrem prejuízos imediatos decorrentes da conduta manipuladora. É que a razão de ser da admissibilidade

---

<sup>605</sup> *Op. cit.* p. 902.

<sup>606</sup> Acórdão 162/2002, de 31 de maio.



do assistente de acusação, além de um eventual interesse na “correta aplicação da lei” contra o acusado, tem caráter eminentemente patrimonial, até porque um dos efeitos da sentença condenatória será a fixação de valor mínimo para reparação dos danos causados pela infração (CPP, art. 387, IV).

Por isso, embora o bem jurídico tutelado não seja o patrimônio dos investidores, deve ser-lhes reconhecida a condição de “sujeitos passivos secundários” do delito<sup>607</sup>. Melhor dizendo, poderão ser considerados excepcionalmente como “ofendidos” para fins processuais-penais.

De toda forma, para evitar tumulto processual, a admissão de um investidor em particular que alegue ter sido lesado pela conduta manipuladora deve ser vista com muita cautela pelo juiz, sendo viável somente naqueles casos em que o alegado dano se mostre claramente delimitado, de forma individualizada<sup>608</sup>. Se os danos forem causados a um grupo maior de investidores, as pretensões de reparação de danos devem ser reservadas para o âmbito cível, para que a persecução penal não reste inviabilizada.

### 4.3. ELEMENTOS OBJETIVOS DO TIPO

Os elementos objetivos do tipo são aqueles que descrevem a conduta típica, independentemente do ânimo exigido do agente. Tais elementos são divididos em descritivos e normativos. Elementos descritivos são conceituados como aqueles “apreensíveis através de uma atividade sensorial, isto é, os elementos que referem aquelas realidades materiais que fazem parte do mundo exterior e por isso podem ser conhecidas, captadas de forma imediata, sem necessidade de uma valoração”, ao passo que os elementos normativos são tidos como aqueles “que só podem ser representados e pensados sob a lógica pressuposição de uma norma ou de um valor, sejam especificamente jurídicos ou simplesmente culturais, legais ou supralegais, determinados ou a determinar; elementos que assim não são sensorialmente perceptíveis, mas só podem ser espiritualmente compreensíveis ou avaliáveis”<sup>609</sup>.

---

<sup>607</sup> BITENCOURT, Cezar Roberto; BREDA, Juliano. *Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010. p. 320.

<sup>608</sup> Em sentido próximo, João Carlos Castellar defende que possam ser considerados secundariamente como sujeitos passivos do delito “o indivíduo ou indivíduos imediatamente atingidos com a prática criminosa, desde que indubitável tenham sofrido danos materiais decorrentes da infração” (*Insider trading e os novos crimes corporativos*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008. p. 82).

<sup>609</sup> DIAS, Jorge de Figueiredo. *Op. cit.* pp. 288-289.

#### 4.3.1. Elementos descritivos do tipo

Muito pouco se pode dizer sobre os elementos meramente descritivos da conduta típica, tamanha é a intensidade da permeabilidade do tipo penal a outras fontes, pela utilização de termos cujo conceito é carente de preenchimento externo.

*Realizar* e *executar* são verbos-tipo de extensão conceitual bastante ampla, que compreendem qualquer conduta voltada a tornar efetivo o acontecimento típico: no caso, a operação simulação ou a manobra fraudulenta.

No que tange aos complementos verbais *operações* ou *manobras*, o primeiro tem acepção mais restrita, para compreender apenas os negócios jurídicos especificamente celebrados no mercado de capitais – como a compra e venda de ações, os contratos de opções ou de empréstimo de ações etc.

Fica clara, porém, a intenção ampliativa do legislador ao abrir o tipo penal com a cláusula geral “ou executar outras manobras”. Com essa redação, “a norma nacional deixou uma grande margem de abertura para a consumação do delito por intermédio de toda e qualquer ação humana apta para alterar de modo artificial o desenvolvimento do mercado”<sup>610</sup>.

Esses elementos, que podem ser tidos por descritivos, somente possuem significado completo quando acoplados aos adjetivos *simuladas* e *fraudulentas*, que, por sua vez, são autênticos elementos normativos, dependentes de complementação através de outras normas jurídicas.

#### 4.3.2. Elementos normativos do tipo

O tipo penal do artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976 está permeado de elementos normativos. Em primeiro lugar, é preciso determinar o significado dos conceitos de simulação e fraude utilizados pela lei para adjetivar as operações e manobras. Em seguida, impõe-se precisar em que consiste a alteração artificial do regular funcionamento dos mercados. Finalmente, deve-se perquirir o significado jurídico dos mercados que podem ser atingidos para que as condutas sejam consideradas típicas, isto é, os mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, o mercado de balcão e o mercado de balcão organizado.

---

<sup>610</sup> BITENCOURT, Cezar Roberto. *Op. cit.* p. 166.

#### 4.3.2.1. Operações simuladas e manobras fraudulentas

A determinação de quais são as operações que podem ser consideradas simuladas e de quais são as manobras que devem ser entendidas como fraudulentas configura o núcleo do tipo objetivo. A essência da tipicidade está na definição das condutas (simuladas ou fraudulentas) manipuladoras do mercado.

Há quem entenda que operações simuladas nada mais são do que um tipo de manobra fraudulenta, pois a simulação é espécie do gênero fraude, tornando inócua a primeira forma de prática do delito<sup>611</sup>.

Não obstante, considerando que o legislador previu-as separadamente, parece possível traçar uma diferença entre as figuras, tornando mais limitado o campo de incidência das operações simuladas. Ao se valer de expressão própria do direito civil, tem-se que o legislador acolheu como operações simuladas hipóteses qualificadas, neste ramo jurídico, de simulação absoluta ou relativa, ou seja, tanto aquelas em que a declaração aparente de vontade não visa a produzir qualquer efeito jurídico como aquelas em que o negócio simulado é destinado a produzir efeitos diferentes dos típicos do negócio formalmente realizado.

Mesmo na simulação, contudo, há *formalmente* a celebração de um negócio, mas este se mostra despido de real intenção de realização (simulação absoluta) ou existe um desvirtuamento de sua causa-função (simulação relativa). A liquidação das operações em bolsa de valores somente se encerra com o seu pagamento, de modo que a transferência dos títulos em troca de dinheiro sempre ocorre efetivamente. Assim, se interpretada a simulação como um negócio que sequer formalmente pode ser realizado, chegar-se-ia à conclusão absurda de que nunca uma operação em bolsa poderia ser simulada<sup>612</sup>. O vício, portanto, está na falsa impressão transmitida pelas operações que, no entanto, em seu aspecto formal se apresentam como hígidas<sup>613</sup>.

---

<sup>611</sup> TÓRTIMA, José Carlos. *Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional*. 3. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011. pp. 169-170.

<sup>612</sup> VEIGA, Alexandre Brandão da. *Op. cit.* p. 51.

<sup>613</sup> “Por exemplo, num caso de rotação intensiva de títulos entre duas ou três carteiras (*circular trading*) as sucessivas compras e vendas (que existem) sugerem uma oferta e procura do activo que não corresponde à realidade, já que ‘as duas pontas’ são controladas ou pela mesma pessoa ou por pessoas concertadas entre si. Por isso a prática é *intrinsecamente enganadora* e contraria a causa-função dos negócios celebrados em bolsa. Não se pretende comprar e vender os activos mas criar apenas uma *impressão* (susceptível de induzir o mercado e os investidores em erro) de elevada liquidez, de um certo preço ou de interesse do mercado pelo activo em causa” (VEIGA, Alexandre Brandão da. *Op. cit.* p. 88).

Conforme expõe Arnaldo Malheiros Filho, “um interesse de compra, confrontado com um interesse de venda, resulta na operação real de compra e venda. Se não há duas vontades, mas uma só (ainda que expressa por indivíduos diferentes, mas voltados ao *mesmo interesse*), a venda e compra é, definitivamente, simulada”<sup>614</sup>.

Já a expressão “outras manobras fraudulentas” funciona como cláusula de fechamento do tipo, abarcando outras condutas que, embora não propriamente simuladas, induzem terceiros a erro. Nesse aspecto, ao somar às operações simuladas “outras manobras fraudulentas”, a regra deixa claro que não são apenas as condutas que se enquadrem no conceito de simulação do direito civil que caracterizarão o delito.

A interpretação proposta é equivalente à adotada pela doutrina italiana. Na Itália, o tipo penal se refere expressamente, ao lado da difusão de notícias falsas, à conduta de *pone in essere operazioni simulate o altri artifici*. Operações simuladas são compreendidas no sentido técnico do direito civil, admitindo-se a realização do delito através de operações absoluta ou relativamente simuladas. Já a expressão *altri artifici* representa o papel de “elemento de clausura”, voltado a abranger operações que não são rigorosamente simuladas, mas são aptas a enganar terceiros, dada sua capacidade fraudulenta<sup>615</sup>.

Também em Portugal, a jurisprudência tem diferenciado as operações fictícias de outras práticas fraudulentas. Aquelas seriam operações falsas, simuladas, sem correspondência entre a vontade real e a vontade manifestada pelos agentes. Já as “outras práticas fraudulentas” mencionadas pelo tipo penal consubstanciarium um conceito subsidiário, abrangente de diversas formas de enganar terceiros<sup>616</sup>.

De igual modo, o conceito de “outras manobras fraudulentas” do art. 27-C abrange uma ampla gama de condutas que criam aparência de liquidez ou afetam a formação de preço de um ativo sem correspondência com a sua real oferta e demanda. Trata-se de incorporação da noção clássica de fraude, que compreende qualquer ardil ou artifício voltado a induzir ou manter alguém em erro.

---

<sup>614</sup> *Op. cit.* p. 897.

<sup>615</sup> SGUBBI, Filippo; FONDAROLI, Désirée; TRIPODI, Andrea Francesco. *Op. cit.* p. 81.

<sup>616</sup> Processo Comum nº 12800/01.0 TDLSB do 5º Juízo Criminal de Lisboa. Disponível em: <http://www.cmvm.pt/cmvm/comunicados/contrordmtograves/pages/deccrimesmercado.aspx>. Acesso em: 20 set. 2016.

Nesse caso, as condutas não se resumem – como nas operações simuladas – às transações controladas por determinadas pessoas, direta ou indiretamente, na ponta compradora e na ponta vendedora.

Compreende-se como fraudulenta toda manobra maliciosa que leve terceiros a uma falsa percepção da realidade. As manobras fraudulentas que podem ser executadas para a manipulação do mercado são multifacetadas e envolvem estratégias bastante diversas entre si. Ao estudo de algumas das formas de manifestação dessas manobras (“tipologias da manipulação do mercado”) será dedicado adiante um tópico específico<sup>617</sup>.

A definição acerca do caráter fraudulento de uma conduta está intrinsecamente vinculada à criação de um risco proibido. Este critério de determinação da imputação objetiva possui especial relevo em ambientes complexamente regulados como o do mercado de capitais.

O risco proibido e, assim, o caráter fraudulento das operações está ligado, no mais das vezes, à violação de normas extrapenais de regulação do mercado. Não se trata de uma avaliação subjetiva a ser preenchido com conceitos vagos, como o de especulação. A especulação no mercado, a propósito, não é por si só criminosa. Pelo contrário, é benéfica e necessária para garantir a liquidez dos ativos. A existência de especuladores, de pessoas interessadas em lucrar alto e rápido em investimentos de elevado risco, auxilia na eficiência do mercado de capitais, ao proporcionar liquidez aos ativos.

Conforme já consignou a Suprema Corte dos EUA, em caso envolvendo acusação de manipulação em razão de negociações especulativas em contratos futuros, “o advento da especulação em mercados futuros produz benefícios bem reconhecidos para produtores e processadores de *commodities* agrícolas”, pois “a liquidez de um contrato futuro, da qual uma operação de *hedge* depende, está diretamente relacionada à quantidade de especulação existente”<sup>618</sup>. Ou seja, sem a existência de especuladores dispostos a assumir a contraparte dos produtores e processadores de *commodities*, estes não teriam como se proteger (*hedging*) das constantes variações – safra, preço etc. – que afetam o mercado de *commodities*.

A diferença essencial entre especuladores e manipuladores, nesse sentido, é que aqueles exploram as variações do mercado, estes as causam. A especulação é, em princípio, realizada dentro das regras do mercado e, portanto, autorizada<sup>619</sup>.

---

<sup>617</sup> Cf. item 3.3. deste Capítulo *infra*.

<sup>618</sup> *Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc. v. Curran*. 456 U.S. 353, 359 (1982).

<sup>619</sup> EICHELBERGER, Jan. *Op. cit.* p. 15.

O tipo penal é, enfim, neutro em relação à ganância dos especuladores. Para a caracterização do delito, o tipo penal exige, isso sim, que exista um logro dos demais participantes do mercado, o que ocorrerá, em regra, pela violação da regulação do mercado.

É importante, pois, que as acusações de manipulação tenham sempre em vista a compreensão contemporânea sobre o funcionamento do mercado. Assim, por exemplo, a realização de vendas a descoberto (*short sales*), vista como responsável pela vertiginosa queda do preço das ações na crise de 1929, deixou de ser considerada um mal em si mesma, passando a ser vista como importante mecanismo para conter altas excessivas decorrentes de especulação e, portanto, como fator de auxílio na correta precificação dos ativos<sup>620</sup>. Portanto, a realização de vendas a descoberto (*short selling*) pode ser uma estratégia legítima de investimento<sup>621</sup>.

Desde que obedecida a regulação, a simples realização de vendas a descoberta é insuficiente, portanto, para caracterizar uma operação fraudulenta<sup>622</sup>.

De outro lado, também se deve destacar que, da mesma maneira que ocorre na esfera administrativa – em relação à criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço e à manipulação de preços –, a existência de justificativas econômicas razoáveis para a realização das operações constitui importante elemento para afastar seu suposto caráter de artificialidade<sup>623</sup>.

Práticas aceitas no mercado não caracterizam risco proibido ao bem jurídico e, portanto, ainda que ocorra interferência no processo de formação de preços dos valores mobiliários, não haverá que se falar em fraude ou simulação.

Exemplo já citado de operação que gera risco permitido está caracterizado pela estabilização de preços em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, procedimento admitido, em condições especiais, para viabilizar a oferta ou para assegurar o levantamento de um valor mínimo de capital<sup>624</sup>.

---

<sup>620</sup> DOMBALAGIAN, Onnig H. *Chasing the tape: information law and policy in capital markets*. Cambridge – London: The MIT Press, 2015. p. 147.

<sup>621</sup> Esse entendimento é adotado tranquilamente pela jurisprudência estadunidense. Cf., por exemplo, *Sullivan & Long, Inc. v. Scattered Corp.*, 47 F.3d 857 (7th Cir. 1995).

<sup>622</sup> Não obstante, no caso concreto as vendas a descoberto podem caracterizar manipulação se, por exemplo, estiverem relacionadas à difusão de falsos rumores, para fazer com que a cotação do ativo seja depreciada, a fim de que o manipulador possa adquiri-lo a um valor mais baixo. Cf. MARKHAM, Jerry W. *Op. cit.* p. 9.

<sup>623</sup> Cf. Capítulo 2.5.1.

<sup>624</sup> Cf., sobre os requisitos para a admissibilidade da estabilização, art. 23, §3º, da Instrução CVM nº 400/2003 e Deliberação CVM nº 476/2005. No Reino Unido, também, existe a previsão expressa, na Seção 89 (3) do *UK Financial Services Act* (2012), de afastamento do delito se forem observadas regulamentações referentes à estabilização de preços e ao controle de informações.

No âmbito europeu, o artigo 13º, 2, do Regulamento UE nº 596/2014, relativo ao abuso de mercado na União Europeia, prevê critérios orientadores da atuação das autoridades reguladoras na definição de práticas de mercado consideradas legítimas:

Artigo 13.º

Práticas de mercado aceites

[...]

2. As autoridades competentes podem definir uma prática de mercado aceite com base nos seguintes critérios:

- a) A prática de mercado tem um nível de transparência significativo para o mercado;
- b) A prática de mercado assegura um grau elevado de salvaguardas para o funcionamento das forças de mercado e a interação adequada entre a oferta e a procura;
- c) A prática de mercado tem um impacto positivo na liquidez e eficiência do mercado;
- d) A prática de mercado tem em conta o mecanismo de negociação do mercado em causa e permite aos participantes no mercado reagirem de forma adequada e oportuna em face da nova situação de mercado por ela criada;
- e) A prática de mercado específica não cria riscos para a integridade dos mercados direta ou indiretamente relacionados, regulamentados ou não, em que o instrumento financeiro em causa é negociado na União;
- f) O resultado de qualquer investigação da prática de mercado em causa pela autoridade competente ou qualquer outra autoridade, em especial quando a prática em questão infringiu as regras ou as disposições destinadas a evitar o abuso de mercado, ou os códigos de conduta, independentemente de dizer respeito ao mercado relevante ou aos mercados com ele relacionados, direta ou indiretamente, na União;
- g) As características estruturais do mercado em questão, nomeadamente o seu carácter regulamentado ou não, os tipos de instrumentos financeiros negociados e o tipo de participantes no mercado, nomeadamente o grau de participação dos pequenos investidores.

No mercado de capitais brasileiro, para conferir maior segurança jurídica aos agentes do mercado, seria recomendável que também a CVM regulamentasse práticas de mercado consideradas aceites, delimitando o risco juridicamente permitido das operações.

Questão controversa diz respeito à chamada manipulação informativa (*information-based manipulation*). Estaria excluída do tipo penal essa forma tão comum e clássica de manipulação?

Há na doutrina brasileira quem entenda que o tipo penal não previu essa conduta<sup>625</sup>. De um exame do delito no direito comparado, bem como dos tipos penais que antecederam historicamente o art. 27-C da Lei n.º 6.385/1976 na repressão da manipulação de mercado, é possível extrair um argumento a favor dessa posição: essa forma de manipulação costuma vir prevista expressamente no tipo penal; a *contrario sensu*, se ela já estivesse incluída nas outras figuras típicas, seria inútil a sua previsão em separado.

Com efeito, a legislação penal costuma prever separadamente as duas formas clássicas de manipulação de mercado. Na Itália, o artigo 185, 1, do *Testo Unico delle Finanze* incrimina a difusão de notícias falsas, conhecida como *manipolazione informativa*, ao lado da realização de operações simuladas ou outros artifícios concretamente idôneos a provocar alteração sensível de preço de instrumentos financeiros (*manipolazione operativa*)<sup>626</sup>.

Em Portugal, o crime de manipulação do mercado vem definido no artigo 379º, 1, do Código dos Valores Mobiliários<sup>627</sup>. São previstas três distintas condutas aptas a caracterizar o delito: a) divulgação de informações falsas, incompletas, exageradas ou tendenciosas; b) realização de operações de natureza fictícia; e c) execução de outras práticas fraudulentas.

Na Espanha, o crime de manipulação do mercado está previsto no artigo 284 do Código Penal, em seção dedicada aos delitos relacionados ao mercado e aos consumidores. Estão previstas três distintas modalidades do delito voltadas à finalidade de alteração artificial dos preços dos títulos ou valores: o emprego de violência, ameaça ou engano (artigo 284.1), a difusão de notícias ou rumores com dados econômicos total ou parcialmente falsos (artigo 284.2) e a utilização de informações privilegiadas para a realização de operações artificiais ou para assegurar uma posição dominante no mercado (artigo 284.3)<sup>628</sup>.

---

<sup>625</sup> MALHEIROS FILHO, Arnaldo. *Op. cit.* pp. 897-898.

<sup>626</sup> SGUBBI, Filippo; FONDAROLI, Désirée; TRIPODI, Andrea Francesco. *Op. cit.* pp. 75-94.

<sup>627</sup> O Código de Valores Mobiliários foi veiculado pelo DL n.º 486/99, de 13 de novembro. Antes disso, vigia o Código do Mercado de Valores Mobiliários, aprovado pelo DL n.º 142-A/91, de 10 de abril. Ainda antes, os delitos de abuso de informações e manipulação fraudulenta de cotações de títulos já estavam previstos, respectivamente, nos artigos 524 e 525 do Código das Sociedades Comerciais. Sobre a existência de um “hiato legislativo” entre a revogação dos delitos previstos no Código das Sociedades Comerciais e a entrada em vigor do Código do Mercado de Valores Mobiliários, cf. MACHADO, Miguel Pedrosa. A entrada em vigor das incriminações de abuso de informação e de manipulação do mercado do Código do Mercado de Valores Mobiliários: chamada de atenção para mais um erro de técnica legislativa. In: *Direito penal económico e europeu: textos doutrinários. Problemas especiais*. Coimbra: Coimbra, v. II, 1999. pp. 287-300.

<sup>628</sup> Art. 284. Se impondrá la pena de prisión de seis meses a dos años o multa de doce a veinticuatro meses a los que: 1.º Empleando violencia, amenaza o engaño, intentaren alterar los precios que hubieren de resultar de la libre concurrencia de productos, mercancías, títulos valores o instrumentos financieros, servicios o cualesquiera otras cosas



Na Alemanha, o § 20a da Lei de Negociação de Valores Mobiliários (*Wertpapierhandelsgesetz* – WpHG) previa as condutas que seriam consideradas como manipulação de mercado em três parágrafos. Estabelecia o referido dispositivo (tradução nossa)<sup>629</sup>:

(1) É proibido

1. fazer afirmações falsas ou enganosas sobre circunstâncias relevantes para a avaliação de um instrumento financeiro ou esconder tais circunstâncias contrariamente às disposições legais vigentes, se a informação ou a ocultação são suscetíveis de influenciar o preço de bolsa ou de mercado de um instrumento financeiro no mercado interno ou no mercado regulamentado de outro Estado-Membro da União Europeia ou outro signatário do Acordo sobre o Espaço Económico Europeu,
2. realizar transações ou emitir ordens de compra ou venda susceptíveis de dar indicações falsas ou enganosas em relação a oferta, demanda, ou preço de bolsa ou de mercado dos instrumentos financeiros ou de provocar um nível de preços artificial, ou
3. realizar outras práticas enganosas susceptíveis de influenciar o preço de bolsa ou de mercado de um instrumento financeiro no mercado interno ou no mercado regulamentado de outro Estado-Membro da União Europeia ou outro signatário do Acordo sobre o Espaço Económico Europeu.

---

muebles o inmuebles que sean objeto de contratación, sin perjuicio de la pena que pudiere corresponderles por otros delitos cometidos.

2.º Difundieren noticias o rumores, por sí o a través de un medio de comunicación, sobre personas o empresas en que a sabiendas se ofrecieren datos económicos total o parcialmente falsos con el fin de alterar o preservar el precio de cotización de un valor o instrumento financiero, obteniendo para sí o para tercero un beneficio económico superior a los 300.000 euros o causando un perjuicio de idéntica cantidad.

3.º Utilizando información privilegiada, realizaren transacciones o dieron órdenes de operación susceptibles de proporcionar indicios engañosos sobre la oferta, la demanda o el precio de valores o instrumentos financieros, o se aseguraren utilizando la misma información, por sí o en concierto con otros, una posición dominante en el mercado de dichos valores o instrumentos con la finalidad de fijar sus precios en niveles anormales o artificiales.

En todo caso se impondrá la pena de inhabilitación de uno a dos años para intervenir en el mercado financiero como actor, agente o mediador o informador.

<sup>629</sup> (1) Es ist verboten

1. unrichtige oder irreführende Angaben über Umstände zu machen, die für die Bewertung eines Finanzinstruments erheblich sind, oder solche Umstände entgegen bestehenden Rechtsvorschriften zu verschweigen, wenn die Angaben oder das Verschweigen geeignet sind, auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments oder auf den Preis eines Finanzinstruments an einem organisierten Markt in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum einzuwirken,

2. Geschäfte vorzunehmen oder Kauf- oder Verkaufsaufträge zu erteilen, die geeignet sind, falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Börsen- oder Marktpreis von Finanzinstrumenten zu geben oder ein künstliches Preisniveau herbeizuführen oder

3. sonstige Täuschungshandlungen vorzunehmen, die geeignet sind, auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments oder auf den Preis eines Finanzinstruments an einem organisierten Markt in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum einzuwirken.

Esse dispositivo foi revogado em julho de 2016, passando a Alemanha a adotar diretamente as definições europeias de manipulação de mercado previstas no Regulamento UE nº 596/2014, nomeadamente as constantes no artigo 12º do referido diploma. Tal norma é bastante detalhada, mas igualmente prevê de modo específico – ao lado da realização de operações, da colocação de ordem ou de qualquer outra conduta apta a afetar artificialmente o processo de formação de preços de determinados títulos – a divulgação e a transmissão de informações falsas ou enganosas:

#### Artigo 12º

##### Manipulação de mercado

1. Para efeitos do presente regulamento, manipulação de mercado engloba as seguintes atividades:

a) Realizar operações, colocar uma ordem ou qualquer outra conduta que:

i) dê ou seja idónea para dar indicações falsas ou enganosas no que respeita à oferta, à procura ou ao preço de instrumentos financeiros, de um contrato de mercadorias à vista com eles relacionado ou de um produto leiloado baseado em licenças de emissão, ou

ii) assegure ou seja idónea para assegurar o preço de um ou mais instrumentos financeiros de contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou de um produto leiloado baseado em licenças de emissão a um nível anormal ou artificial; exceto se a pessoa que realizou as operações colocou as ordens ou praticou outra conduta faça prova de que essa operação, ordem ou conduta tiveram lugar por razões legítimas e se encontram em conformidade com as práticas de mercado aceites, definidas nos termos do artigo 13.º;

b) Realizar operações, colocar uma ordem ou qualquer outra atividade ou conduta que afete, ou seja idónea para afetar, o preço de um ou mais instrumentos financeiros, um contrato de mercadorias à vista com eles relacionado ou um produto leiloado baseado em licenças de emissão, recorrendo a procedimentos fictícios ou quaisquer outras formas de engano ou artifício;

c) Divulgar informações através dos meios de comunicação social, incluindo a Internet, ou através de outros meios, que deem ou sejam idóneas para dar indicações falsas ou enganosas quanto à procura ou preço de um instrumento financeiro, um contrato de mercadorias à vista com ele relacionado ou um produto leiloado baseado em licenças de emissão, ou fixem ou sejam idóneas para fixar o preço de um ou vários instrumentos financeiros, contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou um produto leiloado baseado em licenças de emissão a um nível anormal ou artificial, incluindo a divulgação de rumores, quando a pessoa que procedeu à divulgação sabia ou devia saber que essas informações eram falsas ou enganosas;

d) Transmitir informações falsas ou enganosas ou facultar dados falsos ou enganosos relativamente a um índice de referência, quando a pessoa que transmitiu a informação ou facultou os dados sabia ou devia saber que eram falsos ou enganosos, ou qualquer outra conduta que manipule o cálculo de um índice de referência.

No Reino Unido, a Seção 89 do *UK Financial Services Act*, de 2012, refere-se à manipulação informativa, a Seção 90 à manipulação baseada em condutas e a Seção 91 veicula um tipo específico de manipulação informativa relacionada a índices de referência (*benchmarks*)<sup>630</sup>.

No Brasil, 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<sup>631</sup>.

O entendimento é não apenas sustentável à luz do princípio da legalidade mas também político-criminalmente adequado.

Sob o prisma do princípio da legalidade, o tipo penal comporta essa interpretação, ao se referir à realização de operações simuladas ou quaisquer *outras manobras fraudulentas*, conceito cujo preenchimento não demanda a prática de operações, compreendendo qualquer conduta voltada a induzir os participantes do mercado a erro.

Quanto à adequação político-criminal dessa interpretação, trata-se da compreensão que maior proteção oferece ao bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado. Como visto no curso desta tese, a manipulação informativa é uma das formas típicas dessa ilicitude identificada pelos operadores do mercado e pela doutrina. Também no direito comparado a manipulação informativa é invariavelmente considerada tão grave quanto a baseada em condutas. Deixar de fora da incidência típica essa espécie de conduta geraria uma indesejável lacuna de punibilidade.

Controverso, ademais, é o *grau* de falsidade da notícia necessário para a configuração do crime. Há notícias parcialmente falsas – e, portanto, também parcialmente verdadeiras. Há notícias imprecisas, notícias incompletas, notícias exageradas e notícias tendenciosas. Há, enfim, entre a verdade e a falsidade todo um gradiente de verdades parciais; afinal a realidade objetiva só

---

<sup>630</sup> Sobre a aplicação da Seção 90 a condutas envolvendo HFT, cf. FISHER, Jonathan; CLIFFORD, Anita; DINSHAW, Freya; WERLE, Nicholas. Criminal forms of high frequency trading on the financial markets. *Law and financial markets review*. London: Routledge, v. 9, i. 2, 2015. pp. 113-119.

<sup>631</sup> TÓRTIMA, José Carlos. *Op. cit.* p. 172; BITENCOURT, Cezar Roberto; BREDA, Juliano. *Op. cit.* p. 325; SANCTIS, Fausto Martin de. *Delinquência...*, cit. pp. 45-46; EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.* p. 541; MIKALOVSKI, Algacir. *Crimes contra o mercado de capitais: bem jurídico, tipos e investigação*. Curitiba: Juruá, 2014. p. 137; PAULA, Áureo Natal. *Op. cit.* pp. 14-15.

existe *fora* do sujeito e a partir do momento em que este sujeito procura apreender cognitivamente o objeto real, ele incorre em *algum grau* de deformação subjetiva.

Assim, a análise da falsidade da notícia, longe de ser realizada isoladamente, tem de ser conjugada com o seu potencial de afetação do funcionamento regular do mercado<sup>632</sup>. Se uma mineradora, por exemplo, anuncia a descoberta de uma jazida com capacidade de produção de 100 milhões de toneladas de minério de ferro, quando, na verdade, o potencial confirmado é de apenas 95 milhões, a falsidade da informação pode não ser considerada suficiente para afetar de modo relevante o mercado. Por outro lado, se uma petrolífera confirma uma enorme capacidade de produção de seus poços de exploração, omitindo que ainda são necessários estudos para comprovar a viabilidade econômica da atividade ou mesmo que não existe adequada tecnologia para exploração, a informação anunciada, embora verdadeira em si mesma, apresenta-se como enganosa devido à omissão de dados essenciais para a decisão de investimento.

Para a compreensão de uma informação caracterizadora de manobra fraudulenta pode-se valer o intérprete da noção de “informação falsa ou prejudicialmente incompleta”, prevista no artigo 3º da Lei nº 7.492/1986, que transmite adequadamente a ideia de como a parcialidade da informação pode ser prejudicial aos seus destinatários.

A manipulação informativa, como sustentado anteriormente, pode ser perpetrada inclusive através de conduta omissiva, mas neste caso somente por aqueles que possuem o dever de prestá-las, como os administradores de companhia aberta (§ 4º do art. 157 da Lei das S.A.).

#### **4.3.2.2. Idoneidade para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado**

O tipo penal prevê que a conduta será típica quando praticada “com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários”.

Ao aludir à finalidade, o tipo penal sugere, numa primeira leitura, apenas um elemento subjetivo especial ao tipo penal. Segue, aparentemente, a redação do artigo 667, nº 1, do antigo Código do Mercado de Valores Mobiliários de Portugal (1991), que incorporava a expressão “tendo em vista alterar artificialmente...”.

O tipo penal do Código dos Valores Mobiliários português de 1999 deixou de trazer essa previsão, porque se tratava, conforme acertado parecer doutrinário, de “uma forma equívoca de

---

<sup>632</sup> BITENCOURT, Cezar Roberto; BREDA, Juliano. *Op. cit.* pp. 332-333.

descrever a idoneidade objectiva da prática negocial para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado e que se confundia com um bizarro elemento subjectivo do tipo”<sup>633</sup>.

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

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

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

A vaga expressão alteração artificial do regular funcionamento do mercado, porém, representa um conceito muito amplo. Em sentido lato, pode compreender desde uma greve de empregados da bolsa de valores até uma pane elétrica que atinja as máquinas responsáveis pelo encontro de ordens disparadas para o local de negociação.

É necessário, para garantir maior segurança na aplicação da lei penal, precisar o significado da expressão. A melhor ferramenta dogmática para esse objetivo é a interpretação conforme o bem jurídico tutelado pela norma do artigo 27-C, isto é, a capacidade funcional alocativa do mercado, mais especificamente o processo de formação de preços dos valores mobiliários que lhe é pressuposto. É esse processo e suas componentes – demanda e oferta – que devem ser considerados como objetos de potencial lesão.

Assim sendo, interpretando-se a afetação ao regular funcionamento do mercado de modo político-criminalmente orientado, tem-se 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<sup>634</sup>.

---

<sup>633</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *O novo...*, cit. p. 83.

<sup>634</sup> No mesmo sentido, afirma Arnaldo Malheiros Filho que “o ‘regular funcionamento do mercado’, no sentido da lei, não significa que o mercado abra e feche no horário designado e que, durante o expediente, aconteçam negociações em seu ambiente. O verdadeiro sentido da expressão é o funcionamento lícito e transparente do mercado, com a formação de preços ocorrendo de acordo com as condições normais de oferta e demanda” (*Op. cit.* p. 900).

Destaque-se que o processo de formação de preços é um fenômeno complexo, que compreende não apenas o preço propriamente dito, mas também as variáveis que o afetam direta ou indiretamente, como a oferta, a demanda e a liquidez. Com efeito, se são realizadas diversas operações com um valor mobiliário pelo mesmo preço pelo qual ele vem sendo negociado no mercado, apenas para lhe conferir uma aparência de (maior) liquidez, tal conduta será apta a afetar a capacidade funcional alocativa do mercado, pois a liquidez do papel é fator que pode influenciar as negociações futuras que com ele vierem a ser realizadas.

Em certos países, o tipo penal foi construído como delito de resultado ou de perigo concreto.

Na Itália, o tipo penal exige expressamente que as condutas fraudulentas ou simuladas sejam “concretamente idôneas a provocar uma sensível alteração do preço dos instrumentos financeiros”<sup>635</sup>. De acordo com a Corte de Cassação, o potencial de alteração das informações falsas deve ser apreciado em concreto, em razão da expressa opção do legislador; trata-se de indicação de um crime de perigo concreto, sendo o risco proibido o da fixação do preço em medida distinta do valor “real”. Essa característica distingue o crime da infração administrativa prevista no artigo 187-ter do TUF, a qual não faz nenhuma referência à idoneidade da conduta para influir nos preços do ativo<sup>636</sup>.

Na Alemanha, a proibição de manipulação decorre atualmente dos artigos 12 e 15 do Regulamento UE nº 596/2014 – anteriormente do § 20a da WpHG – interpretados conjuntamente com os §§ 38 e 39 da WpHG. A regra do § 38 prevê pena de prisão de até cinco anos ou multa para quem efetivamente influenciar a cotação ou o preço de um valor mobiliário. De acordo com o entendimento do *Bundesgerichtshof* (BGH) – equivalente no sistema judiciário alemão ao nosso Superior Tribunal de Justiça –, a caracterização do delito depende da verificação de um resultado típico, consistente na efetiva influência sobre o preço do instrumento financeiro<sup>637</sup>. Essa exigência é criticada por parte da doutrina, que vislumbra aí graves dificuldades de prova<sup>638</sup>. Se, contudo, a conduta se mostra apta a influenciar a cotação ou o preço de um valor mobiliário, mas o resultado não chega a ser produzido, o fato é punido (apenas) como contraordenação, de acordo com o § 39

---

<sup>635</sup> *Testo Unico delle Finanze*. Art. 185 (Manipolazione del mercato).

1. Chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, è punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro cinque milioni. [...]

<sup>636</sup> *Cassazione Penale*, sez. V, 20 luglio 2011, n. 28932.

<sup>637</sup> Cf. SCHÖNWÄLDER, Yannick. *Op. cit.* pp. 214-215.

<sup>638</sup> TIEDEMANN, Klaus. *Manual...*, cit. p. 383.

da WpHG<sup>639</sup>. O crime, ademais, é previsto apenas na forma dolosa, ao passo que a contraordenação pode ser culposa, desde que haja negligência grosseira (*Leichtfertigkeit*).

No Brasil, por sua vez, o tipo penal prevê um delito de aptidão, para o qual se mostra suficiente que a conduta seja potencialmente lesiva ao bem jurídico. Essa interpretação se coloca em posição intermediária entre dois entendimentos opostos: o que considera que o tipo penal estruturou um crime de perigo abstrato puro, aqui rejeitado por sua incompatibilidade com o princípio da ofensividade<sup>640</sup>; e o que reputa que se tipificou um delito de dano, a exigir, para a consumação, a efetiva alteração do mercado e, até mesmo, a obtenção de vantagem, lucro ou geração de prejuízo a terceiros, o qual tampouco é convincente, na medida em que o tipo penal não faz essa exigência<sup>641</sup>.

Seguiu-se, como mencionado, o modelo português – embora em Portugal o tipo penal seja mais claro, ao impor expressamente que as práticas indevidas “sejam idóneas para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários”. Conferindo maior segurança à aplicação da norma, a própria lei portuguesa se encarrega de detalhar o que se entende por idoneidade para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado<sup>642</sup>.

O art. 379º, 2, do Código dos Valores Mobiliários português, assim dispõe:

Consideram-se idóneos para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado, nomeadamente, os actos que sejam susceptíveis de modificar as condições de formação dos preços, as condições normais da oferta ou da procura de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros ou as condições normais de lançamento e de aceitação de uma oferta pública.

<sup>639</sup> SCHÖMANN, Matthias. *Die Strafbarkeit der Marktmanipulation gemäß § 38 Abs. 2 WpHG*: Unter besonderer Berücksichtigung des Phänomens des Scalping. Frankfurt am Main: Peter Lang, 2010. p. 53.

<sup>640</sup> Cf., a respeito, Capítulo 3.2.2 *supra*.

<sup>641</sup> Como partidário da primeira corrente, sustenta Fausto Martin de Sanctis que “o tipo deve ser classificado como espécie de crime de perigo abstrato, o que equivale a afirmar que competirá ao Ministério Público a simples demonstração de tais condutas. Estas são, por si sós, intrinsecamente perigosas e colocam em risco o bem jurídico tutelado” (*Delinquência...*, cit. p. 279). No polo inverso, João Carlos Castellar defende ser o “momento consumativo aquele em que se produz o resultado derivado da ação, ou seja, a efetiva alteração artificial do mercado concomitante à obtenção da vantagem, lucro ou do prejuízo de terceiros” (*Op. cit.* p. 83); no mesmo sentido, cf. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.* p. 545; e, ainda, PUGLIESE, Yuri Sahione; NAJJAR, Gabriela. O processo administrativo sancionador da CVM e o crime de manipulação de mercado. *Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários*. São Paulo: Almedina, v. 1, mai.-2015. p. 264.

<sup>642</sup> Também na Espanha não se entende necessário que seja atingido o resultado da efetiva alteração dos preços. Cf. LÓPEZ-GÓMEZ, Carlos Zabala. *Op. cit.* p. 220.

Para o exame dessa idoneidade, deve-se valer o intérprete de um juízo *ex ante*, voltado ao momento da realização da conduta, efetuando uma prognose sobre o seu potencial lesivo. Na prática, porém, para a demonstração processual dessa aptidão, é natural que se procure avaliar o impacto efetivo das condutas no preço, na demanda ou na oferta do valor mobiliário. Em outras palavras, não se exige o resultado para a caracterização do delito, mas a ocorrência desse resultado servirá como comprovação de que a conduta efetivamente colocou em risco o bem jurídico – há assim uma confirmação *ex post* de um juízo realizado *ex ante*.

É incontroverso que a principal dificuldade no exame dos efeitos de certo comportamento no processo de formação de preço de um valor mobiliário decorre da circunstância de que concorrem muitas outras informações e condutas para esse mesmo processo, tornando questionável qual teria sido a efetiva influência da conduta analisada. De igual modo, as razões pelas quais os investidores tomam suas decisões são variadíssimas<sup>643</sup>.

Ainda assim, através da coleta de dados e indicadores – como a evolução das cotações das ações das companhias envolvidas, as quantidades negociadas, os momentos da sessão em que aparecem mais investidores, entre outros –, é possível elaborar gráficos aptos a demonstrar, de forma bastante convincente, a influência da conduta no mercado<sup>644</sup>.

Desse modo, a partir de referenciais de regularidade do valor mobiliário negociado – para citar mais alguns, o histórico do ativo, as informações disponíveis no momento da conduta, os demais fatos relevantes ocorridos no período, a situação do mercado antes e depois da intervenção, a estimativa de evolução do mercado sem a prática das condutas examinadas (juízo de eliminação hipotética), a variação de outros ativos (correlacionados e não correlacionados com aquele examinado) componentes de um mesmo índice etc. –, verifica-se o efeito gerado no mercado pelas condutas concretamente perpetradas. A constatação de que outros dados relevantes no período perquirido se mantiveram constantes (*ceteris paribus*) é um forte indicativo de que os efeitos produzidos no mercado foram efetivamente causados pelas condutas manipuladoras.

Eventualmente, fatos desvinculados das condutas praticadas, mas ocorridos concomitantemente, podem atenuar os seus efeitos. Suponha-se, por exemplo, que os agentes utilizem a estratégia de difundir informações falsas desfavoráveis à companhia, com o intuito de diminuir o valor de suas ações para posterior recompra (*trash and cash*); se, ao mesmo tempo, boas

---

<sup>643</sup> Cf. Capítulo 2.4.1 *supra*.

<sup>644</sup> Cf. um exemplo interessante da utilização desse modelo em MENDES, Paulo de Sousa; MIRANDA, António João. *Op. cit.*, pp. 199-205.



notícias acabarem sendo divulgadas, a estratégia poderá não funcionar e o valor das ações poderá até mesmo subir. De toda forma, a conduta perpetrada possivelmente terá ter gerado efeitos, impedindo a subida mais forte do valor do papel.

Destaca a doutrina, ademais, que, para a prova do delito, é de suma importância<sup>645</sup>

documentar intensivamente a actuação lesiva sobre o mercado, recolhendo designadamente circulares, prospectos, literatura promocional, todos os registos de transacções, gráficos ilustrando a evolução dos preços, volume de transacções em relação ao período relevante em comparação com outros títulos do mesmo sector e recorrer em complemento a estes elementos à prova pericial, para que se possa avaliar se de facto, no período em causa, para o título em causa, ocorreu variação em elemento relevante, designadamente, preço, liquidez, rendibilidade do título, que não teria ocorrido, se excluída da acção a conduta dos arguidos.

Seja como for, mesmo que não se consiga demonstrar a efetiva influência sobre a formação do preço do ativo, deve-se perquirir se seria razoável esperar que aquela conduta produzisse esse efeito. Podem ser levadas em conta, para tanto, situações semelhantes já ocorridas no mercado, com aquele ou outro ativo comparável.

Considerando-se a criação de risco proibido ao bem jurídico como pressuposto necessário para a tipicidade penal, decorrente do princípio da ofensividade, inclusive em relação aos delitos estruturados sob a forma de tipos de perigo abstrato, existem condutas que, embora fraudulentas ou simuladas, serão atípicas, na medida em que não detenham potencial de afetação artificial do processo de formação de preços dos valores mobiliários.

Pense-se na realização de uma operação de transferência dissimulada (*money pass*) de um pequeno montante de recursos, em que os agentes envolvidos pretendem utilizar o mercado de valores mobiliários para fins escusos, como a sonegação tributária ou a lavagem de dinheiro. Se, para realizar essa transferência, os envolvidos se valem, por exemplo, de uma operação dissimulada de compra e venda de ações de grande liquidez, tal operação pode não ter aptidão para afetar o bem jurídico protegido pelo tipo penal do artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976 – embora afete eventualmente a administração da Justiça ou o patrimônio público – já que o meio utilizado é inidôneo para provocar o falso mercado<sup>646</sup>.

---

<sup>645</sup> PINA, Claudia Verdial. Crime de manipulação de mercado: elementos típicos e recolha da prova. *Julgar*. Coimbra: Coimbra Editora, n. 17, mai-ago. 2012. p. 36.

<sup>646</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE, Marcus de Freitas. *Op. cit.* p. 544.

Outro exemplo interessante é fornecido por José Carlos de Souza Santos e Luciana S. R. Horta, envolvendo os contratos com opções flexíveis de Ibovespa celebrados no mercado de balcão e registrados na BM&FBovespa<sup>647</sup>.

Por um lado, o poder dispositivo das partes a respeito do conteúdo das cláusulas destes contratos é relativamente amplo e, por outro, as informações que seriam relevantes a serem consideradas pelos demais agentes do mercado para a precificação dos respectivos contratos de opções não são divulgadas em tempo real<sup>648</sup>.

Diante destas circunstâncias, sustentam os autores, negociações realizadas com opções flexíveis de Ibovespa no mercado de balcão não geram ao mercado informações suficientes para permitir a estimativa da volatilidade implícita – ou seja, a volatilidade esperada que foi utilizada na precificação da opção objeto do contrato – ou de qualquer outro parâmetro relevante para o processo de decisão de compra ou venda de ativos. Assim, o registro destes contratos em bolsa não possuiria aptidão para afetar as negociações de outros ativos no mesmo ou em outros mercados<sup>649</sup>. Se, contudo, uma das partes da negociação, motivado por arbitragem, necessidade de *hedge* ou outra razão qualquer, negocia os ativos subjacentes em mercado diverso, esta outra operação poderá ter impacto no processo de formação de preço destes ativos<sup>650</sup>.

Quando se trata da manipulação através de informações, há um parâmetro objetivo que deve ser utilizado para a verificação da aptidão de lesão ao bem jurídico. Trata-se da regulamentação administrativa delineada pela CVM acerca daquilo que deve ser considerado como “informação relevante”. Assim dispõe o artigo 2º da Instrução CVM nº 358/2002:

Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I – na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

---

<sup>647</sup> *Op. cit.* pp. 149-174.

<sup>648</sup> *Idem, ibidem.* pp. 159-172.

<sup>649</sup> *Idem, ibidem.* p. 172.

<sup>650</sup> Nesta situação, defendem os autores ser “evidente que o impacto neste outro mercado será devido a estas novas operações lá realizadas e não à transação original com Opções Flexíveis de Ibovespa” (*Op. cit.* p. 174). Essa assertiva, porém, não deve ser aceita de forma peremptória. No caso concreto, é necessário examinar as operações em conjunto, a fim de compreender as razões das negociações. O caráter dissimulado de transações realizadas em bolsa pode ser desvendado eventualmente somente com o conhecimento daquilo que foi acertado em caráter sigiloso em negociações privadas.

- II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;
- III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Todos esses fatores que podem ser influenciados pelo conhecimento da informação relevante estão relacionados de alguma maneira com o processo de formação de preços dos ativos negociados no mercado. Se a informação falsa ou distorcida disseminada não for relevante, tampouco terá o condão de colocar em risco o bem jurídico tutelado pelo artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976.

O parágrafo único do mesmo artigo 2º da Instrução CVM nº 358/2002 fornece, em seus vinte e dois incisos, uma lista exemplificativa de fatos potencialmente relevantes, como a mudança de controle da companhia (inciso II), a decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta (inciso VI) ou a descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia (inciso XX).

#### **4.3.2.3. Mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado**

Não há no direito brasileiro propriamente um conceito de *valores mobiliários*. A Lei nº 4.728/1965 utilizou diversas vezes o termo, sem formular um conceito legal. Já a Lei nº 6.385/1976, em seu artigo 2º, apresenta um rol de títulos que devem ser considerados como valores mobiliários, novamente sem elaborar um conceito.

Num momento inicial, a Lei nº 6.385/1976 arrolou como valores mobiliários apenas as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição, bem como os certificados de depósito de valores mobiliários. Além disso, previu que outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas poderiam ser considerados valores mobiliários, a critério do Conselho Monetário Nacional.

Com o advento da Lei nº 10.303/2001 foi alterado o rol de valores mobiliários, tendo restado o artigo 2º da Lei nº 6.385/1976 assim redigido:

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.

A cláusula ampla referente aos contratos de investimento coletivo – prevista no inciso IX do artigo 2º – tem permitido à CVM adequar-se à realidade de mercado, enquadrando no rol de valores mobiliários títulos inicialmente não cogitados, “que venham a surgir no mundo fenomênico graças à infinita criatividade humana”<sup>651</sup>. Dentre estes “novos” valores mobiliários destacam-se as cotas de fundos imobiliários, os certificados de investimento audiovisuais, os certificados representativos de contrato mercantil de compra e venda a termo de energia elétrica, os certificados de recebíveis do agronegócio, as cédulas bancárias emitidas publicamente e nas quais não haja responsabilidade da instituição financeira, as letras financeiras, os certificados de recebíveis imobiliários, os Certificados de Potencial Adicional de Construção (Cepac), e os “condo-hotéis”<sup>652</sup>.

O §1º do artigo 2º exclui expressamente do regime da Lei nº 6.385/1976 os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal (inciso I) e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures (inciso II). Eventuais operações simuladas ou outras manobras fraudulentas realizadas com tais títulos, portanto, não caracterizarão o delito do artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976<sup>653</sup>.

---

<sup>651</sup> NAJJARIAN, Ilene Patrícia Noronha. Das ações de sociedades anônimas como originadoras de outros valores mobiliários. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (coord.). *Sociedades anônimas*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 163.

<sup>652</sup> CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; COPOLA, Marina. Artigo 2º. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à lei do mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 76.

<sup>653</sup> Tais títulos podem, entretanto, consubstanciar objeto dos delitos dos artigos 2º e 7º da Lei nº 7.492/1986, já que os referidos tipos penais aludem a títulos ou valores mobiliários, não se restringindo, portanto, ao conceito mais estrito da Lei nº 6.385/1976.

Note-se, destarte, que a manipulação relacionada a alguns títulos públicos – aqueles que não se enquadram como valores mobiliários – não caracteriza o delito de manipulação de mercado<sup>654</sup>. Essa é uma lacuna de proteção do bem jurídico, pois também os títulos da dívida pública possuem conexão com a capacidade alocativa do mercado – e, outrossim, com a política monetária<sup>655</sup>. Em outras palavras, a manipulação das condições de oferta, demanda ou preço de títulos da dívida pública afeta a eficiência econômica, podendo, por um lado, drenar recursos da atividade produtiva investidos no mercado de capitais e, por outro lado, prejudicar a estratégia governamental a respeito da liquidez da economia<sup>656</sup>.

Seja como for, em respeito ao princípio da legalidade, somente a manipulação de mercados em que sejam negociados valores mobiliários, enquadráveis em algum dos incisos do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976, é que poderá tipificar o delito do artigo 27-C da mesma lei.

Os valores mobiliários são geralmente negociados em ambientes criados e mantidos especialmente para essa finalidade, dentre os quais se destacam as bolsas. A expressão bolsa, contudo, não compreende apenas o local em que os representantes dos investidores dos títulos se encontram para apresentar suas ofertas e fechar as operações, mas também: a) a instituição que administra referido local; b) os sistemas de negociação de determinado ativo; e c) o estado das operações transacionadas neste mercado – quando se afirma, por exemplo, que a bolsa “subiu” ou “caiu”<sup>657</sup>.

---

<sup>654</sup> Títulos públicos e títulos da dívida pública não são expressões sinônimas: estes são espécies daqueles. Confirmase, a propósito, as lições de Marcio Ferro Catapani (*Op. cit.* p. 48): “Os títulos da dívida pública representam uma parcela de um mútuo tomado pelo Estado, com características padronizadas (valor, data de vencimento, forma de pagamento do principal e dos juros, resgate etc.) que permitem e facilitam a sua circulação. Para o seu titular, esses papéis representam o direito de receber os juros e o montante emprestado. No entanto, os entes estatais podem também emitir títulos que representem outros direitos. É o caso, por exemplo, dos Certificados de Potencial Adicional de Construção – CEPACs, que podem ser lançados pelos Municípios e conferem aos seus titulares o direito de construir área que supere os padrões estabelecidos pela legislação de uso e ocupação do solo”.

<sup>655</sup> Em outros países os títulos da dívida pública são considerados valores mobiliários – em Portugal, por exemplo, cf. PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *O novo...*, cit. p. 18. A exclusão dos títulos da dívida pública do regime da Lei nº 6.385/1976 somente se justifica pela existência de um regimento próprio para o controle da emissão e da negociação desses títulos, “pois se pressupõe a boa-fé do Estado quando de sua emissão, existe um controle de legalidade e um procedimento administrativo prévios à emissão e há transparência adequada das contas públicas, de modo a permitir que os agentes econômicos formem sua decisão de investimento com base em parâmetros suficientes” (CATAPANI, Marcio Ferro. *Op. cit.* p. 150).

<sup>656</sup> Acerca da utilização de títulos públicos para regular a liquidez da economia, explicam Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques: “Ao emitir títulos da dívida pública, colocando-os no mercado, sem necessidade de intermediação financeira, as autoridades monetárias atuam sobre o nível de liquidez da economia: quando pretendem reduzi-lo, vendem os títulos, diminuindo a quantidade de moeda em circulação; quando pretendem expandir a liquidez, recompram os títulos, fazendo com que o dinheiro retorne à economia” (*Op. cit.* p. 7).

<sup>657</sup> YAZBEK, Otavio. *Op. cit.* p. 131.

Na expressão *bolsas de valores*, portanto, assim como em *bolsas de mercadorias e futuros*, estão compreendidos os locais e sistemas especializados na negociação de valores mobiliários, assim como as entidades privadas que administram esses espaços e mecanismos. Há, em regra, um tratamento genérico das estruturas bursáteis, englobando as bolsas de valores – em que são negociados valores mobiliários tradicionais, especialmente ações – e as bolsas de mercadorias e futuros – onde se negociam *commodities* e, atualmente, especialmente instrumentos derivativos.

As bolsas de valores estão regulamentadas pela Instrução CVM nº 461/2007. Este ato normativo, na verdade, disciplina, de modo amplo, o que denomina de “mercados regulamentados de valores mobiliários”, os quais compreendem os mercados organizados de bolsa e balcão e o mercados de balcão não-organizados (art. 2º).

Portanto, no conceito mais geral de mercados regulamentados estão incluídos os *mercados organizados* e os *mercados não-organizados*.

Mercado organizado de valores mobiliários é definido como “o espaço físico ou o sistema eletrônico, destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas autorizadas a operar, que atuam por conta própria ou de terceiros” (art. 3º, *caput*), abrangendo as bolsas de valores, de mercadorias e de futuros, assim como os mercados de balcão organizado (art. 3º, §1º).

A única bolsa de valores, de mercadorias e futuros atualmente em funcionamento no Brasil é a BM&FBovespa. Já os principais mercados organizados de balcão são a Sociedade Operadora do Mercado de Ativos (Soma), que administra um sistema de negociação de diversos valores mobiliários de renda variável e inclusive quotas de fundos de investimento; a BovespaFix, onde são negociados títulos de dívida corporativa; o Sisbex, que opera com títulos públicos de renda fixa, contratos de câmbio, títulos privados, contratos de energia e derivados; e a Cetip S.A. – Mercados Organizados, que oferece serviços de registro, central depositária, negociação e liquidação de ativos e títulos.

Os mercados não-organizados, por sua vez, são definidos pela negativa: são neles realizadas as negociações de valores mobiliários nas quais intervenha, como intermediário ou como parte, integrante do sistema de distribuição, quando as operações não sejam realizadas ou registradas em mercado organizado (art. 4º). Esses mercados não tem seus negócios supervisionados por uma entidade reguladora, ou seja, não contam com um sistema de negociação ou um recinto que centralize todas as operações, e não podem ser neles negociados títulos listados em bolsa ou no

mercado de balcão organizado. São praticamente negociações privadas, mas com estas não se confundem pela participação do intermediário financeiro<sup>658</sup>. É a mera participação dos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários que transforma as operações em “públicas”<sup>659</sup>.

Diante dessas características do mercado de balcão não organizado, conforme já defendido anteriormente, a incidência da regra penal em relação a condutas voltadas apenas a esses mercados mostra-se inadequada para a proteção do bem jurídico<sup>660</sup>.

Já as distinções entre mercado de bolsa e mercado de balcão organizado tem ficado cada vez mais obscurecidas, notadamente diante do avanço de plataformas eletrônicas de negociação que vem aproximando os mercados<sup>661</sup>.

De toda forma, o artigo 5º da Instrução CVM nº 461/2007 prevê algumas diferenças entre esses mercados. Somente no mercado de balcão organizado – e não em bolsas – admite-se a existência de sistema ou ambiente para o registro de operações realizadas previamente, a atuação direta no mercado, sem a intervenção de intermediário, e a possibilidade de diferimento da divulgação de informações sobre as operações realizadas (art. 5º, incisos I, III e IV, e p. ún.).

Por outro lado, há regras diferentes na bolsa de valores e no mercado de balcão organizado em relação à formação de preços, ao volume operado em seus ambientes e sistemas e ao público investidor visado pelo mercado.

A parcial diversidade regulatória dos procedimentos relacionados ao processo de formação de preços nos mercados de bolsa e de balcão ainda se mantém, até porque “as bolsas de valores sempre tiveram como critério identificador distintivo a formação competitiva de preços”<sup>662</sup>. Sobre os sistemas a serem utilizados para o processo de formação de preços nas bolsas assim dispõe o artigo 73 da Instrução CVM nº 461/2007:

Art. 73. O ambiente ou sistema de negociação da bolsa deve possuir características, procedimentos e regras de negociação, previamente estabelecidos e divulgados, que permitam, permanentemente:

<sup>658</sup> BALTAZAR JR., José Paulo. *Crimes...*, cit. p. 317; EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.* p. 11.

<sup>659</sup> DUTRA, Marcos Galileu Lorena. *Op. cit.* p. 25. Assim, pode-se dizer, em suma, que o “mercado de balcão se subdivide em balcão organizado, que é um pregão eletrônico, e balcão simplesmente, que não se confunde com transações privadas” (NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. *Securitização de recebíveis mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 68). Para maior aprofundamento da diferenciação, que não é de todo clara, confirmam-se os artigos 3º, 4º e 5º da Instrução CVM nº 461/2007 e os comentários de YAZBEK, Otávio. *Op. cit.* pp. 130-145.

<sup>660</sup> Cf. Capítulo 3.2.1.1 *supra*.

<sup>661</sup> SANTOS, Aline de Menezes. Artigo 1º. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à lei do mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. pp. 34-35.

<sup>662</sup> *Idem, ibidem*. p. 35.

- I – a regular, adequada e eficiente formação de preços;
- II – a pronta realização, visibilidade e registro das operações realizadas; e
- III – a disseminação pública das ofertas e negócios envolvendo ativos ali negociados, com rapidez, amplitude e detalhes suficientes à boa informação do mercado e formação de preços.

Parágrafo único. Quando se tratar de sistema de negociação centralizado e multilateral, a formação de preços deve se dar por meio da interação de ofertas, em que seja dada precedência sempre à oferta que represente o melhor preço, respeitada a ordem cronológica de entrada das ofertas no sistema ou ambiente de negociação, ressalvados os casos de procedimentos especiais de negociação previstos em regulamento.

Das regras citadas se percebe a forte proteção ao mecanismo de formação de preços na bolsa de valores: as operações devem ser efetivadas na própria bolsa (não podem ser nela meramente registradas posteriormente); as operações devem, também, contar com a participação de intermediários, representando os comitentes; as informações respectivas devem ser divulgadas em tempo real; as ofertas de compra e venda devem ser submetidas a todos os participantes do mercado, respeitado o melhor preço e a ordem cronológica da oferta. Além disso, devem ser previstos procedimentos operacionais de segurança para quando variações de preços e quantidades ofertadas exacerbadas forem alcançadas, respeitadas as condições mínimas que forem estabelecidas pela CVM em regulamentação específica (art. 74, IV, da Instrução nº 461/2007).

Apesar disso, também no mercado de balcão organizado os ambientes ou sistemas de negociação deverão possuir características, procedimentos e regras de negociação, previamente estabelecidos e divulgados, que permitam, permanentemente, a regular, adequada e eficiente formação de preços, assim como a pronta realização e registro das operações realizadas (art. 94 da Instrução nº 461/2007).

Daí que se assevere que, embora seja uma característica mais própria das bolsas, mesmo nos mercados de balcão organizado a formação regular e eficiente de preços é considerada importante: “se, nos mercados de bolsa o que se busca é a própria formação de um ‘preço de mercado’, já nos mercados de balcão se busca muito mais evitar distorções e irregularidades”<sup>663</sup>.

Mais ainda, se o mercado de balcão adotar, como é possível, um sistema de negociação centralizado e multilateral, a formação de preços se dará do mesmo modo que se passa num

---

<sup>663</sup> YAZBEK, Otavio. *Op. cit.* p. 135.



ambiente bursátil: será dada precedência sempre à oferta que represente o melhor preço, respeitada a ordem cronológica de entrada das ofertas no sistema ou ambiente de negociação, ressalvados os casos de procedimentos especiais de negociação previstos em regulamento (art. 95 da Instrução nº 461/2007)<sup>664</sup>.

Em resumo, é possível afirmar que “no que toca à formação de preços nos dois mercados não há diferenças muito significativas, sem falar que ambos devem obedecer à necessidade de regular, adequada e eficiente formação de preços, e à pronta realização, visibilidade e registro das informações”<sup>665</sup>.

A distinção entre os mercados pode se tornar nebulosa a ponto de levar a CVM a determinar, em razão das características concretas do mercado, a transformação do mercado de balcão organizado em bolsa (art. 6º da Instrução nº 461/2007).

Essas observações são importantes para ressaltar que a capacidade alocativa do mercado também pode ser afetada no âmbito de mercados de balcão organizado, destacadamente, mas não só, naqueles que possuem sistemas de formação de preços semelhantes aos praticados em bolsas de valores.

Portanto, não se pode descartar – não apenas em razão da expressa previsão legal, mas também à vista da potencial afetação ao bem jurídico – que as condutas manipuladoras sejam dirigidas a valores mobiliários negociados no mercado de balcão. Recorde-se, ademais, da possibilidade de manipulação intermercados: não é infrequente, por exemplo, que alguém manipule os preços no mercado à vista, com o intuito de alterar o preço de fechamento em determinada data, a fim de acionar uma barreira em um contrato de opção de balcão, prejudicando sua contraparte.

Há quem sustente que a manipulação pode ser referir apenas ao mercado secundário de valores mobiliários, seja porque o tipo penal não teria mencionado o mercado primário, seja porque “não há, por definição, cotação dos valores mobiliários, uma vez que eles são estabelecidos por preço determinado, com base nos critérios estabelecidos em lei”<sup>666</sup>.

Não obstante, o tipo penal, ao mencionar os “mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado”,

---

<sup>664</sup> Conforme expõe Aline de Menezes Santos, não apenas não há impedimento de que o mercado de balcão adote o sistema centralizado e multilateral de negociação, “como inclusive contaria o balcão organizado que dessa forma se estruturasse com descontos regulatórios voltados a estimular a concorrência entre ambientes” (*Op. cit.* p. 35).

<sup>665</sup> DUTRA, Marcos Galileu Lorena. *Op. cit.* p. 27.

<sup>666</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.* p. 541

não restringe as práticas típicas àquelas que possam atingir o mercado secundário. Ademais, não protege o tipo penal apenas a cotação de valores mobiliários, mas, em maior medida, a capacidade funcional alocativa do mercado, que se vê atingida, também, no caso de manipulação dos preços de uma oferta pública de distribuição de ações.

Não é de se descartar, portanto, que o delito seja praticado em detrimento do mercado primário – embora as situações reais em que isso pode acontecer sejam muito mais reduzidas do que as ocorridas no mercado secundário.

Pense-se numa oferta pública de valores mobiliários. A fixação do preço de emissão depende de uma complexa análise técnica, que leva em conta vários fatores, dentre os quais se destacam a situação econômico-financeira e o posicionamento de mercado da companhia emissora. Caso sejam apresentadas falsas projeções de mercado para a companhia – a imediata possibilidade de exploração de um novo ramo de atividade que ainda depende de estudos de viabilidade técnica, por exemplo –, com a finalidade de justificar a fixação do preço de emissão das ações (mercado primário) em patamar artificialmente mais elevado, a manipulação poderá restar caracterizada<sup>667</sup>.

A fraude pode ser perpetrada por pessoas ligadas à companhia emissora com ou sem o conhecimento dos intermediários financeiros (*underwriters*) – cuja participação na subscrição pública é obrigatória<sup>668</sup>. Também a atuação dos *underwriters* está inserida no processo de alocação eficiente dos recursos econômicos, cuja afetação, ainda que no mercado primário, pode acarretar a consumação do delito<sup>669</sup>.

---

<sup>667</sup> “Sob o ponto de vista regulatório, deve-se ter em vista que é natural que o investidor considere o emissor presumivelmente bem capacitado a realizar projeções, tornando-as aparentemente fontes confiáveis para a formulação de juízo de valor acerca do empreendimento. Há, com isso, considerável espaço para abusos por parte de emissores, já que estes normalmente tem um interesse diverso – e potencialmente divergente daquele dos investidores – consistente na valorização do curso dos valores mobiliários”. BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Artigos 19 e 20. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à lei do mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 400.

<sup>668</sup> Lei das S.A. Art. 82. A constituição de companhia por subscrição pública depende do prévio registro da emissão na Comissão de Valores Mobiliários, e a subscrição somente poderá ser efetuada com a intermediação de instituição financeira. De acordo com o artigo 49 da Instrução CVM nº 400/2003 – que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário – “a emissora, o ofertante e as Instituições Intermediárias deverão assegurar a precisão e conformidade de toda e qualquer informação fornecida a quaisquer investidores, seja qual for o meio utilizado, com as informações contidas no Prospecto”.

<sup>669</sup> O exemplo dado visa a demonstrar a possibilidade, em tese, de enquadramento de uma conduta voltada a manipular o mercado primário no tipo penal examinado. Não obstante, se a informação falsa ou incompleta do exemplo se referisse a “operação ou situação financeira” da companhia, certamente haveria controvérsia quanto à caracterização de conflito aparente entre as figuras típicas dos artigos 27-C da Lei nº 6.385/1976 e 6º da 7.492/1986 (“Induzir ou manter em erro, sócio, investidor ou repartição pública competente, relativamente a operação ou situação financeira, sonegando-lhe informação ou prestando-a falsamente”). O Tribunal Regional Federal da 2ª Região teve oportunidade de examinar um caso em que uma companhia, ao decidir aumentar seu capital social através de subscrição pública de ações, celebrou contrato de subscrição (*underwriting*) com um grupo de instituições financeiras, em parte sob “garantia

Finalmente, é importante destacar que o tipo penal não exige que a conduta ocorra efetivamente no âmbito de um desses locais de negociação – mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado –, mas apenas que ela seja voltada a produzir efeitos sobre eles. Esse ponto é relevante, pois é possível que nenhuma negociação ocorra no mercado e, ainda assim, caracterize-se a sua manipulação.

Pense-se num caso em que exista uma divulgação de informação falsa, com o objetivo de interferir no preço de fechamento de uma ação listada na BM&FBovespa, pois este preço foi tomado como referencial de um contrato; nessa hipótese, não houve nenhuma conduta realizada na bolsa de valores, mas, ainda assim, perfectibiliza-se o tipo penal, pois houve o intuito de interferir sobre o seu funcionamento.

Na União Europeia, o artigo 1º(5) da Diretiva 2014/57/EU trata expressamente desse ponto, prevendo que as legislações nacionais devem repreender as condutas abusivas relacionadas aos instrumentos financeiros, independentemente de ter a conduta ocorrido ou não numa plataforma de negociação<sup>670</sup>.

### 4.3.3. Tipologias de manipulação

Como defendido no Capítulo 3.2.3, referente à compatibilidade da previsão legal da manipulação do mercado com o princípio da legalidade, este se vê progressivamente mais respeitado com a catalogação das condutas mais usuais de manipulação (tipologias) identificadas no mercado.

O conhecimento de tipologias de manipulação, a partir especialmente da experiência dos EUA – onde o mercado de capitais mais se desenvolveu e, com ele, as formas mais criativas e complexas de manipulação –, é instrumento útil para se compreender quais são as práticas mais

---

firme” das intermediárias e o restante sob a modalidade “melhores esforços”. Não obstante, a controladora da companhia se comprometeu diretamente com alguns dos intermediários financeiros a subscrever as ações garantidas, o que foi considerado um desvio quanto às circunstâncias normais que ensejam um contrato de *underwriting* pela modalidade “garantia firme”. A aplicabilidade ao caso do artigo 27-C, defendida pela defesa dos réus, foi afastada com fundamento no princípio da especialidade. Cf. TRF2, ACR 199351010361847, Segunda Turma Especializada. Rel. Des. Fed. André Fontes, j. 16.05.2006, DJ 15.08.2006.

<sup>670</sup> “5. A presente diretiva aplica-se a qualquer operação, ordem ou conduta relativas a instrumentos financeiros referidos nos n.os 2 e 4, independentemente de essa operação, ordem ou conduta ocorrerem numa plataforma de negociação”.

comuns de agentes maliciosos, quais são as falhas de regulação que facilitam essas práticas e como os demais participantes do mercado são prejudicados. A adequada percepção das variadas tipologias auxilia o intérprete, ademais, no reconhecimento das condutas mais gravosas contra o funcionamento regular do mercado.

A título ilustrativo, podem ser citadas algumas das tipologias mais frequentes e já catalogadas na doutrina e, especialmente, na prática do mercado.

A forma mais tradicional de manipulação é a realização de transações fictícias (*wash trades*). Não há verdadeira alteração do beneficiário econômico do instrumento financeiro transacionado, pois o manipulador se encontra, direta ou indiretamente, nas duas pontas da transação<sup>671</sup>. Por se tratar de operação simulada, é facilmente enquadrada no tipo penal.

Esse tipo de manipulação pode ser realizado mesmo por pessoas sem grande poder de mercado e, em regra, ocorre em mercados pouco líquidos. O operador, em verdade, não se encontra em verdadeiro risco de mercado e a operação tem apenas a finalidade de dar aparência de liquidez ou elevar ou diminuir artificialmente o valor de um ativo.

Essas operações podem ser realizadas para a consecução de objetivos diversos. Por exemplo, podem ser direcionadas para que o ativo venha a atingir um determinado preço de fechamento do mercado (*mark the close* ou *bang the close*). A alteração do preço de fechamento, por sua vez, pode ser almejada, v. g., porque esse preço em certa data foi tomado como valor de referência em um determinado contrato ou pode ter a finalidade de reduzir a margem mínima de manutenção (*margin requirements*) exigida em determinada operação<sup>672</sup>. Também pode ser realizada para lograr outros investidores, que vem a negociar com os preços alterados artificialmente<sup>673</sup>.

Igualmente antiga é a utilização do acasalamento de ordens (*matched orders*) emitidas por pessoas interligadas. Ocorre a introdução concomitante – ou temporalmente próxima – de ordens de compra e de venda com o mesmo preço e quantidade, por pessoas agindo concertadamente, para que a execução das operações seja exitosa.

Num dos únicos casos penais desse tipo de conduta examinados pela Justiça brasileira, os acusados adquiriram grande quantidade de ações de baixa liquidez no mercado, através de carteiras

---

<sup>671</sup> MOORE, James Wm; WISEMAN, Frank M. Market manipulation and the Exchange Act. *The University of Chicago Law Review*. Vol. 2, nº. 1 (dec.- 1934). p. 50.

<sup>672</sup> MARKHAM, Jerry W. *Op. cit.* p. 8.

<sup>673</sup> Embora, como exposto no Capítulo 2.4.2, não seja tarefa fácil a de lucrar com a manipulação no mercado aberto.

coordenadas por pessoas interligadas. Em seguida, realizaram operações de compra e venda de parcela pequena das ações recém-adquiridas de forma simulada, com o intuito de elevar a sua cotação e, finalmente, revenderam a maior parcela das ações, em geral para fundos de pensões, com preços artificialmente aumentados, em operações de curtíssimo prazo (*day trade*).

O caso ocorreu antes do advento da Lei nº 10.303/2001 e os responsáveis foram denunciados pela prática de gestão fraudulenta (Lei nº 7.492/1986, art. 4º, p. ún.). O Tribunal Regional Federal da 4ª Região decidiu que, como as práticas imputadas não se inseriam no âmbito da gerência interna do empreendimento, mas sim na esfera de atuação dos seus diretores no mercado de valores, não haveria que se falar em gestão fraudulenta<sup>674</sup>.

As condutas, por outro lado, foram consideradas como enquadráveis no artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976; este dispositivo, porém, não podia ser aplicado ao caso concreto, dado o princípio da irretroatividade da lei penal mais grave (CF, art. 5º, XL), pois a Lei nº 10.303/2001 ainda não vigia ao tempo dos fatos. O entendimento foi confirmado pelo Superior Tribunal de Justiça<sup>675</sup>.

Vê-se, pois, que, conquanto em *obiter dictum*, o Superior Tribunal de Justiça já reconheceu a adequação ao tipo do artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976 de uma das condutas identificadas como mais comuns na literatura sobre manipulação de mercado.

Em termos genéricos também se refere a essas operações simuladas – como *wash trades* e *matched orders* – como estratégias de “pintar a fita” (*painting the tape*). A expressão vem do tempo que as negociações feitas dentro do ambiente de bolsa eram informadas para os investidores de fora através de impressoras telegráficas automáticas. Essas impressoras – chamadas de *tickers*, em razão do som da impressão – produziam longas tiras de papel (*ticker tapes*). Pintar a fita era a maneira de referir às alterações provocadas pelos manipuladores nessas fitas, em razão da atividade artificial que realizavam<sup>676</sup>.

Muito comuns são as chamadas operações “esquenta/esfria” (*wash sales*), utilizadas para repasse de dinheiro (*money pass*). Normalmente desenvolvidas no mercado de opções, nessas operações são escolhidos ativos pouco atrativos para o mercado, para serem negociadas apenas pelos envolvidos no esquema, com objetivos variados, como fraude tributária – com a criação de prejuízo para uma das partes, para diminuir a tributação sobre o lucro –, fraude societária – v.g.,

---

<sup>674</sup> TRF4, HC 2004.04.01.021706-4, Oitava Turma, Relator Élcio Pinheiro de Castro, DJ 01.09.2004.

<sup>675</sup> REsp 717.447/RS, Rel. Min. Nefi Cordeiro, Sexta Turma, j. 03.02.2015, DJe 13.02.2015.

<sup>676</sup> HARRYS, Larry. *Op. cit.* p. 259.

através do desvio de valores do patrimônio da empresa – ou lavagem de dinheiro – pela criação de aparência de licitude da origem dos valores “ganhos” no mercado de capitais.

Já uma estratégia moderna e mais sofisticada de manipulação de mercado se verifica no chamado *spoofing*. Nesse caso, são introduzidas milhares (ou mesmo milhões) de ordens de compra ou venda do ativo, sem que exista a verdadeira intenção de executá-las, mas apenas para simular a existência de oferta ou demanda por aquele ativo. As ordens são introduzidas, especialmente em sistemas de negociação eletrônicos, a um preço mais alto ou mais baixo do que a oferta de venda ou de compra anterior, e canceladas antes que possam ser atingidas. Recentemente foi proferida nos EUA a primeira condenação criminal de um operador de negociação de alta frequência (HFT) pela prática de *spoofing*<sup>677</sup>.

Outra forma de manipulação se dá logo na sequência de oferta pública de subscrição. Uma vez iniciada a negociação pública das ações, ocorre o ajuste entre pessoas que adquiriram os títulos, combinando a aquisição de uma quantidade maior dos ativos, de forma a elevar o seu preço de modo artificial, gerando interesse dos restantes investidores, com venda subsequente.

Também é modalidade de manipulação de mercado a sustentação artificial do preço (*creation of a floor in the price pattern*). Normalmente levada a cabo por emitentes ou por entidades que os controlam, consiste essa tática na realização de transações ou emissão de ordens de forma a impedir que o preço desça abaixo de um determinado nível.

Esse tipo de manipulação foi examinado num caso (não penal) paradigmático nos EUA (*Markowski v. SEC*). Michael Markovski era o CEO e acionista majoritário da Global America Inc., que foi responsável pelo *underwriting* da oferta pública inicial de ações da Mountaintop Corporation, uma companhia produtora de vodca<sup>678</sup>. Segundo a SEC, Markovski manteve elevada a cotação das ações da companhia desde a oferta pública inicial, ocorrida em junho de 1990, até janeiro de 1991, mantendo altas ofertas pelas ações e absorvendo os valores mobiliários pelos quais o mercado não demonstrou interesse.

Markovski foi punido pelo órgão que então atuava como autorregulador, a *National Association of Securities Dealer* (NASD), por, entre outras acusações, ter manipulado as ações da Mountaintop, em ofensa à regra 10b-5 da SEC. A SEC manteve a punição e Markovski recorreu ao Poder Judiciário.

---

<sup>677</sup> *US v. Coscia*, US District Court for the Northern District of Illinois, Case n° 14 CR 551.

<sup>678</sup> *Markowski v. SEC*, 274 F.3d 525 (D.C. Cir. 2001).

Diferenciando as regras das demais Subseções da Seção 9 do *Securities Exchange Act* de 1934 – que proíbem a manipulação através de negociações fictícias e fraudulentas, como *wash trades*, *matched orders* e declarações falsas –, a Corte Federal procurou compatibilizar a Subseção 9(a)(2) com a proibição da Seção 10(b). Firmou o entendimento de que, mesmo que as transações sejam “reais”, isto é, que não se trate de transações realizadas entre partes relacionadas, é legítima a interpretação da SEC de definir condutas manipuladoras de condutas lícitas unicamente a partir do intento do agente.

Assim, no caso concreto, considerou que o intuito de Markovski era, ao impedir a queda de valor das ações da Mountaintop, manter o interesse dos consumidores na própria Global e a confiança dos investidores nos outros valores mobiliários negociados. Desse modo, não se levou em conta o fato de que a Global perdeu US\$ 1,4 milhão nessas operações, já que o objetivo maior lhe traria resultados positivos. Ademais, consignou-se que “apenas porque o manipulador perde dinheiro não significa que ele não estava tentando”<sup>679</sup>.

Outras técnicas de manipulação de mercado são aquelas enquadradas como formas de abuso de poder de mercado. Comuns nos mercados de mercadorias e futuros, o manipulador assegura uma posição de controle sobre a oferta de um ativo ou derivativo e se vale dessa posição para explorar os investidores que tem necessidade do ativo para fechar suas posições descobertas, seja adquirindo praticamente o monopólio do ativo, de modo que pode impor seu preço aos vendedores a descoberto, que terão que adquirir o ativo para cobrir suas posições, restando encurralados (*corner*), seja pela aquisição, diante da baixa oferta de um ativo, de mais contratos futuros, forçando o preço ainda para cima pela diminuição da oferta do ativo e obrigando os vendedores a descoberto a pagarem o preço mais alto estabelecido (*squeeze*).

Outra modalidade de manipulação é o chamado controle do *spread* (*excessive bid-ask spreads*), caracterizado quando intermediários financeiros, atuando concertadamente e aproveitando o seu poder de mercado, designadamente pela ausência de concorrentes, introduzem ordens com o objetivo de alterar o *spread* ou mantê-lo a um nível artificial.

Também comum é a manipulação intermercados, em que se verifica a realização de transações sobre um título num mercado de forma a influenciar o seu preço, ou o de outro título com ele relacionado, noutra mercado – o que pode ser realizado, principalmente, através de uma estratégia de *marking the close*.

---

<sup>679</sup> *Markowski v. SEC*, 274 F.3d 525, 529 (D.C. Cir. 2001).

Essa forma de atuação se insere no conceito mais amplo de manipulação indireta, que pode ser perpetrada, inclusive, pela atuação fora do mercado para produzir efeitos neste. Conforme explica Alexandre Brandão da Veiga, “pode-se manipular a bolsa sem praticar qualquer acto nela. Basta por exemplo adquirir fora da bolsa uma grande quantidade de valores para ‘secar’ a oferta bolsista e assim fazer subir os preços. De igual modo se pode manipular uma oferta pública apenas actuando no mercado secundário”<sup>680</sup>.

A manipulação através de informações se dá pela disseminação de informação falsa ou enganosa através da mídia, incluindo internet, ou por qualquer outro meio de divulgação com a intenção de produzir uma alteração no preço de um título. A utilização de sites especializados na discussão sobre valores mobiliários para a disseminação de informações falsas é conhecida como criação de uma “sala de caldeira” (*boiler room*)<sup>681</sup>.

A compra seguida de disseminação de informação falsa e de posterior venda é conhecida como *pump and dump*. Neste caso, adquire-se uma quantidade substancial de um ativo, difunde-se uma informação enganosa de natureza positiva acerca do instrumento financeiro em causa, com o objetivo de produzir um aumento do seu preço em mercado e o interesse dos demais investidores, para, por fim, alienar os papéis pelo preço mais alto.

Numa das únicas ações penais relacionadas ao delito de manipulação do mercado no Brasil, identificou-se a prática de *pump and dump* não apenas pela disseminação de informações favoráveis no mercado, mas também pela sonegação de informações relevantes sobre a companhia cujas ações foram manipuladas<sup>682</sup>.

Prática oposta ao *pump and dump* é conhecida como *trash and cash*. Consiste na assunção de uma posição curta num ativo e posterior disseminação de informação enganosa negativa com o intuito de fazer baixar o seu preço, momento em que a posição é fechada, ganhando-se na diferença entre o preço de venda e o posterior preço de compra.

No *scalping*, após adquirir determinado valor mobiliário, um consultor de investimentos – ou outra pessoa com especial influência sobre o mercado – recomenda a seus clientes que também o façam. Quando estes começam a adquirir o papel, o agente introduz ordens de venda dos seus

---

<sup>680</sup> *Op. cit.* p. 106.

<sup>681</sup> BANDEIRA, Gonçalo S. de Melo. *Abuso de mercado e responsabilidade penal das pessoas (não) colectivas: contributo para a compreensão dos bens jurídicos colectivos e dos “tipos cumulativos” na mundialização*. Curitiba: Juruá, 2011. p. 559.

<sup>682</sup> Trata-se da Ação Penal nº 506709618.2012.4.04.7100/RS, que tramitou perante a Sétima Vara Federal Criminal de Porto Alegre.



ativos<sup>683</sup>. Trata-se, em outras palavras, de “uma espécie de conselho de investimento com segundas intenções”<sup>684</sup>.

Em *SEC v. Park*, examinou-se a conduta de Yun Soo Oh Park, conhecido como Tokyo Joe, que mantinha um sítio eletrônico para a transmissão de informações sobre ações, cobrando uma mensalidade pelo envio dessas “dicas”<sup>685</sup>. Entre outras condutas apontadas pela SEC, o agente adquiria ações de uma companhia e, depois, recomendava a seus seguidores – sem lhes revelar que possuía a ação – que também a adquirissem para, uma vez atingido determinado valor, vendê-las<sup>686</sup>.

Outra forma bastante mencionada de manipulação de mercado é o *front running*, em que o intermediário, após receber uma ordem do cliente, antes de executá-la, registra outra ordem, em seu nome ou no de um “laranja”, executando-a em primeiro lugar, obtendo, com isso, vantagem em detrimento do cliente.

Do mesmo modo que defendido em relação às práticas aceitas de mercado, regulamentação da CVM sobre as tipologias mais frequentes de manipulação conferiria maior segurança aos operadores, delimitando o risco juridicamente permitido das operações.

De qualquer sorte, a despeito da relevância de se conhecer e desenvolver essas tipologias, não se pode fazer uma associação direta e automática entre o enquadramento em alguma delas e a incidência do tipo penal. Este é construído a partir de seus elementos típicos próprios que devem ser, sempre, demonstrados em cada caso concreto. Consoante sustentado adiante, algumas das tipologias de manipulação de mercado comumente apontadas, dentre as quais o *scalping* e o *front running*, posto que caracterizem infrações administrativas, em regra não configuram o crime do artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976<sup>687</sup>.

---

<sup>683</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *O novo...*, cit. 127.

<sup>684</sup> BANDEIRA, Gonçalo S. de Melo. *Op. cit.* p. 562.

<sup>685</sup> *SEC v. Park*, F.Supp.2d 889 (N.D.Ill. 2000).

<sup>686</sup> *SEC v. Park*, F.Supp.2d 889, 901 (N.D.Ill. 2000).

<sup>687</sup> Cf. Capítulo 4.5.1 *infra*.

## 4.4. ELEMENTOS SUBJETIVOS DO TIPO

### 4.4.1. Dolo

Por ausência de previsão legal de forma culposa (CP, art. 18, p. ún.), o delito de manipulação do mercado somente é punível se praticado com dolo. De acordo com a maioria da doutrina brasileira, o dolo é formado por um elemento intelectual (conhecimento) e um elemento volitivo (vontade)<sup>688</sup>.

O elemento intelectual diz respeito ao conhecimento da realidade em que inserido o agente no momento da realização da sua conduta. Já o elemento volitivo seria, grosso modo, uma tomada de posição diante desse conhecimento da realidade em favor do acontecimento típico, seja querendo-o diretamente (“dolo direto”), seja aceitando sua possível ocorrência (“dolo eventual”).

Nesta tese defende-se – embora sem que seja possível fundamentar devidamente esse entendimento – que ao dolo basta o conhecimento, sendo irrelevante a vontade no sentido psicológico. Isto é, basta que o agente represente perfeitamente a realidade que o cerca e, tendo domínio da realização do fato, decida efetivamente praticar a conduta descrita na lei, independentemente de se perquirir se queria atingir o resultado ou se aceitava sua ocorrência.

Quando o artigo 18, I, do Código Penal descreve como doloso o crime no qual “o agente quis o resultado ou assumiu o risco de produzi-lo”, essa expressão deve ser entendida, portanto, no sentido de que o agente “entendia que sua conduta poderia, diante das circunstâncias concretas, acarretar no resultado”. Não há porque interpretar o significado de “assumir o risco” como “concordar a possível ocorrência do resultado”, como sói fazer a doutrina quando examina o dolo eventual. Assumir o risco significa apenas reconhecer que o resultado pode ser produzido; na síntese de Luís Greco, “dolo é conhecimento de que a ocorrência do resultado é algo provável”<sup>689</sup>.

<sup>688</sup> Nesse sentido, por exemplo, BUSATO, Paulo César. *Op. cit.* p. 412.

<sup>689</sup> Dolo sem vontade? In: DIAS, Augusto Silva (coord.). *Liber Amicorum de José de Souza e Brito*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 902. O autor dá um exemplo irrefutável de que o dolo não exige (não pode exigir, sob pena de produzir consequências absurdas) vontade no sentido psicológico. O exemplo é longo, mas vale a leitura: “Imagine-se a seguinte situação. A vítima, até pouco tempo namorada do autor, o abandonou, o que aos olhos dele é simplesmente inaceitável. Ela merece pelo menos um belo susto. O autor a agarra num estrangulamento até que ela perca a consciência. Nesse momento, ele pensa em soltá-la, mas como não está seguro de que ela não acordará de imediato, aguarda mais alguns minutos. Se ela não acordar nunca mais, paciência, ‘ela deveria ter pensado melhor antes de me deixar’, pensa o autor. A vítima falece. Neste primeiro caso, não há dúvida quanto à existência do dolo. A doutrina dominante falaria aqui em dolo eventual, porque o autor assumiu o risco de produção do resultado, o levou a sério, o aceitou, nele consentiu etc. Digamos que esse autor tivesse outro plano. A seu ver, deixar a namorada inconsciente não chega a assustar de verdade. Um estupro é o que ela merece. Mas para estuprá-la, ele tem de transportá-la de carro a

Pois bem. O conhecimento exigido pelo dolo engloba não apenas os elementos descritivos, mas também os elementos normativos do tipo.

A manipulação de mercado, como visto, é permeada de elementos normativos, de modo que é preciso que o agente tenha conhecimento da caracterização desses elementos para que aja dolosamente. É dizer que não basta conhecer os fatos “puros”, mas que deve haver, já na consciência do agente, a representação dos fatos valorados juridicamente.

Delicada, porém, é a questão de se saber qual o grau e as características do conhecimento exigido em relação aos elementos normativos para a caracterização do dolo.

Inicialmente, diga-se que não se exige que o agente promova uma acertada qualificação jurídica dos fatos. Tratar-se-ia, nesse caso, de mero erro de subsunção, irrelevante para o dolo. O que se exige é que o conhecimento do agente, isso sim, compreenda “uma apreensão do sentido ou significado correspondente, no essencial e segundo o nível próprio das representações do agente, ao resultado daquela subsunção ou, mais exatamente, da valoração respectiva”<sup>690</sup>.

Assim, não apenas deve o agente saber que realiza uma operação ou executa uma manobra, mas tem de estar ciente de que tal operação tem caráter simulado ou a manobra natureza fraudulenta. Tem, também, de ter conhecimento de que tais condutas podem produzir efeitos sobre valores mobiliários, negociados em bolsas ou mercado de balcão.

Mas o conhecimento do caráter simulado ou fraudulento da conduta deve ser bem delimitado, a fim de se distinguir o erro de tipo do erro de proibição. O que interessa, para o dolo, é verificar se o agente conhece as circunstâncias fáticas que envolvem sua conduta – e não se ele próprio as considera simuladas ou fraudulentas<sup>691</sup>. A consideração de que a conduta é lícita, por parte do autor, é relevante, apenas, para a verificação de eventual erro de proibição<sup>692</sup>.

---

um lugar ermo, e a melhor maneira de fazê-lo é deixando-a inconsciente. Ele procede exteriormente de maneira de todo idêntica ao caso anterior: estrangula a ex-namorada até que ela perca a consciência e ainda mais por alguns minutos, para que ela não acorde de imediato, uma vez que ela ainda tem de ser transportada. A vítima, porém, falece. O autor está frustrado, porque agora não poderá mais estuprá-la. Alguém dirá que o autor aqui age sem dolo, que neste caso há mera culpa consciente?” (*Ibidem*, p. 895).

<sup>690</sup> DIAS, Jorge de Figueiredo. *Op. cit.* pp. 352-353.

<sup>691</sup> A solução proposta é a mesma sugerida por Roxin para os tipos penais que aludem a uma autorização. Segundo ele, “el error sobre la autorización será un error de tipo en la medida que recaiga sobre circunstancias que de existir determinarían la autorización de la acción: es el caso de quien cree, por ejemplo, en la existencia de un consentimiento que excluye lo injusto de lo permitido. Pero si el autor conoce la situación, y a pesar de eso se cree autorizado a realizar una acción prohibida, habrá obrado con error de prohibición” (*Teoría del tipo penal: tipos abiertos y elementos del deber jurídico*. 2. ed. Trad. Enrique Bacigalupo. Montevideo – Buenos Aires: BdeF, 2014. p. 232).

<sup>692</sup> No mesmo sentido, VEIGA, Alexandre Brandão da. *Op. cit.* p. 86. A situação é ainda mais complexa se, ao invés de ter certeza da licitude de sua conduta, o agente atinge um estado de dúvida sobre a sua legitimidade jurídica. O problema da dúvida sobre a proibição da conduta apresenta-se renovado à luz das dificuldades interpretativas derivadas

Suponha-se, *v. g.*, que o agente realize operações, valendo-se de contas mantidas em corretoras diferentes, por meio de duas pessoas jurídicas das quais é sócio, comprando e vendendo as ações seguidamente, forçando, com isso, o seu preço para cima (*wash trades*). O seu conhecimento de que as contas são de titularidade das pessoas jurídicas das quais é sócio e de que está a realizar as operações é suficiente para o dolo, inclusive quanto ao elemento normativo “operações simuladas”. Se ele acredita que essas operações são lícitas – porque não vedadas expressamente, por exemplo, dada a diferente personalidade jurídica das partes –, esse é um problema que diz respeito à consciência da ilicitude, que pode, no limite, levar ao reconhecimento de um erro de proibição; mas o dolo estará presente.

Num esquema de manipulação complexo, envolvendo a utilização de diversas pessoas jurídicas operando nas pontas vendedora e compradora, é cogitável que algum agente que participe de apenas uma ou algumas das operações não tenha conhecimento do caráter fraudulento da manobra como um todo. Nesse caso, atuará sem dolo, por não conseguir apreender, em razão do desconhecimento da totalidade das circunstâncias fáticas relevantes, o caráter simulado ou fraudulento das operações. Estará afastada a tipicidade subjetiva, por erro sobre elemento constitutivo do tipo legal de crime (CP, art. 20).

De qualquer forma, essa ausência de dolo tem de ser examinada no caso concreto, não sendo suficiente para confirmá-la a mera circunstância objetiva de que o agente não participou de todas as operações. O mais comum nesses casos, aliás, não é a participação dos agentes em todas as condutas, mas apenas que eles tenham uma visão global do plano. Por isso, aplicável entre nós é o entendimento de que “a lei não exige um conhecimento em pormenor de todos e de cada um dos factos que constituem a manipulação. Basta que a conduta seja percebida para que haja preenchimento típico”<sup>693</sup>.

#### **4.4.1. Finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado**

De forma bastante confusa, o tipo penal prevê, além do dolo, mais três elementos subjetivos.

---

das características típicas – acessoriedade administrativa, previsão de elementos normativos do tipo, uso de normas penais em branco etc. – do direito penal econômico. A respeito do tema, com interessante enfoque em problemas próprios do direito penal econômico, cf. LEITE, Alaor. *Dúvida e erro sobre a proibição no direito penal*. A atuação nos limites entre o permitido e o proibido. São Paulo: Atlas, 2013. Ainda, acerca dos efeitos da jurisprudência administrativa sobre o reconhecimento da consciência da ilicitude na esfera penal, cf., neste Capítulo, item 5.3.2 *infra*.

<sup>693</sup> VEIGA, Alexandre Brandão da. *Op. cit.* p. 87.

O primeiro deles consiste na “*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”.

Como defendido anteriormente, esse elemento deve ser compreendido em seu caráter objetivo, definindo a natureza de delito de aptidão do tipo do artigo 27-C.

A despeito disso, não é possível ignorar a redação legal. Ao se referir à finalidade, a norma alude inevitavelmente a um verdadeiro elemento subjetivo. É preciso, assim, dar-lhe interpretação coerente com o texto legal.

Quando se trata da prática da manipulação de mercado, “o leque de motivações pode ser alargado quase até o infinito”<sup>694</sup>: para suscitar interesse por uma ação e depois vende-la a preços mais elevados (*pump and dump*); para impedir uma tentativa de tomada de controle (*takeover*), os diretores da companhia alvo tem interesse em ver o preço das ações acima do valor da oferta; em caso de subscrição de novas ações, a companhia emissora tem interesse em evitar o declínio do valor das ações já existentes, pois os investidores não adquiririam as novas ações se a cotação estiver abaixo do valor da emissão; para influenciar os derivativos atrelados a um valor mobiliário, manipula-se a cotação deste no mercado à vista; para aumentar o valor de seus bônus, os diretores de um fundo de investimento manipulam as cotações de ativos da carteira etc<sup>695</sup>.

Desses exemplos se percebe que aquilo que o manipulador pretende, sempre, é utilizar o mercado de capitais para atingir algum interesse próprio, sendo a alteração das condições regulares de negociação no mercado um meio para esse fim e uma consequência da sua conduta – e não o móvel imediato desta.

Dessa forma, o fim de alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado deve ser entendido como o reconhecimento, por parte do agente, da possibilidade de que esse efeito possa ser gerado – e não como fim último de sua conduta. Ademais, deve ser, como todo elemento subjetivo, inferido a partir das circunstâncias objetivas que envolvem as operações.

Para exemplificar, no caso de um *squeeze*, se um agente detentor de posição dominante num determinado mercado e que mantém operações compradas – isto é, uma posição longa, que se

---

<sup>694</sup> VEIGA, Alexandre Brandão da. *Op. cit.* p. 102.

<sup>695</sup> Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik elencam outras razões: “emitir novas ações com base no valor de mercado; realizar oferta pública para fechamento do capital tendo como parâmetro o valor de mercado; comprar ações para a tesouraria; vender tais ações para investidores institucionais, como fundos de pensão etc.” (*Op. cit.* p. 536).

valoriza se os preços de mercado aumentarem – diminui intencionalmente a oferta do ativo ou aumenta suas operações compradas, pode ser inferida uma conduta manipuladora<sup>696</sup>.

Fator relevante a ser considerado diz respeito à ausência de justificativas econômicas racionais para a realização das operações suspeitas. Uma elevação persistente do valor das ofertas de compra de um ativo sem o correspondente respaldo econômico pode ser suficiente para demonstrar a intenção de afetação artificial do mercado.

Também deve ser verificada a eventual realização de operações abaixo da cotação do valor mobiliário. Se um agente adquire ativos abaixo do seu valor de cotação e, concomitantemente, insere ofertas de compra progressivamente mais altas, há forte indício de intenção manipuladora. A carteira do agente também deve ser analisada; se a empresa possuir política relativa ao nível aceitável de determinado valor mobiliário a ser mantido em carteira diariamente, a inobservância desse limite pode servir de indício de intenção manipuladora.

#### **4.4.3. Fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros**

Os outros dois elementos subjetivos específicos previstos no tipo penal se apresentam de forma alternativa, isto é, basta a presença de um deles para a caracterização do delito. São eles: a) o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem; ou b) o fim de causar dano a terceiros.

Também essas finalidades especiais são objeto de crítica. Mais uma vez, calham aqui as observações de doutrina portuguesa. Após a supressão de previsão semelhante, ressaltou-se que “o elemento subjectivo especial reportado à intenção de obter um benefício ou causar um prejuízo era, na verdade, desnecessário, probatoriamente complexo e inadequado à natureza económica da incriminação”<sup>697</sup>.

Em especial, merece destaque a observação de que as finalidades são inadequadas à natureza econômica da incriminação. Não se confunde a manipulação de mercado com um crime patrimonial, como um simples estelionato; sua lesividade está centrada justamente no seu potencial danoso difuso ao mercado e aos investidores. Não deveria ser considerado relevante se o agente

---

<sup>696</sup> IOSCO. *Investigating and prosecuting market manipulation*. 2000. p. 18. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf>. Acesso em: 05 jan. 2017.

<sup>697</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *O novo...*, cit. p. 84.

quis ou não obter prejuízo ou causar dano; relevante é o dolo geral, isto é, se o agente, tendo conhecimento da situação fática, quis realizar as operações simuladas ou as manobras fraudulentas.

Em alguns casos, esses elementos são de difícil verificação prática, considerando-se que essas operações são camufladas de modo a justamente dificultar a identificação de sua motivação.

De toda sorte, o elemento subjetivo da “obtenção de vantagem indevida” deve ser entendido de forma ampla, abarcando vantagens patrimoniais indiretas e, até mesmo, vantagens de caráter extrapatrimonial. Essa posição se justifica por dois fundamentos.

Em primeiro lugar, a expressão está colocada ao lado de “lucro”, de forma que devem ser diferenciados os termos utilizados pelo legislador. Além disso, dado que o bem jurídico tutelado não é meramente o patrimônio de outros investidores e considerada a amplitude semântica da expressão, pode-se vislumbrar nesse elemento subjetivo o fim de obtenção de outros tipos de vantagens indevidas. No já citado caso *Markowski v. SEC*, por exemplo, os manipuladores não visavam ao lucro imediato, mas à manutenção de sua credibilidade no mercado – o que caracterizava uma vantagem indevida, no caso concreto, dada a tentativa de sustentação artificial da cotação da ação subscrita pelo *underwriter*<sup>698</sup>. A vantagem indevida visada também pode ser uma posição de poder junto à entidade emitente dos valores mobiliários.

De igual modo, o dano visado não se restringe a uma perda econômica ou financeira imediata de terceiros. Num caso concreto, constatou-se que, por meio de uma complexa manipulação, o dano produzido consistiu numa diluição da participação societária dos acionistas minoritários<sup>699</sup>.

À vista da ausência de restrição legal – e considerando que a noção jurídica assente de dano compreende, outrossim, o exclusivamente moral<sup>700</sup> – o dano a terceiros almejado não se restringe a prejuízos econômicos, podendo assumir natureza extrapatrimonial, como um dano reputacional à companhia emissora. A simples percepção de investidores de que uma companhia tem seus valores mobiliários manipulados também gera danos patrimoniais indiretos, de difícil mensuração, já que provavelmente haverá diminuição de interesse pelo papel.

---

<sup>698</sup> *Markowski v. SEC*, 274 F.3d 525 (D.C. Cir. 2001). Sobre esse caso, cf. Capítulo 4.3.3.

<sup>699</sup> Ação penal nº 0006193-78.2009.4.03.6181, que tramitou perante a Sexta Vara Federal Criminal de São Paulo. Íntegra da sentença encontra-se publicada na *Revista do TRF3*. São Paulo: TRF3, ano XXV, n. 122, jul./set. 2014. pp. 450-472.

<sup>700</sup> Código Civil. Art. 186. 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 *lege ferenda*, esses elementos subjetivos especiais deveriam ser suprimidos, adequando-se o tipo penal à sua função de proteção do bem jurídico supraindividual da capacidade funcional alocativa do mercado de capitais.

#### **4.5. INTERFACE ENTRE AS ESFERAS ADMINISTRATIVA E PENAL**

No âmbito do direito penal econômico, que tem como uma de suas características mais comuns a necessidade de complementação das regras penais incriminadoras por atos normativos extrapenais e, por vezes, infralegais, vicejam controvérsias a respeito da interação entre as esferas administrativa e penal.

Neste tópico, as principais questões a serem examinadas referem-se: a) à necessidade ou não de prévia apuração administrativa para legitimar o início da persecução penal; b) à vinculação ou não das conclusões obtidas na esfera administrativa para o âmbito penal; c) à vinculação ou não das conclusões obtidas na esfera penal para o âmbito administrativo.

Antes, porém, da análise de cada uma dessas questões, é importante definir qual é exatamente a relação existente entre a lei penal e os atos normativos emanados da CVM na delimitação do alcance da conduta incriminada. Para tanto, impõem-se algumas considerações sobre o fenômeno da chamada acessoriedade administrativa.

##### **4.5.1. Acessoriedade conceitual do tipo penal de manipulação do mercado**

A remissão, expressa ou implícita, feita em tipos penais a institutos de outros ramos jurídicos se verifica em diversas áreas e sub-áreas do direito penal, como no direito penal ambiental, no direito penal econômico, no direito penal do mercado financeiro, no direito penal falimentar, no direito penal tributário etc.

Importa aqui focar na relação entre o direito penal e institutos do direito administrativo, a chamada *acessoriedade administrativa* do direito penal.

A doutrina identifica, essencialmente, três formas de acessoriedade administrativa do direito penal: a) *acessoriedade conceitual*, em que a lei penal se vale de conceitos previamente empregados no direito administrativo; b) *acessoriedade ao ato administrativo geral*, hipótese em que a lei penal fixa como pressuposto de incidência a infringência a normas administrativas de



caráter normativo geral (como decretos, resoluções e portarias); e c) *acessoriedade ao ato administrativo individual*, na qual a lei penal não remete a um conceito ou a um ato administrativo de alcance geral, mas a um ato administrativo de caráter concreto (como uma licença, uma autorização etc.)<sup>701</sup>.

Na *acessoriedade conceitual*, o tipo penal não exige – ao menos não expressamente – que ocorra a infringência de um ato administrativo geral ou concreto, mas simplesmente se vale de um conceito empregado no direito administrativo. Por exemplo, o crime de falso testemunho prevê sua caracterização, entre outras hipóteses, se alguém faz afirmação falsa em processo administrativo (CP, art. 342). Processo administrativo é um instituto fundamental do direito administrativo, ramo jurídico de onde se extrai o seu conceito.

Exemplo clássico de *acessoriedade ao ato administrativo geral* temos na previsão legal do tráfico de drogas, atualmente estatuída no artigo 33 da Lei nº 11.343/2006, que tipifica diversas condutas relacionadas ao comércio ou fornecimento de drogas sem autorização ou “em desacordo com determinação legal ou regulamentar”<sup>702</sup>. A “determinação regulamentar” referida pelo tipo penal consiste no regulamento técnico sobre substâncias e medicamentos sujeitos a controle especial, veiculado pela Portaria nº 344/1998.

Na *acessoriedade ao ato administrativo individual*, a lei expressamente alude a um ato dessa espécie, como no artigo 7º, IV, da Lei nº 7.492/1986, que tipifica a conduta de emissão, oferta ou negociação de títulos ou valores mobiliários “sem autorização prévia da autoridade competente, quando legalmente exigida”<sup>703</sup>.

Há normas que conjugam as três formas de acessoriedade administrativa. O delito previsto no artigo 27-E da Lei nº 6.385/1976, por exemplo, incorpora conceitos do direito do mercado de capitais, como os de agente autônomo de investimento, auditor independente e valores mobiliários; alude a atos normativos de caráter geral, ao remeter à exigência “por lei ou regulamento”; e refere-

---

<sup>701</sup> GRECO, Luís. A relação entre o direito penal e o direito administrativo no direito penal ambiental: uma introdução aos problemas da acessoriedade administrativa. *Revista brasileira de ciências criminais*. São Paulo: RT, v. 14, n. 58, jan.-fev. 2006. pp. 159-161.

<sup>702</sup> Art. 33. Importar, exportar, remeter, preparar, produzir, fabricar, adquirir, vender, expor à venda, oferecer, ter em depósito, transportar, trazer consigo, guardar, prescrever, ministrar, entregar a consumo ou fornecer drogas, ainda que gratuitamente, sem autorização ou em desacordo com determinação legal ou regulamentar.

<sup>703</sup> Art. 7º Emitir, oferecer ou negociar, de qualquer modo, títulos ou valores mobiliários: [...] IV – sem autorização prévia da autoridade competente, quando legalmente exigida:

se a ato administrativo individual, quando demanda que o agente não esteja “autorizado ou registrado junto à autoridade administrativa competente”<sup>704</sup>.

O tipo penal da manipulação do mercado, por sua vez, está assim redigido no artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976:

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 terceiro.

Vê-se que a redação traz consigo apenas elementos de *acessoriedade conceitual*, ao aludir a “valores mobiliários”, “bolsa de valores, de mercadorias e de futuros”, “mercado de balcão” e “mercado de balcão organizado”. Não há remissão expressa a atos administrativos gerais ou individuais.

Note-se que a situação é diversa daquela verificada no âmbito do direito administrativo sancionador. Retomando o que já foi exposto no Capítulo 2, a Lei nº 6.385/1976 atribui expressamente à Comissão de Valores Mobiliários a competência para “definir [...] a configuração de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou de manipulação de preço; operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores” (artigo 18, II, “b”).

Com base nessa norma, a CVM editou a Instrução nº 08/1979, que justamente *define* as quatro espécies de condutas mencionadas: a) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários; b) manipulação de preço; c) operações fraudulentas; e d) práticas não equitativas.

Na esfera criminal, diferentemente, o tipo penal não remete expressamente a nenhuma regulamentação administrativa. Nem por isso, no entanto, a regulamentação administrativa – assim como a jurisprudência administrativa, especialmente da CVM – deixa de exercer um papel

---

<sup>704</sup> Art. 27-E. Atuar, ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, como instituição integrante do sistema de distribuição, administrador de carteira coletiva ou individual, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário ou exercer qualquer cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado junto à autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento:

relevante no desenho da moldura típica, pois sua análise é fundamental para a compreensão de elementos normativos e para a delimitação do risco proibido ao bem jurídico.

É preciso reconhecer que a caracterização do ilícito administrativo da manipulação de mercado, em ao menos uma das formas previstas na Instrução CVM nº 08/1979), é condição necessária – conquanto insuficiente – para a perfectibilização do delito de manipulação de mercado (Lei nº 6.385/1976, art. 27-C). Apesar de o tipo penal não fazer referência expressa à regulamentação administrativa, a estrutura linguística de ambos é de tal maneira intrincada que não se visualiza a possibilidade de que o delito se caracterize sem a violação concomitante das normas administrativas.

As regras administrativas que disciplinam o mercado de capitais desenharam o risco permitido nessa seara. Se, em sua atuação no mercado, o agente obedecer às regras de negociação estabelecidas pelo autorregulador e pelo regulador, deixando de infringir qualquer norma administrativa, não terá criado risco proibido ao bem jurídico protegido pela norma penal.

Assim, se, por um lado, nem todas as condutas que caracterizem a infração administrativa de manipulação do mercado poderão subsumir-se à hipótese de incidência do tipo penal, qualquer conduta penalmente típica terá de preencher, igualmente, os elementos de alguma das figuras ilícitas administrativas.

Não é pacífica, porém, a determinação de quais são as infrações administrativas que foram incorporadas ao tipo penal. Para alguns estudiosos, o legislador teria reunido no tipo penal elementos de, ao menos, três dos ilícitos administrativos: criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários; manipulação de preços e realização de operação fraudulenta<sup>705</sup>. Com isso, teria sido deixada de fora a punição das condutas enquadradas administrativamente como práticas não equitativas<sup>706</sup>.

Para outros autores, o tipo penal teria abrangido todas as infrações administrativas, inclusive as práticas não equitativas<sup>707</sup>. Há ainda quem entenda que somente a manipulação de preços e a operação fraudulenta estariam abrangidas pelo tipo penal, que não contemplaria,

---

<sup>705</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.* p. 539.

<sup>706</sup> GONÇALVES, Alexandre Manoel. O crime de manipulação no mercado de capitais. *Revista Criminal*. São Paulo: Fiuza, n. 5, v. 13, jan.-abr. 2011. p. 14; SANCTIS, Fausto Martin de. *Delinquencia...*, cit. p. 282.

<sup>707</sup> BITENCOURT, Cezar Roberto. *Op. cit.* pp. 172-173.

portanto, nem as práticas não equitativas nem a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários<sup>708</sup>.

É a partir do bem jurídico protegido que a questão deve ser examinada. De acordo com a tese aqui defendida, o bem jurídico protegido é capacidade alocativa funcional do mercado, especificamente o regular mecanismo de formação de preços dos valores mobiliários. Essa premissa reflete de modo determinante na interpretação do tipo penal e nas suas relações com as infrações administrativas.

Como examinado no Capítulo 2.5.4, a prática não equitativa pressupõe uma posição de desigualdade entre o agente que comete a infração e o prejudicado, bem como a violação de um dever fiduciário por parte daquele em detrimento deste. Tais pressupostos, suficientes para a caracterização da infração administrativa, podem ser preenchidos sem que ocorra nenhuma operação simulada ou manobra fraudulenta – sendo uma delas, ao menos, imprescindível para a realização do delito.

Pense-se, *v.g.*, no caso do *front running*. Suponha-se que um diretor de uma corretora, em detrimento de seu cliente – um fundo de pensão, por exemplo –, repasse a um terceiro a informação de que realizará operação de compra de amplo volume de ações de uma companhia; tal terceiro, antecipando-se à execução da ordem, adquire as ações; em seguida, chega ao mercado a ordem substancial do fundo de pensão, elevando a cotação da ação; ato subsequente, o terceiro aliena suas ações a preço mais elevado, embolsando o lucro – e eventualmente repartindo-o com o diretor da corretora.

Essa conduta caracteriza, sem dúvida, uma prática não equitativa, punida administrativamente (Instrução CVM nº 08/1979, item II, alínea “d”). Mas não há incidência do tipo penal, diante da ausência de operação simulada ou manobra fraudulenta. Ao se antecipar à ordem do cliente, o agente tem conhecimento especial de um movimento de preços iminente, mas não manipula os preços ou as respectivas condições de formação<sup>709</sup>.

Se as ações negociadas forem de emissão de companhias de “primeira linha”, dotadas de bastante liquidez (*blue chips*), a aquisição de pequenos valores pelo terceiro muito dificilmente será suficiente para afetar de modo perceptível o processo de formação de preços dos valores mobiliários, não havendo, por conseguinte, perigo sequer potencial ao bem jurídico.

<sup>708</sup> PUGLIESE, Yuri Sahione; NAJJAR, Gabriella. *Op. cit.* p. 263.

<sup>709</sup> EICHELBERGER, Jan. *Op. cit.* p. 23.

Se agentes de uma corretora executam os negócios de um cliente seu, investidor institucional, de modo a prejudicá-lo dolosamente, tal conduta não caracterizará o tipo penal de manipulação do mercado, salvo se conectada a operações simuladas ou outras manobras fraudulentas. Com efeito, a ordem dada pelo investidor institucional é real, não havendo que se falar em criação de interferência artificial no processo de formação de preços do valor mobiliário. O problema está na forma de execução da ordem.

A depender da atuação dos agentes da corretora, poderá a conduta caracterizar o delito de estelionato (CP, art. 171). Se diretores do fundo de pensão estiverem envolvidos, poderá ter havido gestão fraudulenta do fundo (Lei nº 7.492/1986, art. 4º). Mas é possível, inclusive, tratar-se de conduta penalmente atípica. Esse tipo de comportamento seria mais adequadamente combatido através de uma tipificação singular, própria para essa espécie de deslealdade, como o (inexistente no Brasil) delito de infidelidade patrimonial<sup>710</sup>.

Por outro lado, apesar de o tipo penal se referir a “manobras fraudulentas”, a maioria das condutas que, na jurisprudência da CVM, são consideradas como operações fraudulentas (Instrução CVM nº 08/1979, item II, alínea “c”) não caracterizarão o delito de manipulação do mercado (Lei nº 6.385/1976, art. 27-C).

Como visto no Capítulo 2.5.3, boa parte desses casos consistem em venda de ações sem autorização do seu titular ou com base em autorização falsa. Se interpretado o elemento normativo da alteração artificial do regular funcionamento do mercado como interferência indevida no processo de formação de preços – de acordo com a interpretação voltada à proteção do bem jurídico proposta nesta tese –, tais condutas, no mais das vezes, não configurarão o delito do artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976, dado que se trata, em regra, da venda de ações líquidas, em quantidades reduzidas, pelo preço de mercado. Não possuem tais operações sequer potencial de afetação do bem jurídico.

A conduta, neste caso, pode caracterizar o delito do artigo 5º da Lei nº 7.492/1986, estelionato (CP, art. 171) ou apropriação indébita comum (CP, art. 168).

Outro exemplo de manobra considerada tradicionalmente como espécie de manipulação de mercado, que, em princípio, tampouco satisfaz as exigências do tipo penal, é o do *scalping*, no qual

---

<sup>710</sup> Previsto, por exemplo, nos Códigos Penais de Portugal (art. 224º), da Alemanha (§ 266), da Argentina (art. 173, 7), da Espanha (art. 295), da Áustria (§ 153) e da Suíça (art. 158).

alguém indica determinada operação com valores mobiliários sem revelar o seu interesse pessoal sobre o ativo<sup>711</sup>.

No Brasil, esse tipo de conduta provavelmente seria enquadrada pela CVM, na esfera administrativa, como prática não equitativa, pois envolve um conflito de interesses (não revelado pelo agente), com a conseqüente violação do seu dever fiduciário. Note-se, porém, que o *scalping* não envolve necessariamente informações falsas, sendo possível que a compra indicada esteja devidamente fundamentada, decorrendo a vantagem do *scalper* apenas do fato de que também adquiriu os papéis antes da recomendação<sup>712</sup>. Nesse caso, se, ao recomendar a compra do papel, o agente não fornece nenhuma informação falsa aos seus clientes, não estará caracterizado o delito de manipulação de mercado<sup>713</sup>.

Em primeiro lugar, não há, à primeira vista, nenhuma manobra fraudulenta. O erro em que os clientes incidirão reside no desconhecimento da circunstância de que o agente que lhes recomendou a aquisição do papel irá liquidar a sua posição posteriormente, mas, por si só, a falta de revelação dessa informação não caracteriza uma fraude, já que não existe, em princípio, logro sobre a qualidade do ativo.

Ademais, pode não haver potencial de afetação artificial do processo de formação de preço do ativo, já que os clientes efetivamente manifestaram a vontade e adquiriram o valor mobiliário.

Em conclusão, a violação da disciplina regulamentar do mercado de capitais é pressuposto para o cometimento do delito de manipulação de mercado, mas a prática da infração administrativa não implica necessariamente preenchimento dos elementos do tipo penal. Os problemas decorrentes da interação entre os procedimentos administrativo e penal, em princípio, colocam-se apenas nos casos em que existe efetiva sobreposição dos ilícitos.

---

<sup>711</sup> Cf. Capítulo 4.3.3 supra.

<sup>712</sup> EICHELBERGER, Jan. *Op. cit.* p. 22.

<sup>713</sup> À mesma conclusão chega, em Portugal, BASTOS, Miguel Brito. *Scalping: abuso de informação privilegiada ou manipulação de mercado?* *Revista de Concorrência e Regulação*. Coimbra: Coimbra, a.3, n.9, jan.-mar. 2012. pp. 293-324.

#### 4.5.2. O término do processo administrativo sancionador da CVM é pressuposto para a persecução penal?

O tipo penal do artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976, portanto, está impregnado somente de *acessoriedade administrativa conceitual*. Essa circunstância traz consequências para o questionamento acerca da necessidade de se aguardar o término do procedimento administrativo da CVM para o início da persecução penal.

Antes de detalhar tais consequências, cabem algumas observações sobre a detecção e apuração do delito.

Como regra, os indícios da prática da manipulação do mercado são identificados diretamente pela CVM ou, após detecção pelos autorreguladores, comunicados inicialmente à autarquia. Raros serão os casos em que a *notitia criminis* será encaminhada diretamente ao Ministério Público Federal ou à Polícia Federal sem o prévio conhecimento da CVM.

No âmbito da CVM, de acordo com o artigo 9º, incisos V, VI e § 2º, da Lei nº 6.385/1976, as sanções pela prática de infrações administrativas são aplicadas através de processos administrativos sancionadores, cujo procedimento está regulado pela Deliberação CVM nº 538/2008.

Uma vez detectados indícios de atos ilegais ou violadores da regulamentação e práticas não-equitativas no mercado de valores mobiliários por qualquer uma das Superintendências da entidade reguladora, a Deliberação CVM nº 538/2008 prevê duas possíveis situações, de acordo com a robustez das provas obtidas.

Se a Superintendência cuja área de atuação é afeta às irregularidades constatadas considerar que dispõe de *elementos conclusivos* quanto à autoria e à materialidade da infração administrativa deverá formular diretamente *termo de acusação*, independentemente da instauração de inquérito administrativo ou de prévia aprovação do Superintendente Geral da CVM (artigo 2º, § 2º, da Deliberação CVM nº 538/2008).

Já se concluir, diante da insuficiência dos indícios, pela necessidade de aprofundamento da apuração da irregularidade, apresentará ao Superintendente Geral proposta de instauração de *inquérito administrativo*. Deferida a instauração do inquérito, este será conduzido pela Superintendência de Processos Sancionadores – SPS em conjunto com a Procuradoria Federal Especializada – PFE (artigos 2º, § 1º, 3º e 5º da Deliberação CVM nº 538/2008). Ao fim do

inquérito, a SPS e PFE, se não obtiverem provas suficientes para formular a acusação ou caso se convençam da inexistência de infração ou da ocorrência da prescrição, proporão o arquivamento do inquérito (artigo 7º da Deliberação CVM nº 538/2008); caso conclua pela caracterização da infração administrativa, elaborarão *relatório final* do inquérito com a formulação da imputação (artigos 6º e 8º da Deliberação CVM nº 538/2008).

Ainda antes da formulação da imputação – seja diretamente através de *termo de acusação* ou por meio do *relatório final* do inquérito administrativo –, aos acusados já deverá ter sido oportunizada, ao menos, a possibilidade de se manifestar sobre a irregularidade, de acordo com o artigo 11 da Deliberação CVM nº 538/2008.

Uma vez formulada a imputação, poderá o Superintendente Geral da CVM apresentar *notitia criminis* ao Ministério Público, caso verificada a ocorrência de crime definido em lei como de ação pública, ou indícios da prática de tais crimes (artigo 10, I, da Deliberação CVM nº 538/2008)<sup>714</sup>.

Veja-se, portanto, que, de acordo com a regulamentação da CVM, ainda antes do início da fase contraditória do processo administrativo sancionador – que se instaurará com a apresentação da defesa (artigo 13 da Deliberação CVM nº 538/2008) –, mas já com ao menos alguma oportunidade de manifestação dos investigados, poderá ser comunicado o Ministério Público.

Colocam-se, então, as seguintes questões. É lícito ao Ministério Público Federal, desde logo, oferecer denúncia, ou mesmo requisitar ou iniciar uma investigação criminal, assim que tomar conhecimento, em razão de comunicação da CVM, da existência de indícios de crime contra o mercado de capitais? Ou seria necessário aguardar o término do processo administrativo sancionador? Mais ainda, poderia o Ministério Público Federal oferecer diretamente a denúncia se

---

<sup>714</sup> O artigo 12 da Lei nº 6.385/1976 prevê que “quando o inquérito, instaurado de acordo com o § 2º do art. 9º, concluir pela ocorrência de crime de ação pública, a Comissão de Valores Mobiliários oficiará ao Ministério Público, para a propositura da ação penal”. O aludido § 2º do artigo 9º, por sua vez, ao remeter ao procedimento administrativo sancionador previsto no inciso V do mesmo artigo, estabelece que este “poderá ser precedido de etapa investigativa, em que será assegurado o sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigido pelo interesse público, e observará o procedimento fixado pela Comissão”. A leitura do dispositivo indica, à primeira vista, que a comunicação ao Ministério Público ocorreria somente ao término do procedimento administrativo – até porque, atualmente, o § 2º do art. 9º remete ao procedimento administrativo previsto no inciso V do mesmo artigo. Não obstante, o artigo 9º da Lei Complementar nº 105/2001 derogou essa norma, ao estabelecer que, quando, no exercício de suas atribuições, a Comissão de Valores Mobiliários verificar a ocorrência de crime definido em lei como de ação pública, ou indícios da prática de tais crimes, informará ao Ministério Público, juntando à comunicação os documentos necessários à apuração ou comprovação dos fatos. Assim, a comunicação pode ocorrer antes da formação de um juízo definitivo da CVM sobre a ocorrência do delito, até porque é o Ministério Público o titular da *opinio delicti*, nos termos do artigo 129, I, da Constituição.



a *notitia criminis* foi apresentada por terceiro, sem que a CVM sequer tenha apurado a ocorrência do delito?

Está em causa aqui, como frisado, apenas a *accessoriedade administrativa conceitual*, já que o tipo penal não veicula nenhuma exigência expressa de manifestação prévia da autoridade administrativa. É verdade que, como exposto adiante, a conclusão da CVM ou do CRSFN sobre a efetiva caracterização de alguma das infrações administrativas previstas na sua Instrução nº 08/1979 possui importantes repercussões para a esfera penal. Entretanto, não se tratando de *accessoriedade a ato administrativo individual*, o julgamento da CVM, assim como aquele proferido pelo CRSFN, não é *condição necessária* para a caracterização do delito.

Compare-se o crime de manipulação de mercado com a esfera penal-tributária, onde o entendimento jurisprudencial atualmente vigente fixa o término do procedimento administrativo fiscal como pressuposto para a persecução penal, reconhecendo-se o “lançamento definitivo do tributo”, por vezes, como condição objetiva de punibilidade e, por vezes, como elemento normativo do tipo<sup>715</sup>.

A redação típica do artigo 1º da Lei nº 8.137/1990 exige expressamente, para a configuração do delito, supressão ou redução de *tributo*, sendo que a constituição do crédito tributário – que formaliza a obrigação que tem por objeto prestação pecuniária consistente no *tributo* – é, por lei, privativa da autoridade administrativa (CTN, art. 142). Por essa razão é que se entende que, antes que a autoridade administrativa ateste a existência de *tributo* suprimido ou reduzido – o que somente ocorre com o término do procedimento administrativo –, é inviável se reconhecer juridicamente a caracterização do delito.

Diferentemente, no crime de manipulação de mercado não existe nenhum elemento normativo cuja aferição seja, nos termos da lei, de competência exclusiva da CVM ou do CRSFN. Estas instituições são especializadas no exame de questões técnicas, por vezes complexas, no âmbito do mercado financeiro, de modo que, não há dúvida, suas conclusões influenciarão sobremaneira o processo penal. Mas reconhecer essa influência é algo diferente do que afirmar a

---

<sup>715</sup> Apesar de a Súmula Vinculante nº 24 indicar o entendimento de que se trata de elemento normativo do tipo, ao referir que o delito “não se tipifica” antes do lançamento definitivo do tributo, as atas de discussão para a aprovação da súmula demonstram que não houve consenso sobre este ponto. Cf. [http://www.stf.jus.br/arquivo/cms/jurisprudenciaSumulaVinculante/anexo/SUV\\_24\\_PSV\\_29.pdf](http://www.stf.jus.br/arquivo/cms/jurisprudenciaSumulaVinculante/anexo/SUV_24_PSV_29.pdf). Acesso em 04.08.2016.

impossibilidade de início da persecução penal referente aos crimes contra o mercado de capitais antes do término do processo administrativo sancionador.

Assim, de posse da comunicação encaminhada pela CVM – ou mesmo de *notitia criminis* enviada por terceiros, como um investidor lesado, por exemplo –, poderá o Ministério Público Federal requisitar a instauração de inquérito pela Polícia Federal; conduzir, dentro das balizas fixadas na jurisprudência, diretamente a investigação; ou, caso forme desde logo *opinio delicti* positiva, oferecer a denúncia<sup>716</sup>.

O oferecimento da denúncia imediatamente após o recebimento da *notitia criminis* pela CVM afigura-se, entretanto, deveras excepcional, cabível somente naquelas hipóteses em que a autoria e a materialidade delitivas sejam efetivamente claras. Dificilmente isso ocorrerá nos casos de manipulação de mercado, campo em que a regra é a complexidade das condutas envolvidas. Mas não há, repise-se, vedação legal para que isso ocorra.

O mais comum, porém, é que o Ministério Público Federal, com base na comunicação recebida, inicie a investigação, até porque, para fins penais, a prova haverá de ser mais robusta e a apuração da CVM eventualmente terá deixado, por exemplo, de individualizar as condutas de modo suficiente. Se a comunicação foi feita por terceiro, a razoabilidade e o bom senso impõem que seja feita consulta à CVM sobre a existência e o andamento de apuração administrativa sobre os fatos narrados.

No curso da investigação penal, o Departamento de Polícia Federal e o Ministério Público Federal, além de dever acompanhar o desenrolar do processo administrativo sancionador, contarão com o apoio especializado da CVM para a compreensão e elucidação dos aspectos técnicos da manipulação. Para tanto, a autarquia mantém acordos de cooperação com essas entidades, a fim de agilizar o contato interinstitucional<sup>717</sup>.

---

<sup>716</sup> Sobre a investigação realizada diretamente pelo Ministério Público, o Supremo Tribunal Federal firmou, em regime de repercussão geral, a tese de que “o Ministério Público dispõe de competência para promover, por autoridade própria, e por prazo razoável, investigações de natureza penal, desde que respeitados os direitos e garantias que assistem a qualquer indiciado ou a qualquer pessoa sob investigação do Estado, observadas, sempre, por seus agentes, as hipóteses de reserva constitucional de jurisdição e, também, as prerrogativas profissionais de que se acham investidos, em nosso País, os Advogados (Lei 8.906/94, artigo 7º, notadamente os incisos I, II, III, XI, XIII, XIV e XIX), sem prejuízo da possibilidade – sempre presente no Estado democrático de Direito – do permanente controle jurisdicional dos atos, necessariamente documentados (Súmula Vinculante 14), praticados pelos membros dessa instituição” (RE 593727, Rel. p/ Acórdão: Min. Gilmar Mendes, Tribunal Pleno, j. 14.05.2015, DJe 04.09.2015).

<sup>717</sup> Cf., respectivamente, os acordos firmados pela CVM com o Ministério Público Federal e o Departamento de Polícia Federal em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/convenios/anexos/DPF.pdf> e <http://www.cvm.gov.br/convenios/mpf.html>.

Conquanto não exista impedimento legal a que o Ministério Público ofereça a denúncia antes do término do processo administrativo sancionador – ou mesmo sem que exista apuração da CVM a respeito dos fatos suspeitos –, se a questão se apresentar ainda controversa, do ponto de vista técnico, é possível que o juiz repete não caracterizada a justa causa para a ação penal (CPP inc. III, do art. 395), dada a ausência de lastro ou suporte probatório mínimo sobre a existência do crime. Considerados os aspectos técnicos envolvidos na comprovação do delito, a ausência de um parecer especializado da CVM tornará difícil a conclusão, ainda que provisória, sobre a demonstração da materialidade da infração penal. Afinal, o propósito da justa causa é justamente evitar que denúncias ou queixas infundadas ou mesmo sem uma viabilidade aparente possam prosperar<sup>718</sup>.

O término do processo administrativo sancionador, em suma, não é um pressuposto necessário para a persecução penal no crime de manipulação de mercado. A caracterização da tipicidade material do crime de manipulação de mercado independe da conclusão definitiva da CVM ou do CRSFN a respeito das condutas examinadas. Não obstante, a depender da complexidade do caso concreto, o desfecho do processo administrativo será relevante para a comprovação da materialidade delitiva, podendo sua ausência, eventualmente, impedir a configuração da justa causa.

Dependerá da sensibilidade de todos os envolvidos – desde o Superintendente Geral da CVM, passando pelo procurador da República até o juiz federal responsável pelo exame da denúncia – verificar se a questão é suficientemente complexa a ponto de recomendar que se aguarde o julgamento do processo administrativo sancionador pelo Colegiado da CVM ou do CRSFN.

#### **4.5.3. Efeitos da decisão administrativa sobre a esfera penal**

Questão diversa é a de saber qual a influência das conclusões obtidas na esfera administrativa para o âmbito penal.

Para o exame deste problema parte-se de cenário diverso. Não se trata mais de perquirir sobre eventuais condições para o desencadear da persecução penal. Aqui, pelo contrário, há que se supor o julgamento do processo administrativo sancionador pelo CRSFN ou, ao menos, pela CVM.

---

<sup>718</sup> BADARÓ, Gustavo Henrique. *Processo Penal*. 4. ed. São Paulo: RT, 2016. p. 171.

Não existe dúvida sobre a relevância das conclusões administrativas para o processo criminal. Mas não há, à falta de regra legal nesse sentido, uma vinculação da esfera penal à apuração administrativa. O caráter sistemático do ordenamento jurídico impõe uma interação das esferas, de modo a afastar soluções contraditórias. Tal interação deve-se pautar pela observância da especialidade de cada âmbito.

Na busca por uma solução equilibrada, deve-se diferenciar o peso da decisão administrativa sobre a esfera penal em relação a *questões fáticas*, *questões técnicas* e *questões jurídicas*. Essa diferenciação, não se nega, é marcada por certa artificialidade, principalmente por duas razões. Em primeiro lugar porque a moderna teoria hermenêutica não admite uma interpretação da norma separada de forma absoluta da realidade fática sobre a qual possivelmente incidirá. Em segundo lugar, a diferença entre questões técnicas e questões jurídicas está calcada na predominância dessas características (técnica ou jurídica), já que qualquer controvérsia envolvendo a aplicação da legislação referente ao mercado de capitais será de natureza jurídica. Ainda assim, acredita-se que a diferenciação possa apresentar resultados frutíferos, conforme se passa a expor.

#### **4.5.3.1. Questões fáticas**

Questões fáticas são aqui entendidas como aquelas relacionadas, por assim dizer, à falta de melhor expressão, aos *atos brutos*, isto é, aos aspectos da realidade fenomênica diretamente apreensíveis pelos sentidos e passíveis de comprovação. A percepção administrativa sobre esses fatos não é, de maneira alguma, determinante para a esfera penal.

As conclusões da CVM sobre a efetiva ocorrência de uma conduta concreta – por exemplo, a disseminação de uma informação falsa – são integralmente questionáveis perante o Poder Judiciário, onde serão submetidas a amplo contraditório.

Do mesmo modo, evidentemente não é definitiva, para a esfera penal, a conclusão administrativa sobre quem efetivamente realizou ou determinou a realização da conduta. Trata-se de apuração sobre a autoria delitiva, matéria tipicamente examinada no processo penal. Ademais, a atribuição de responsabilidade administrativa pela CVM é inconfundível com a imputação penal – as conclusões da autarquia, por exemplo, sobre a responsabilidade de diretores de corretoras, muitas vezes partem de raciocínios embasados na culpa *in vigilando*, categoria totalmente

inadequada para a caracterização do delito de manipulação de mercado, que somente admite a forma dolosa.

Não à toa, como se verá no próximo item, a verificação da materialidade e da autoria delitiva são campos nos quais ocorre exatamente o inverso, ou seja, a decisão penal é que se apresenta como vinculante para a seara administrativa. Nem poderia ser diferente, pois é o processo penal, onde vigoram a ampla defesa e o contraditório em sua acepção mais profunda, o *locus* propício para a produção das provas necessárias à conclusão mais robusta possível sobre a matéria fática.

De todo modo, se a conclusão acerca da efetiva ocorrência de um determinado fato for negativa ou, se positiva, a participação de determinados agentes restar afastada, a ação penal somente terá condições de ser instaurada e prosseguir validamente se houver robustas provas em contrário produzidas já na fase investigatória. O problema aqui é também de caráter processual: é logicamente inviável que se admita uma denúncia – ou que se permita o prosseguimento da ação penal já instaurada – baseada unicamente num procedimento administrativo sancionador que não aponta elementos mínimos de materialidade e autoria.

Num caso ilustrativo, o STF entendeu pela ausência (posterior) de justa causa da ação penal em razão da conclusão atingida pelo Banco Central no sentido de que a representação anteriormente encaminhada ao Ministério Público Federal – e que servira de suporte único para o oferecimento da denúncia, estava baseada em erro sobre a percepção dos fatos<sup>719</sup>.

No resumo constante do voto do Ministro Carlos Velloso, “em um segundo momento, o Banco Central, revendo o seu ato, declarou não ter existido o erro que apontara anteriormente. Essa segunda decisão foi comunicada ao Ministério Público. Ora, se este assentou a sua denúncia simplesmente na comunicação anterior que agora se tornara revogada, cumpria-lhe, também, ou rever a denúncia ou até procurar realizar novas investigações. Do modo como as coisas ficaram, não há justa causa para o prosseguimento da ação penal, da *persecutio criminis*”.

É importante ressaltar que, neste caso, a denúncia estava embasada em *premissa fática equivocada*: ao rever a constatação anterior, que justificou o encaminhamento de representação para fins penais, o Banco Central concluiu ter ignorado dados fáticos relevantes para o enquadramento administrativo da questão. Não se trata, simplesmente, de diversa interpretação

---

<sup>719</sup> HC 81324, Rel. Min. Nelson Jobim, Segunda Turma, j. 12.03.2002, DJ 23.08.2002.

jurídica da situação fática – essa circunstância sim, como exposto a seguir, conduz a consequências diversas.

#### 4.5.3.2. Questões (eminente) jurídicas

Mais complexo é o exame das questões técnicas e jurídicas apreciadas pela CVM e pelo CRSFN. Neste ponto, é importante diferenciar matérias em relação às quais o conhecimento técnico detido pelos órgãos reguladores do mercado de capitais se mostra de importância mais destacada, ao lado de outras em que a solução depende mormente de métodos interpretativos tipicamente jurídicos.

Exemplos de *questões eminentemente jurídicas* no exame da manipulação de mercado são encontrados na interpretação do significado de termos como “operações simuladas”, “outras manobras fraudulentas”, “vantagem indevida”, “lucro” e “dano a terceiros”. Não se trata de expressões utilizadas unicamente no mercado de capitais, muito menos que exigem um especial conhecimento técnico extrajurídico, sendo, pelo contrário, típicas da linguagem jurídica.

Assim, se, por exemplo, a CVM e o CRSFN entendem que uma determinada conduta deve ser considerada uma “manobra fraudulenta”, o juiz criminal não está vinculado a este entendimento ao julgar a ação penal referente ao delito de manipulação de mercado. A se entender de modo contrário, a aplicação da sanção administrativa conduziria, quase que automaticamente, à condenação penal<sup>720</sup>.

E se a conclusão da CVM for, pelo contrário, pela ausência de caracterização do ilícito administrativo, em razão da interpretação jurídica que conferir a determinado instituto?

Esta situação é mais controversa. Como já argumentado, a caracterização do ilícito administrativo da manipulação de mercado é pressuposto do delito de manipulação de mercado (Lei nº 6.385/1976, art. 27-C), mas o contrário não é verdadeiro. Isto é, toda conduta penalmente típica caracterizará uma infração administrativa, mas nem toda infração administrativa representa, *ipso facto*, um delito.

---

<sup>720</sup> É o que defende Fausto Martin de Sanctis, para quem “não resta dúvida de que a prática de quaisquer dos ilícitos administrativos constantes na referida instrução foi contemplada na nova Lei 10.303/2001” (*Delinquencia...*, cit. p. 282). Parece ser esse, também, o entendimento de Yuri Sahione Pugliese e Gabriella Najjar, que asseveram que “a constatação da violação da norma administrativa pelo órgão competente ensejará, quase em sua totalidade, a afirmação da tipicidade penal” (*Op. cit.* p. 266).

Esse reconhecimento não implica, porém, conceder à CVM ou ao CRSFN a exclusividade – ou sequer a prevalência – na compreensão jurídica dos institutos previstos na regulação do mercado de capitais. Nenhuma autoridade administrativa possui – não apenas no mercado de capitais, mas em nenhum âmbito jurídico – a prerrogativa de interpretação definitiva sobre a legislação que lhe incumbe aplicar. A última palavra será sempre do Poder Judiciário, diante da inafastabilidade do controle jurisdicional (CF, art. 5º, XXXV).

O raciocínio aqui empreendido é idêntico àquele defendido por Luciano Feldens e Andrei Schmidt em relação ao delito de evasão de divisas. Para tais autores, muito embora “a base material do delito de evasão de divisas esteja, via de regra, reconduzida a essa prévia violação de uma regra cambial, o *reconhecimento* sobre a ocorrência do ilícito cambial, pela autoridade administrativa, não é elemento ou condição necessária à afirmação do crime”<sup>721</sup>.

A partir dessas premissas poder-se-ia concluir que o entendimento da CVM ou do CRSFN pela ausência de caracterização do ilícito administrativo, em razão de uma dada interpretação jurídica, não se comunica de modo algum para a seara penal?

A resposta é negativa. O entendimento adotado gerará reflexos, que se mostrarão diversos de acordo com a situação posta. Qualquer resposta que desconsidere as peculiaridades do caso concreto levará a soluções inadequadas. É simplista e incorreto afirmar-se peremptoriamente uma subordinação do processo penal ao processo administrativo<sup>722</sup>.

Pense-se em hipótese na qual, após a CVM ter oferecido representação ao Ministério Público em razão de ter constatado a suposta ocorrência de um ilícito administrativo, a própria CVM ou o CRSFN concluem pela inexistência de caracterização da infração, em razão de divergência na interpretação de uma norma ou de diverso enquadramento dos fatos.

---

<sup>721</sup> A associação entre o ilícito administrativo e o ilícito penal no crime de evasão de divisas. In: OSÓRIO, Fábio Medina (coord.). *Direito sancionador: sistema financeiro nacional*. Belo Horizonte: Fórum, 2007. p. 232. Em termos semelhantes, no âmbito dos crimes contra a concorrência, Rodolfo Tigre Maia defende que, “quando existente tal imbricação de esferas normativas, ela conduzirá tão-somente ao reconhecimento de uma eventual limitação ou dependência de um dado preceito penal em relação a uma norma administrativa, que constitua o requisito ou pressuposto lógico-jurídico para sua incidência concreta”, mas “não remete a referida vinculação de esferas – como muitas vezes se tem asseverado atualmente - à existência de um óbice processual que se impõe ao órgão judicial instado a aplicar dada norma penal, e que seria resultado de uma suposta precedência limitativa decorrente de determinado ato administrativo, que eventualmente integre a estrutura típica considerada” (*Tutela penal da ordem econômica: o crime de formação de cartel*. São Paulo: Malheiros, 2008. p. 117).

<sup>722</sup> Como fazem, segundo minha leitura, SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH Julya Sotto Mayor. *Op. cit.* pp. 67-69.

Somente o exame dos fatos narrados na denúncia e dos argumentos utilizados nas decisões administrativas é que permitirá verificar a extensão da comunicabilidade dos fundamentos decisórios para o âmbito criminal.

Tratando-se, por exemplo, de um caso em que se examine o caráter fraudulento de uma determinada operação, a conclusão diversa adotada pelo órgão administrativo não é vinculante ao juiz criminal. Pode o juiz criminal concluir, diferentemente do entendimento do CRSFN, que a operação apresentou-se, de fato, como fraudulenta, tanto do ponto de vista administrativo como penal, proferindo sentença condenatória: o ilícito administrativo é pressuposto para a configuração do crime, mas não é das autoridades administrativas a palavra final sobre a interpretação das normas e o enquadramento jurídico dos fatos apurados.

É evidente que, neste caso, os fundamentos utilizados pelo CRSFN devem ser detalhadamente enfrentados pelo juiz criminal, sobre quem recairá um ônus adicional na fundamentação da comprovação do injusto penal<sup>723</sup>. Caberá notadamente ao Ministério Público Federal demonstrar razões especialmente relevantes para afastar o entendimento adotado no âmbito administrativo<sup>724</sup>.

Mas é despropositado, em sentido oposto, reconhecer como automaticamente prejudicada a ação penal somente em razão da reforma da primeira decisão administrativa sancionadora.

No âmbito mais amplo do mercado financeiro, examinou o Supremo Tribunal Federal um caso em que o Banco Central do Brasil instaurara procedimento administrativo em razão do suposto exercício sem autorização de atividade privativa de instituição financeira; posteriormente, o processo foi arquivado, em virtude da decisão do CRSFN que concluiu que a conduta imputada ao paciente não caracterizava atividade privativa de instituição financeira<sup>725</sup>. O STF decidiu, então,

---

<sup>723</sup> Para Luciano Feldens e Andrei Schmidt, referindo-se à evasão de divisas, “em situações determinadas tornar-se-á extremamente difícil sustentar em sentido oposto ao que sufragado no âmbito do Banco Central, isso em face da tecnicidade que costumam assumir determinadas operações cambiais” (*Op. cit.* p. 233).

<sup>724</sup> Examinando um caso de gestão fraudulenta, o Superior Tribunal de Justiça, partindo da premissa de que o tipo penal do art. 4º da Lei n.º 7.492/86 pressupõe a violação às normas do mercado, consignou, inicialmente, que o exame administrativo não vincula a apuração criminal; não obstante, proferida decisão no procedimento administrativo sancionador no sentido de que os atos praticados pelos gestores da instituição financeira obedeceram à regulamentação própria da atividade, a denúncia deveria apontar *circunstâncias especiais* para se ter como possível a prática de atos fraudulentos a permitir o enquadramento do tipo penal. Tendo a denúncia se limitado a repetir a acusação administrativa, careceria a ação penal de justa causa. Cf. HC 245.916/RJ, Rel. Min. Maria Thereza de Assis Moura, Sexta Turma, j. 11.04.2013, DJe 13.09.2013.

<sup>725</sup> HC 83674, Rel. Min. Carlos Velloso, Segunda Turma, j. 16.03.2004, DJ 16.04.2004.



pela ausência de justa causa superveniente da ação penal que imputava a prática do delito previsto no artigo 16 da Lei nº 7.492/1986<sup>726</sup>.

O entendimento parece equivocado. A mera circunstância de o órgão final recursal na esfera administrativa ter entendido, no caso concreto, que a conduta não caracteriza infração administrativa não é fundamento suficiente para a interrupção do processo penal. Poderia o juiz criminal entender, diferentemente, que a atividade realizada pelo acusado era, sim, típica de instituição financeira e, portanto, dependente de autorização.

A situação seria diferente se o fosse o próprio Banco Central – e não o CRSFN – quem houvesse adotado o entendimento de que a atividade realizada pelo acusado não era própria de instituição financeira e, por conseguinte, carecia de autorização. Neste caso, ainda que se pudesse entender a conduta como típica e antijurídica, estaria claramente ausente o dolo, na medida em que o agente não teria razão para acreditar que realizava o tipo penal objetivo – isto é, que operava instituição financeira – se tampouco o órgão responsável por exigir tal autorização considerava praticada tal atividade.

Por outro lado, se é verdade que o entendimento da CVM ou do CRSFN *no caso concreto* não é fundamento suficiente, por si só, para o reconhecimento da ausência de justa causa, deve-se reconhecer que a existência de uma *jurisprudência administrativa consolidada* a respeito da legitimidade de operações como aquelas realizadas no caso concreto podem conduzir à caracterização de eventual erro de proibição inevitável (CP, art. 21, segunda parte)<sup>727</sup>.

É que, neste caso, o agente que, encontrando-se em dúvida sobre a licitude de sua conduta, viesse a se desincumbir de seu dever de informação, verificaria que os órgãos técnicos especializados no mercado de capitais admitem como válida a conduta, incidindo em inevitável erro sobre proibição da sua ação e, conseqüentemente, em ausência de culpabilidade. Em outros termos, estaria o agente, nestas condições, legitimado a confiar na licitude da conduta<sup>728</sup>.

---

<sup>726</sup> Artigo 16. Fazer operar, sem a devida autorização, ou com autorização obtida mediante declaração falsa, instituição financeira, inclusive de distribuição de valores mobiliários ou de câmbio: Pena - Reclusão, de 1 (um) a 4 (quatro) anos, e multa.

<sup>727</sup> Art. 21. O desconhecimento da lei é inescusável. O erro sobre a ilicitude do fato, se inevitável, isenta de pena; se evitável, poderá diminuí-la de um sexto a um terço.

<sup>728</sup> Cf., sobre os contornos do cumprimento do dever de informação apto a configurar o erro de proibição, LEITE, Alaor. *Op. cit.* pp. 152-160. Cf., também, TRF3, ACR 53559, Quinta Turma, Rel. Des. Fed. Paulo Fontes, e-DJF3 31.03.2015, para um interessante exemplo de reconhecimento do erro de proibição em razão de jurisprudência vacilante no âmbito do direito penal econômico. Assentou-se, à luz da controvérsia jurisprudencial, que “se o ilícito perseguido nestes autos não é de fácil assimilação sequer para os operadores de Direito, o que dizer dos recorridos”.

#### 4.5.3.3. Questões (eminente) técnicas

Já as questões técnicas são aquelas estritamente relacionadas ao conhecimento especializado dos reguladores do mercado de capitais.

Saber, *v.g.*, se ocorreu a efetiva alteração artificial do processo de formação de preços no mercado de valores mobiliários é questão tecnicamente complexa, cuja resposta demanda a consideração de diversas variáveis atuantes no processo de formação de preços no mercado.

O mesmo se diga em relação à ocorrência de giro excessivo da carteira, por parte da corretora, com a finalidade de gerar despesas de taxas de corretagem e comissões em detrimento do cliente (*churning* ou *overtrading*). Como visto no Capítulo 2.5.3, para verificar a ocorrência dessa prática ilícita, a CVM utiliza indicadores econômicos que servem de referência acerca da plausibilidade das operações – como a denominada *cost-equity ratio* para calcular o retorno mínimo que seria necessário para cobrir as despesas em determinado período. Trata-se de refinado modelo econômico, elaborado pelos especialistas com base naquilo que efetivamente se observa na realidade do mercado.

Mesmos nestes casos não se pode afirmar, de forma peremptória, que o juiz criminal está absolutamente vinculado à decisão administrativa. Entretanto, para contrariar o entendimento adotado em relação às questões técnicas, o juiz possui um ônus argumentativo enorme, devendo fundamentar de maneira excepcionalmente convincente as razões pelas quais discorda do entendimento dos órgãos especializados.

O exame realizado pela área técnica da CVM corresponde a uma verdadeira prova pericial realizada ainda na fase investigatória. Conforme Gustavo Badaró, referindo-se ao exame pericial, a força probante dessa prova “decorre da capacidade técnica de quem elabora o laudo e do próprio conteúdo deste, e não da fase procedimental em que a perícia se realizou”<sup>729</sup>.

Da mesma maneira que ocorre com um laudo pericial, a avaliação da CVM a respeito de uma questão técnica não vincula necessariamente o juiz, que pode aceitá-la ou rejeitá-la, no todo ou em parte (CPP, art. 182). Ocorre que, também do mesmo modo que se passa em relação ao laudo pericial, a rejeição das conclusões administrativas neste ponto dependerá de uma motivação judicial bastante convincente, notadamente porquanto o juiz não possui os conhecimentos

---

<sup>729</sup> *Op. cit.* p. 445.

especializados da CVM, devendo justificar racionalmente sua discordância, apontado as razões pelas quais diverge do entendimento da agência reguladora do mercado de capitais.

#### 4.5.4. Efeitos da decisão penal sobre a esfera administrativa

Supondo agora que o processo penal seja finalizado antes do término do processo administrativo, quais os efeitos da decisão lá tomada para a solução deste? Ou ainda, mesmo após o término do processo administrativo, este pode ser revisto com base nas conclusões atingidas na esfera penal?

Essa questão segue essencialmente – com algumas nuances expostas adiante – a disciplina dos efeitos penais em relação à ação civil *ex delicto*, formada por regras localizadas no Código de Processo Penal e no Código Civil.

O artigo 935 do Código Civil dispõe que “a responsabilidade civil é independente da criminal, não se podendo questionar mais sobre a existência do fato, ou sobre quem seja o seu autor, quando estas questões se acharem decididas no juízo criminal”.

A regra, portanto, é, à primeira vista, a da independência das instâncias. As exceções previstas no dispositivo ficam por conta da existência do fato e da sua autoria. A compreensão da regra somente se aperfeiçoa com o exame conjunto das hipóteses de absolvição previstas no artigo 386 do Código de Processo Penal.

O inciso I do artigo 386 se refere à hipótese em que restar “provada a inexistência do fato”. Concluindo-se, no juízo penal, onde as exigências probatórias são as mais rígidas do ordenamento jurídico, pela inexistência material do fato, a sentença absolutória produzirá efeitos na esfera administrativa. Assim, se a CVM, por exemplo, aplicar a sanção pela prática de manipulação de mercado e no processo penal se concluir que as condutas imputadas, na realidade, não foram sequer realizadas, o processo administrativo sancionador deverá ser anulado, cancelando-se as penas porventura aplicadas e surgindo para o acusado o direito à restituição do valor eventualmente pago<sup>730</sup>.

---

<sup>730</sup> A lógica é a mesma daquela que informa, *contrario sensu*, o enunciado da Súmula nº 18 do STF: “Pela falta residual, não compreendida na absolvição pelo juízo criminal, é admissível a punição administrativa do servidor público”. Ou seja, não subsiste a punição administrativa em caso de absolvição criminal, salvo se houver falta residual. Cf. STF, RMS 31515 AgR, Rel. Min. Luiz Fux, Primeira Turma, j. 24.11.2015, DJe 07.12.2015.

O inciso II do artigo 386 trata da absolvição pela falta de prova da existência do fato. Neste caso, a sentença penal não será vinculante, pois a ocorrência ou não do fato na realidade fenomênica não foi categoricamente atestada pela jurisdição penal. Do mesmo modo, se a absolvição se der por “não existir prova de ter o réu concorrido para a infração penal” (CPP, art. 386, V) ou por “não existir prova suficiente para a condenação” (CPP, art. 386, VII), a absolvição penal não produz efeitos na esfera administrativa, dada a ausência de manifestação conclusiva do juiz penal sobre estes pontos. Apesar de a acusação não ter logrado atingir o patamar probatório mínimo necessário para a condenação penal, é possível que subsista a punição administrativa, já que, nesta esfera, a exigência de suficiência de prova é menos rigorosa.

Tampouco a hipótese em que se reconheça “não constituir o fato infração penal” (CPP, art. 386, III) afetará o processo administrativo. A circunstância de a conduta não preencher todos os elementos do tipo penal não impede que esteja caracterizada a infração administrativa, sendo da CVM a competência para realizar essa análise.

Já quando restar “provado que o réu não concorreu para a infração penal” (CPP, art. 386, V), essa decisão será vinculante para o processo administrativo sancionador. Aplica-se, na hipótese, a regra do artigo 935 do CC, ou seja, não se pode questionar mais sobre quem seja o autor do fato, pois esta questão foi definitivamente decidida no juízo criminal.

Finalmente, o inciso VI do artigo 386 prescreve a hipótese de absolvição sumária quando “existirem circunstâncias que excluam o crime ou isentem o réu de pena (arts. 20, 21, 22, 23, 26 e § 1º do art. 28, todos do Código Penal), ou mesmo se houver fundada dúvida sobre sua existência”. Trata-se das causas de exclusão da ilicitude e da culpabilidade.

As causas de exclusão da ilicitude estão reguladas expressamente num dispositivo próprio, o artigo 65 do Código de Processo Penal, segundo o qual “faz coisa julgada no cível a sentença penal que reconhecer ter sido o ato praticado em estado de necessidade, em legítima defesa, em estrito cumprimento de dever legal ou no exercício regular de direito”.

Nestes casos, portanto, reconhecida a excludente de ilicitude pelo juízo criminal, estará a CVM vinculada à decisão. De qualquer forma, é difícil imaginar hipóteses em que alguém cometa uma conduta formalmente qualificada como manipulação de mercado protegido pelas excludentes da legítima defesa, do estado de necessidade e do estrito cumprimento de dever legal.

As condutas tradicionalmente enquadradas como exercício regular do direito compreendem-se, mais tecnicamente, de acordo com a teoria da imputação objetiva, como

condutas atípicas, na medida em que, se admitidas por normas jurídicas ou técnicas, inserem-se dentro do risco permitido ao bem jurídico<sup>731</sup>. Neste caso, portanto, a questão depende de interpretação das regras reguladoras do mercado. O eventual reconhecimento, na esfera criminal, de que a conduta se conteve dentro do risco permitido da atividade não vincula a CVM, pois o objetivo dessa análise é o exame da tipicidade penal, irrelevante para a caracterização do ilícito administrativo. De todo modo, nesse caso, caberá ao órgão administrativo de julgamento enfrentar os argumentos aduzidos pelo juiz criminal a respeito da legitimidade da conduta.

Já em relação às causas de exclusão da culpabilidade, a disciplina do Código Civil não prevê a irradiação de quaisquer efeitos para a esfera cível em decorrência do seu reconhecimento pelo juízo criminal. Daí que a doutrina sustente o cabimento da ação civil *ex delicto* “mesmo que o agente tenha sido absolvido por incidência de erro de proibição, coação moral irresistível, obediência hierárquica, inimputabilidade por doença mental ou por desenvolvimento mental incompleto (incluindo a menoridade penal) ou retardado, ou por inimputabilidade por força de embriaguez completa, proveniente de caso fortuito ou força maior”<sup>732</sup>.

O processo administrativo sancionador, contudo, não possui objetivo reparatório, mas tem, do mesmo modo que o penal, finalidade preventiva e punitiva. Por isso, conforme defendido pela doutrina especializada no tema, a ele se aplica também o princípio da culpabilidade, a afastar a responsabilidade objetiva<sup>733</sup>. Assim sendo, o reconhecimento, pelo juízo criminal, de causas excludentes da culpabilidade do acusado deve ser levado em conta no âmbito administrativo sancionador.

Finalmente, vale registrar que a sentença penal absolutória somente irradiará efeitos sobre a esfera administrativa se reconhecer categoricamente a caracterização de alguma das hipóteses de exclusão da ilicitude e da culpabilidade; se a absolvição for baseada em “fundada dúvida” sobre a sua existência (CPP, art. 386, inciso VI, parte final), a CVM e o CRSFN não restarão vinculados à conclusão do juízo criminal.

---

<sup>731</sup> “Um comportamento que gera um risco permitido é considerado socialmente normal, não porque no caso concreto esteja tolerado em virtude do contexto em que se encontra, mas porque nessa configuração é aceito de modo natural. Portanto, os comportamentos que criam riscos permitidos não são comportamentos que devam ser justificados, mas que não realizam tipo algum” (JAKOBS, Günther. *A imputação objetiva no direito penal*. 3. ed. Trad. André Luís Callegari. São Paulo: RT, 2010. p. 39).

<sup>732</sup> BADARÓ, Gustavo Henrique. *Op. cit.* pp. 219-220.

<sup>733</sup> HUERGO LORA, Alejandro. *Op. cit.* p. 377.

## **CAPÍTULO 5. APERFEIÇOAMENTO DO COMBATE À MANIPULAÇÃO DE MERCADO E SUA ADEQUAÇÃO AOS PRINCÍPIOS CONSTITUCIONAIS PENAIS**

Desde o início deste tese tem-se buscado lançar luzes sobre os fundamentos e os limites da incriminação da manipulação do mercado no direito brasileiro. Pesquisou-se na regulação do mercado de capitais a razão de ser da proibição das práticas manipuladoras, identificando-se a capacidade funcional alocativa – e especificamente o seu pressuposto de livre formação de preços dos valores mobiliários – como bem jurídico digno de tutela penal. Expôs-se, também, que, na sua redação atual, o tipo penal, por um lado, deixa o bem jurídico descoberto de proteção em relação a determinadas condutas e, por outro lado, sobrepõe-se exageradamente aos ilícitos administrativos previstos há bastante tempo na regulação do mercado.

Já defendidas anteriormente interpretações da regra penal voltadas a conferir-lhe uma melhor conformação aos princípios constitucionais envolvidos, passa-se, neste capítulo, a formular sugestões, principalmente de *lege ferenda*, para o atingimento de dois objetivos: a) adequar o tipo penal à proteção do bem jurídico identificado, reduzindo sua incidência às condutas mais graves de manipulação do mercado e, ao mesmo tempo, coartando as lacunas de punibilidade existentes; e b) produzir ganhos de eficiência institucional no combate às condutas manipuladoras.

### **5.1. PROPOSTAS PARA A ADEQUAÇÃO DO TIPO PENAL À PROTEÇÃO DO BEM JURÍDICO**

Uma reforma legislativa do tipo penal justifica-se, principalmente, para diferenciar, de forma clara, as hipóteses de incidência do tipo penal e das infrações administrativas, prestigiando-se, assim, os princípios da subsidiariedade, da fragmentariedade e da vedação ao *bis in idem*, bem como o postulado da proporcionalidade. Além da necessidade de proteção mais adequada do bem jurídico, outros princípios, já examinados nesta tese, a serem tidos em conta para a reformulação do tipo penal são os princípios da legalidade e da ofensividade.

#### **5.1.1. Condutas a serem sancionadas (apenas) administrativamente**

O direito administrativo sancionador atua legitimamente para a proteção de interesses regulatórios, independentemente da identificação de um bem jurídico tutelado. Na esfera administrativa, portanto, justifica-se a manutenção da aplicação de punições a condutas independentemente da demonstração de afetação ao bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado. Não há óbice, por exemplo, na continuidade do sancionamento a práticas de transferências de recurso sem causa (*wash sales*), pois a mera utilização do mercado de capitais para finalidades impróprias é considerada indesejável sob o ponto de vista regulatório.

Parece inegável a necessidade de serem utilizados conceitos amplos na redação normativa, dada a multiplicidade de condutas reputadas nocivas ao mercado. Na esfera administrativa, a larga extensão conceitual é menos questionável do que no âmbito penal, dada a maior *capacidade cognitiva* dos destinatários da norma quanto aos seus deveres e a maior *capacidade institucional* dos reguladores para o detalhamento das infrações<sup>734</sup>.

Ainda assim, a despeito de a aplicação dos tipos abertos previstos na Instrução CVM nº 08/1979 não ser objeto de séria contestação nestas décadas de existência, o exame dos julgados da CVM demonstra que não há verdadeiro apego à literalidade do texto da norma na resolução dos casos concretos. Seria benéfica à segurança jurídica uma atualização normativa que levasse em conta os pressupostos que efetivamente tem sido destacados pela CVM na aplicação de cada um dos ilícitos administrativos. Trata-se de um estudo à espera de um autor.

De toda forma, deve ser afastada a aplicação automática ao âmbito penal das infrações administrativas. Talvez não seja supérfluo ressaltar, apesar da aparente obviedade da afirmação, que no âmbito penal o aplicador tem de se valer imediatamente do texto do tipo penal, servindo-se das previsões administrativas apenas como parâmetros interpretativos.

### **5.1.2. Condutas dignas de proteção penal**

Na forma atual, o tipo penal, por um lado, permite lacunas de punibilidade e, por outro, sobrepõe-se desmesuradamente a condutas já reprimidas de modo suficiente através do direito administrativo sancionador.

---

<sup>734</sup> BINENBOJM, Gustavo. *Poder de polícia, ordenação, regulação*: transformações político-jurídicas, econômicas e institucionais do direito administrativo ordenador. Belo Horizonte: Fórum, 2016. pp. 106-107.

O tipo penal deixa parcialmente desprotegido o bem jurídico tutelado quando limita sua incidência aos valores mobiliários, deixando de fora outros instrumentos financeiros, como os títulos públicos.

A possibilidade de manipulação de títulos públicos é reconhecida há muito tempo, a ponto de o primeiro processo criminal sobre manipulação do mercado ter envolvido justamente esse tipo de instrumento financeiro. Trata-se do famoso caso *Rex v. de Berenger*, que foi julgado no Reino Unido pelo King's Bench em 1814<sup>735</sup>.

Como exposto no Capítulo 4.3.2.3, também a manipulação de títulos públicos é lesiva à capacidade funcional alocativa do mercado.

Para uma proteção mais adequada do bem jurídico, deveria o tipo penal contemplar, de forma mais ampla, qualquer instrumento financeiro, aí incluídos não apenas os títulos públicos, mas também os índices e indicadores financeiros utilizados como parâmetro de operações financeiras (*benchmarks*). Na Europa, o conceito de instrumento financeiro se encontra na Seção C do Anexo I da Diretiva 2014/65/UE e compreende, além dos valores mobiliários, diversos outros títulos, inclusive os emitidos no mercado monetário. Acontecimentos recentes – em especial, o caso da manipulação da taxa Libor – tem demonstrado que a manipulação de índices pode ser ainda mais perigosa do que a manipulação de valores mobiliários.

A exemplo do que ocorre nas legislações estrangeiras, o tipo penal deveria contemplar expressa e distintamente a manipulação operativa e a manipulação informativa, deixando claros os pressupostos de incidência da regra no caso de difusão de informações falsas ou enganosas. A

---

<sup>735</sup> No início de 1814 havia rumores de que a Sexta Coligação – formada por Áustria, Rússia, Suécia, Reino Unido, Prússia e outros estados germânicos – estava prestes a derrotar o Império Francês de Napoleão Bonaparte. A cada rumor, os títulos do governo inglês subiam de valor; apenas para voltarem a baixar, posteriormente, quando os boatos não se confirmavam. Na manhã de 21 de fevereiro daquele ano, um homem, vindo de Dover, chegou a Winchester, carregado de ouro alegadamente francês, espalhando a notícia de que Napoleão havia sido morto e os aliados haviam tomado Paris. Em seguida, dois homens com uniformes de forças francesas chegaram com informações similares e desapareceram rapidamente em seguida. As ações subiram rapidamente e, como sempre, baixaram quando as notícias se mostram falsas. A Bolsa de Valores inglesa descobriu o esquema. O primeiro viajante era um prussiano chamado de Berenger, que havia pernoitado na noite anterior na casa do sobrinho do famoso Almirante Cochrane. De Berenger, o jovem Cochrane e mais sete pessoas foram condenadas por conspirar para elevar o preço de títulos públicos sem justa causa e lesar o público que poderia comprar esses títulos no dia 21 de fevereiro de 1814. Os réus alegaram, entre outros argumentos, que a simples conspiração para o aumento de preço dos títulos não poderia ser considerada criminosa, à falta de prova de outras características criminosas, como a intenção de lesar o governo ou a de obtenção de benefícios econômicos. Por unanimidade, porém, entendeu a Corte que nenhum desses efeitos ou objetivos colaterais eram necessários para a caracterização do delito. A essência do mercado é a de que o público tem o direito de que um mercado natural não seja adulterado. Nas palavras de Lord Ellenborough, “é uma fraude praticada contra todo o público, porque se volta contra todos aqueles que tenham qualquer coisa a ver com os títulos naquele determinado dia”. A descrição desse caso segue LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. *Op. cit.*, v. 2. pp. 1487-1489.



expressão “informação falsa ou prejudicialmente incompleta”, utilizada pelo artigo 3º da Lei nº 7.492/1986, atende bem a esse propósito.

Também seria prudente, a fim de conferir melhor proteção ao bem jurídico, a criação de um tipo penal omissivo próprio, especificamente para os administradores de companhias abertas, consistente em sonegar informação devida voltada à manipulação do mercado<sup>736</sup>.

Como medida de segurança jurídica, a lei deveria atribuir expressa competência para que a CVM enumere casos que geram suspeita de manipulação de mercado (tipologia da manipulação), bem como descreva práticas aceitas de mercado, criadoras de risco permitido ao bem jurídico e, assim, excluídas da incidência da regra penal incriminadora.

A tipologia estipulada pela CVM não serviria como complemento de norma penal em branco, mas apenas como referência interpretativa, não só para os investidores, mas também para os intermediários, que são obrigados a reportar condutas aparentemente ilícitas<sup>737</sup>.

Além disso, seria passível de contestação em cada caso concreto, especialmente a partir da demonstração existência de razões econômicas legítimas para a realização das operações.

Recomenda-se, também, a extirpação do tipo penal de referências próprias de delitos patrimoniais, como o objetivo de obter vantagem indevida ou lucro ou causar dano a terceiros. Tratando-se a manipulação de mercado de um típico crime econômico, protetor de um bem jurídico supraindividual vinculado ao desenvolvimento econômico do país, a referência a esses elementos não apenas dificulta a sua aplicação concreta, mas também desfoca a correta compreensão do seu objeto de tutela.

Por outro lado, em homenagem à vedação ao *bis in idem* e ao princípio da eficiência administrativa, a legislação deveria utilizar um critério distintivo entre condutas de menor gravidade, a serem sancionadas apenas administrativamente, e ações mais agressivas ao bem jurídico, estas merecedoras da tutela penal<sup>738</sup>.

---

<sup>736</sup> Modernizando e contextualizando no mercado de capitais o antigo crime societário do artigo 177, § 1º, I, do Código Penal.

<sup>737</sup> Na Itália, o art. 187-*novies* do *Testo Unico della Finanza* atribui à Consob a competência para enunciar operações consideradas suspeitas.

<sup>738</sup> Também é este o sentir de Denis Morelli, para quem “o ideal seria que a lei penal limitasse, clara e expressamente, a atuação do Estado nos crimes contra o mercado de capitais, restringindo-a apenas para aquelas situações consideradas mais gravosas, para as quais a atuação da CVM, no âmbito administrativo, não se mostra suficiente” (Op. cit. p. 620). Na Itália, em sentido semelhante, cf. VIZZARDI, Matteo, *Manipolazione del mercato: un "doppio binario" da ripensare?* *Rivista italiana dl diritto e procedura penale*. Milano: Giuffrè, v. XLIX, apr.-giu. 2006. p. 731.

Do direito comparado, o critério mais razoável que se apresenta para a diferenciação entre condutas sancionadas penalmente e condutas punidas apenas na esfera administrativa é aquele, adotado na Alemanha, da efetiva alteração da regularidade do processo de formação de preços dos valores mobiliários: caso não atingido o resultado, a conduta caracterizaria uma mera infração administrativa<sup>739</sup>.

O elástico intervalo existente entre a pena mínima (um ano) e a pena máxima (oito) anos previsto na regra penal secundária se justifica somente enquanto não for estruturado um delito material, já que torna possível a suspensão condicional do processo para as condutas menos graves – e também, eventualmente, para condutas já punidas administrativamente, em homenagem ao princípio da vedação ao *bis in idem*. Se, porém, alterado o tipo penal, o patamar mínimo da pena privativa de liberdade deveria ser elevado, já que somente condutas mais reprováveis seriam consideradas típicas<sup>740</sup>.

Também é equivocado fixar, como ocorre hoje, o valor máximo da multa de acordo com a “vantagem ilícita obtida em decorrência do crime”. O crime não ostenta caráter imediatamente patrimonial e o bem jurídico resta ofendido independentemente da obtenção de vantagem indevida. Além disso, na maioria das vezes não será possível identificar um valor econômico da vantagem obtida em razão da prática delituosa.

Propõe-se, assim, a seguinte redação típica:

#### Manipulação do Mercado

Art. 27-C. Alterar artificialmente as condições de oferta, demanda ou preço de valores mobiliários ou outros títulos financeiros ou manipular o cálculo de índices de referência financeiros, através de:

- I – realização de operações simuladas ou de outras manobras fraudulentas;
- II – divulgação de informação relevante falsa ou prejudicialmente incompleta;
- III – omissão, por parte dos administradores de companhia aberta, do dever de informar acerca de qualquer deliberação da assembleia-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.

<sup>739</sup> WITTIG, Petra. *Op. cit.* pp. 451-452. Em sentido próximo – mas não equivalente, por manter a tentativa como penalmente punível – sustenta Cezar Roberto Bitencourt que “a opção correta do legislador seria a tipificação do crime de manipulação do mercado de capitais como delito de resultado, permitindo-se a punição da tentativa, quando a finalidade da alteração ou criação de uma realidade artificial não fosse obtida” (*Op. cit.* p. 155).

<sup>740</sup> E assim passaria a ter a mesma pena prevista para delito de até menor gravidade no mercado de capitais, qual seja, aquele previsto no artigo 7º da Lei n.º 7.492/1986.

Pena – reclusão, de 2 (dois) a 8 (oito) anos, e multa.

§1º. Cabe à Comissão de Valores Mobiliários, a fim de orientar o comportamento dos participantes do mercado, enumerar operações e condutas consideradas suspeitas e indiciárias de manipulação.

§2º. Não se tipifica o crime se as razões para a realização da operação ou conduta forem legítimas e observarem práticas de mercado admitidas, de acordo com definição estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários.

Também seria desejável a criação de um tipo penal próprio de infidelidade patrimonial, para coibir condutas de obtenção de vantagens indevidas baseadas na violação de deveres fiduciários que não estão abarcadas no tipo penal da manipulação do mercado, como ocorre no *front running* e no *scalping*. Tais condutas são perpetradas contra vítimas identificáveis – especialmente investidores institucionais, como fundos de pensão – e podem ser altamente lesivas ao seu patrimônio<sup>741</sup>.

## **5.2. SOBRE A ESTRUTURA INSTITUCIONAL DE COMBATE À MANIPULAÇÃO DE MERCADO (*ENFORCEMENT*)**

Constituindo a manipulação de mercado uma conduta relevante tanto para os órgãos autorreguladores e para CVM como para o Poder Judiciário, é preciso instaurar um debate racional acerca da construção de um arranjo institucional mais eficiente para que, por um lado, exista o máximo de cooperação e o mínimo de desperdício de esforço entre os envolvidos e, por outro lado, suprimam-se incoerências do sistema repressivo decorrentes da prolação de decisões frontalmente contraditórias.

Neste item são expostas algumas reflexões sobre esse arranjo institucional, tanto na esfera investigativa como no âmbito dos processos punitivos.

---

<sup>741</sup> A criação de tal tipo penal, contudo, haveria de ser pensada num contexto de reformulação de diversos outros delitos que, de forma confusa e fragmentária, procuram apreender o conteúdo do injusto. Nesse sentido, com argumentos convincentes, cf. LEITE, Alaor; TEIXEIRA, Adriano. O principal delito econômico da moderna sociedade industrial: observações introdutórias sobre o crime de infidelidade patrimonial. *Revista do Instituto Brasileiro de Direito Penal Econômico*. Florianópolis: Empório do Direito, n. 1, 2016. pp. 15-58.

### 5.2.1. Cooperação entre os órgãos responsáveis pela repressão da manipulação do mercado na fase investigatória

A coexistência de entidades competentes para a apuração de ilícitos administrativos ao lado de outras responsáveis pela investigação criminal não é uma exclusividade brasileira.

Nos EUA, logo em seguida à publicação do *Securities Exchange Act*, de 1934, já se previa que sua efetividade dependeria em larga medida da atuação da SEC<sup>742</sup>. Por isso, foram conferidos a essa agência amplos poderes regulatórios.

Apesar disso, a SEC não tem competência na esfera penal, mas, quando se depara com indícios de prática criminosa, pode relatar o caso ao Departamento de Justiça para o oferecimento de denúncia. Uma vez iniciada a ação penal, a SEC pode auxiliar o Departamento de Justiça no processo<sup>743</sup>. Ao decidir se reportará o caso, a SEC tradicionalmente considera quatro critérios: se há envolvimento de crime organizado, se o agente é um violador crônico da norma, se o esquema criminoso se apresenta como potencial ameaça aos investidores e se envolve corrupção de membros da SEC ou de outros funcionários públicos<sup>744</sup>.

A comunicação pode ser feita de modo formal ou informal. De todo modo, o Departamento de Justiça pode iniciar as investigações independentemente de comunicação por parte da SEC. A SEC pode relatar o caso ao Departamento de Justiça mesmo antes da conclusão de seus procedimentos administrativos<sup>745</sup>.

Os Tribunais, geralmente, não vislumbram fundamento para barrar o prosseguimento de procedimentos administrativos da SEC, ainda que haja um provável futuro processo penal<sup>746</sup>. Apesar disso, a SEC frequentemente paralisa seus procedimentos para aguardar o andamento da investigação criminal, dado o maior poder investigatório conferido ao Departamento de Justiça<sup>747</sup>.

<sup>742</sup> MOORE, James Wm; WISEMAN, Frank M. Market manipulation and the Exchange Act. *The University of Chicago Law Review*. Vol. 2, nº. 1 (dec.- 1934), p. 77.

<sup>743</sup> PALMITER, Alan R. *Securities regulation: examples & explanations*. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, 2014. p. 558.

<sup>744</sup> HALL, Alyssa; SCHOEBERLEIN, Adam M. Securities Fraud. *American Criminal Law Review*. Washington: v. 37, i. 2, spring. 2000. p. 995.

<sup>745</sup> YEAGER, Christopher A.; WOOD, Meredith; NAGEL, Pancho; MCCARRICK, Terence J. Jr. Securities Fraud. *American Criminal Law Review*. Washington: v. 51, i. 4, spring. 2014. pp. 1731-1732.

<sup>746</sup> Por exemplo, em *Jones v. SEC*, 115 F.3d 1173, 1183 (4th Cir. 1997), fundamentou-se que os procedimentos disciplinares da SEC não afetam a cláusula da proibição do duplo risco porque não tem o intuito de punir o réu, possuindo basicamente natureza reparatória.

<sup>747</sup> GROSS, Rebecca; BRITSCH, Lauren; GOZA, Kirk; EPSTEIN, Jacklyn. Securities Fraud. *American Criminal Law Review*. Washington: v. 49, i. 2, spring. 2012. p. 1278.

A jurisprudência também não tem admitido o argumento de que processos simultâneos poderiam ofender o direito ao silêncio, garantido pela Quinta Emenda à Constituição dos EUA<sup>748</sup>.

Na Itália a matéria é regulada principalmente nos artigos 187-*decies* a 187-*terdecies* do *Testo Unico Della Finanza*. Inicialmente, prevê-se que o Ministério Público, quando tiver notícia de um crime de manipulação de mercado, informará imediatamente o Presidente da Consob; já este transmitirá ao Ministério Público, por meio de um relatório fundamentado, as provas recolhidas no desempenho de investigação nos casos em que houver indícios de crime. Isso deve ocorrer, no mais tardar, até o final da investigação referente ao ilícito administrativo<sup>749</sup>.

Também está prevista a colaboração entre as autoridades administrativas e judiciais, mediante intercâmbio de informações, bem como a possibilidade de ingresso da Consob no processo judicial, na condição de assistente de acusação.

No Brasil, não existem regras detalhadas que estabeleçam um protocolo a ser seguido pelas autoridades envolvidas na investigação e na punição da manipulação do mercado. Uma atuação concertada das instituições depende, à falta de regulamentação clara, de entendimentos acertados diretamente entre os envolvidos.

A experiência tem mostrado que, em praticamente todos os casos, a manipulação é detectada ou pelos órgãos autorreguladores ou pela própria CVM, em sua atividade de supervisão e fiscalização do mercado, por vezes a partir de notificações encaminhadas pelos intermediários (*gatekeepers*)<sup>750</sup>. Mesmo investidores que se sentem lesados notificam suas suspeitas à CVM – e não ao Ministério Público ou à Polícia Federal. Ainda que, porventura, sejam os órgãos de persecução penal os primeiros a tomar conhecimento do suposto crime, é recomendável que a CVM seja – do mesmo modo que previsto na lei italiana – imediatamente notificada para a apuração do ilícito, não apenas para que possa eventualmente aplicar a sanção administrativa, mas também porque, mesmo para efeitos penais, possui condições técnicas muito mais adequadas para a investigação das condutas.

---

<sup>748</sup> YEAGER, Christopher A.; WOOD, Meredith; NAGEL, Pancho; MCCARRICK, Terence J. Jr. *Op. cit.* pp. 1733-1734.

<sup>749</sup> Cf. SGUBBI, Filippo; FONDAROLI, Désirée; TRIPODI, Andrea Francesco. *Op. cit.* pp. 233-254.

<sup>750</sup> A propósito, o investimento na atividade de fiscalização do mercado, seja diretamente seja através da imposição de deveres de acompanhamento aos *gatekeepers*, é imprescindível para que a previsão de sanções administrativas ou criminais não se apresente como meramente decorativa. A especialização da “Superintendência de *Enforcement*” da CVM e a atuação mais efetiva da BSM na fiscalização de práticas manipuladoras sinalizam um desejável aperfeiçoamento da estrutura de detecção, apuração e punição de ilícitos.

Portanto, ao identificar – ou ser notificada da existência de – indícios de manipulação, caberá à CVM realizar a apuração dos fatos, colhendo elementos para a formação de um quadro probatório robusto<sup>751</sup>. Se concluir, ao fim da investigação, pela existência de indícios de crime, compete-lhe CVM encaminhar suas conclusões ao Ministério Público, para que este verifique a possibilidade de propositura da ação penal (Lei nº 6.385/1976, art. 12). Note-se que a notificação deve ocorrer ao fim da apuração da CVM (art. 10, I, da Deliberação CVM nº 538/2008), mas antes do início da fase contraditória do processo administrativo sancionador<sup>752</sup>.

Se as conclusões da apuração da CVM se mostrarem suficientes para a propositura da ação penal pode o Ministério Público Federal oferecer denúncia, independentemente da existência de inquérito policial<sup>753</sup>. Evidentemente, nesse caso, a apuração da CVM haverá de ter identificado não apenas a caracterização dos ilícitos administrativos, mas também a possível individualização da responsabilidade penal.

A CVM possui um poder investigatório razoavelmente bem amparado, que lhe permite colher subsídios de convencimento para os posteriores procedimentos de aplicação de sanções – que podem ser de caráter administrativo ou criminal<sup>754</sup>.

---

<sup>751</sup> Nessa investigação, pode a CVM, nos termos do artigo 9º, V, da Lei nº 6.385/1976, entre outras medidas investigatórias, examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos; intimar as pessoas a prestar informações, ou esclarecimentos, sob cominação de multa; bem como requisitar informações de qualquer órgão público, autarquia ou empresa pública). A despeito da inexistência de regra expressa que a autorize, não existe óbice ao ajuizamento de medida cautelar de busca e apreensão formulada pela CVM, fundada no artigo 839 do Código de Processo Civil.

<sup>752</sup> Para maiores detalhes sobre o procedimento, cf. Capítulo 4.5.2 *supra*.

<sup>753</sup> “A jurisprudência do Supremo Tribunal é firme no sentido de que o Ministério Público pode oferecer denúncia com base em elementos de informação obtidos em inquéritos civis, instaurados para a apuração de ilícitos civis e administrativos, no curso dos quais se vislumbre suposta prática de ilícitos penais” (AP 565, Rel. Min. Cármen Lúcia, Tribunal Pleno, j. 08.08.2013, DJe 22.05.2014).

<sup>754</sup> A jurisprudência está consolidada no sentido de que o poder de investigação inerente ao exercício das funções da polícia judiciária – Civil e Federal –, nos termos do art. 144, § 1º, IV, e § 4º, da CF, não impede outras formas de investigação. A propósito, assim decidiu o STF: “A celeuma sobre a exclusividade do poder de investigação da polícia judiciária perpassa a dispensabilidade do inquérito policial para ajuizamento da ação penal e o poder de produzir provas conferido às partes. Não se confundem, ademais, eventuais diligências realizadas pelo Ministério Público em procedimento por ele instaurado com o inquérito policial. E esta atividade preparatória, consentânea com a responsabilidade do poder acusatório, não interfere na relação de equilíbrio entre acusação e defesa, na medida em que não está imune ao controle judicial – simultâneo ou posterior. O próprio Código de Processo Penal, em seu art. 4º, parágrafo único, dispõe que a apuração das infrações penais e da sua autoria não excluirá a competência de autoridades administrativas, a quem por lei seja cometida a mesma função. À guisa de exemplo, são comumente citadas, dentre outras, a atuação das comissões parlamentares de inquérito (CF, art. 58, § 3º), as investigações realizadas pelo Conselho de Controle de Atividades Financeiras – COAF (Lei 9.613/98), pela Receita Federal, pelo Bacen, pela CVM, pelo TCU, pelo INSS e, por que não lembrar, *mutatis mutandis*, as sindicâncias e os processos administrativos no âmbito dos poderes do Estado” (HC 84965, Rel. Min. Gilmar Mendes, Segunda Turma, j. 13.12.2011, DJe 10.04.2012).

A depender da complexidade do caso, contudo, pode ser necessária a participação do Ministério Público Federal e da Polícia Federal na fase apuratória, em razão da técnica investigativa escolhida, já que a CVM não tem legitimidade para requerer a produção de medidas probatórias mais invasivas, como interceptações telefônicas e telemáticas, quebra de sigilo bancário ou telefônico, captação ambiental de sinais eletromagnéticos, ópticos ou acústicos ou utilização de agentes infiltrados. Essas medidas somente são admissíveis se imprescindíveis para a investigação e se houver indícios razoáveis de possível crime de manipulação de mercado.

Nesses casos em que houver atuação conjunta, é fundamental uma constante comunicação entre os órgãos de persecução, a fim de evitar a duplicidade do trabalho<sup>755</sup>. O inquérito policial deve focar na apuração da responsabilidade pessoal dos agentes, valendo-se do auxílio especializado da CVM no exame das provas técnicas produzidas.

É importante, também, que a CVM mantenha contato próximo com entidades equivalentes estrangeiras, tanto para a troca de informações pertinentes a casos concretos como para a obtenção de suporte técnico de reguladores de países mais desenvolvidos para a evolução da regulação<sup>756</sup>.

A cooperação jurídica internacional no campo dos crimes contra o mercado de capitais ainda é insipiente, especialmente quando comparada com aqueles setores em que o auxílio dos demais países se desenvolveu antes, como na seara anticorrupção. A tendência, entretanto, é que a experiência da cooperação internacional relacionada a outros delitos seja aproveitada também na repressão das infrações contra o mercado de capitais<sup>757</sup>.

Vale lembrar que no primeiro caso em que houve condenação pela prática de *insider trading* no Brasil, a prática da conduta foi detectada originariamente pela *Securities and Exchange Commission* – já que se tratava da negociação de *American Depositary Receipts* (ADRS) de uma companhia brasileira na *New York Stock Exchange* –, que comunicou os fatos à Comissão de Valores Mobiliários<sup>758</sup>.

---

<sup>755</sup> Para esse fim, como já aludido, a CVM firmou convênios com o Ministério Público Federal e o Departamento de Polícia Federal.

<sup>756</sup> CÁRDENAS, Eugenio J. Globalization of securities enforcement: a shift toward enhanced regulatory intensity in Brazil's capital market? *Brooklyn journal of international law*. New York: Brooklyn Law School, v. 37, 2012. p. 841.

<sup>757</sup> Cf., comparando os níveis de cooperação em diferentes setores da criminalidade, KLEHM III, Henry; MCKOWN, Joan E.; POSNER, Emily A. Securities enforcement has crossed the border: regulatory authorities respond to financial crisis with a call for greater international cooperation, but where will that lead? *University of Pennsylvania journal of business law*. Philadelphia: Penn Law, v. 13, i. 4, 2011. pp. 927-954.

<sup>758</sup> Para referências sobre esse caso, consulte-se a nota de rodapé 11 supra.

### 5.2.2. Interação entre o processo administrativo e o processo penal

À CVM se atribui, assim, o papel mais relevante na apuração dos ilícitos no âmbito do mercado de capitais, seja para fins administrativos, seja para fins penais. Terminada a fase investigatória apuração preliminar, passa-se a uma segunda etapa, de caráter punitivo. Atualmente, em termos de direito posto, nesse momento, em regra, iniciam-se dois procedimentos que correm em paralelo: o processo administrativo sancionador e o processo penal.

No Capítulo 4.5, procurou-se oferecer uma interpretação racional dos procedimentos, normas e instituições envolvidos, de modo a demonstrar como repercutem as decisões administrativas na esfera penal e vice-versa. Tal interpretação, contudo, está baseada na realidade hoje prevalente, em que os procedimentos são efetivamente levados a cabo de forma independente.

Essa autonomia dos procedimentos, no entanto, não se apresenta como a melhor solução do ponto de vista do desenvolvimento de uma política sancionatória integrada. É preciso pensar em mecanismos mais racionais de distribuição da competência punitiva.

Na Espanha, por exemplo, o artigo 272 da *Ley de Valores Mobiliarios* se refere à “prejudicialidade penal”, assim dispondo:

Artículo 272. Prejudicialidad penal.

1. El ejercicio de la potestad sancionadora a que se refiere esta ley será independiente de la eventual concurrencia de delitos o faltas de naturaleza penal.
2. No obstante lo previsto en el apartado anterior, cuando se esté tramitando un proceso penal por los mismos hechos o por otros cuya separación de los sancionables con arreglo a esta ley sea racionalmente imposible, el procedimiento quedará suspendido respecto de los mismos hasta que recaiga pronunciamiento firme de la autoridad judicial. Reanudado el expediente, en su caso, la resolución que se dicte deberá respetar la apreciación de los hechos que contenga dicho pronunciamiento.

Como se vê, os procedimentos, em princípio, correm separadamente, mas, quando os fatos forem os mesmos ou outros que tornem “racionalmente impossível” a sua separação, o procedimento administrativo ficará suspenso até o pronunciamento judicial final; finalizado o processo, a decisão aí tomada vinculará a esfera administrativa.



A solução afigura-se interessante, com algumas adaptações. Propugnou-se, anteriormente, de *lege ferenda*, uma distinção mais clara entre os ilícitos administrativo e criminal. Realizada essa alteração, a efetiva caracterização – assim como a comprovação – do delito se tornaria mais difícil, de modo que em quantidade reduzida de casos haveria necessidade de persecução penal.

Nesse cenário, uma vez finalizada a investigação, as conclusões atingidas pela CVM – com ou sem o apoio de outras instituições – seriam enviadas ao Ministério Público Federal apenas diante de indícios mínimos de conduta criminosa. O Ministério Público, após análise da suficiência dos indícios colhidos, proporia imediatamente a ação penal, requisitaria a realização de diligências complementares ou, eventualmente, o arquivamento da investigação apenas sob o aspecto penal.

Assim, a formação da *opinio delicti* pelo Ministério Público, titular da ação penal pública, condicionaria a atuação sancionadora da CVM. Enquanto não manifestada a *opinio delicti*, a CVM ficaria impedida de iniciar qualquer procedimento administrativo sancionador.

Se promovido e deferido o arquivamento do feito na esfera penal, somente então poderia a autarquia iniciar a persecução administrativa. De outro lado, uma vez oferecida e recebida a denúncia, a CVM teria de aguardar o desfecho do processo penal: a) em caso de condenação, o reconhecimento do crime afastaria a caracterização da infração administrativa, pois, de acordo a distinção material proposta, se comprovada a lesão ao bem jurídico a punição ocorreria apenas na esfera penal; b) em caso de absolvição fundada em prova da inexistência do fato (CPP, art. 386, I) ou em prova de que o réu não concorreu para a infração penal (CPP, art. 386, IV), não poderia a CVM pretender punir o réu, dado o caráter definitivo da sentença penal absolutória sobre essas questões (CC, art. 935); c) finalmente, caso extinta a ação penal ou absolvido o réu por outro fundamento – como a atipicidade (penal) da conduta, por exemplo – em princípio poderia a CVM iniciar a persecução administrativa<sup>759</sup>.

Estas sugestões dependem de alteração legislativa tanto no campo material, com a distinção entre as infrações administrativas e o delito de manipulação do mercado, como no campo processual, através da previsão expressa da atuação condicionada da CVM. Com isso, crê-se que a política sancionatória da manipulação de mercado se tornaria mais racional e eficiente.

---

<sup>759</sup> Essa assertiva deve ser tomada *cum grano salis*. A depender do caso concreto, a persecução administrativa poderia restar obstada por outras razões. Por exemplo, caso a ação penal seja anulada por se embasar totalmente em provas consideradas ilícitas, essa decisão evidentemente repercutiria na esfera administrativa, onde tampouco as provas teriam qualquer validade.

Também de *lege ferenda*, seria recomendável a adoção de uma regra que estabeleça, em caso de celebração de termo de compromisso entre a CVM, o MPF e o agente investigado, a suspensão do prazo prescricional e o impedimento do oferecimento de denúncia até o seu total cumprimento, momento em que será extinta a punibilidade do agente, tal qual ocorre em relação aos acordos de leniência celebrados, no âmbito concorrencial, com a Superintendência-Geral do Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE (Lei nº 12.529/2014, artigo 87)<sup>760</sup>.

Tal regra, a um só tempo: a) evitaria duplo processamento, indesejável à luz do princípio da eficiência, no que se refere aos gastos públicos na repressão da manipulação; b) pela mesma razão, prestigiaria a vedação do *bis in idem*; e c) conferiria maior segurança jurídica aos participantes do mercado, incentivando-os a assumir eventuais ilícitos em troca da previsibilidade das consequências a serem suportadas.

---

<sup>760</sup> A sugestão, embora sem a participação do MPF, é de BOTTINO, Tiago; OLIVEIRA, Eduardo. *Op. cit.* p. 174. A participação do MPF na negociação se justifica à luz da alteração proposta, considerando-se a formação da *opinio delicti* como condição prévia ao possível sancionamento administrativo.



## SÍNTESE DAS PRINCIPAIS CONCLUSÕES

### INTRODUÇÃO

1. Práticas espúrias existem desde os primórdios do mercado de capitais, mas as possibilidades de perpetração dessas condutas cresceram exponencialmente com a cada vez mais acentuada complexidade dos mercados internacionais e a utilização maciça de tecnologia informática na execução das operações.

2. Os mercados de capitais representam uma ferramenta de suprema importância para a economia de um país, permitindo o financiamento da atividade produtiva a custos mais baixos, servindo como alternativa de investimento, especialmente de médio e longo prazo, aos agentes superavitários e facilitando a alocação dos recursos escassos aos projetos mais eficientes.

3. Dada a relevância do mercado de capitais e a ampla possibilidade de sua manipulação, constata-se uma global tendência contemporânea de criminalização desse tipo de práticas. Por outro lado, a despeito de as condutas já se encontrarem tipificadas entre nós há mais de quinze anos e de terem despontado recentemente ações penais envolvendo supostos delitos de manipulação de mercado, remanesce uma eloquente lacuna da doutrina brasileira na matéria.

4. O objetivo principal desta tese consiste em estabelecer os fundamentos e os limites da criminalização da manipulação de mercado a partir da determinação precisa do bem jurídico passível de tutela.

### CAPÍTULO 1

6. A teoria do bem jurídico, extraída da Constituição, persiste como o mais eficiente mecanismo crítico de limitação da intervenção penal.

7. Dada a sua necessária adaptabilidade a mudanças sociais, geográficas e temporais, a ideia de bem jurídico somente pode ser compreendida como um conceito tipológico, incompatível com uma definição rígida e inflexível de seus elementos.

8. Em sua faceta positiva, a ideia de bem jurídico serve essencialmente para confirmar a possibilidade de tutela penal de objetos vinculados a direitos fundamentais; seu maior potencial crítico, porém, apresenta-se em sua faceta negativa, que fornece subsídios dogmáticos para a proibição da intervenção penal em determinados âmbitos.

9. A funcionalidade crítica ao legislador do conceito de bem jurídico, ademais, não se esgota em si mesmo; a partir desse conceito podem ser aplicados mais profundos filtros de

legitimidade, em especial pela aplicação dos princípios da subsidiariedade e da fragmentariedade, bem como do postulado da proporcionalidade.

10. Além de seu papel revisional do próprio legislador, o bem jurídico é fundamental como critério de interpretação teleológica dos tipos penais.

11. Para que a teoria do bem jurídico possa se desincumbir a contento de suas funções, é imprescindível que a doutrina dedique esforços à identificação do bem jurídico subjacente a cada tipo penal, em especial no que se refere aos bens jurídicos supraindividuais.

12. Não existe consenso na doutrina sobre os elementos suficientes e necessários para a formação de um conceito classificatório de crime econômico. Isso não se deve a uma deficiência teórica, mas à acentuada historicidade e dinamismo do direito penal econômico, profundamente vinculado às particularidades da conjuntura econômico-social de cada país.

13. Essa plasticidade do direito penal econômico indica que sua conceituação a partir de supostas características exclusivas e imprescindíveis de seus delitos é inviável. O direito penal econômico é categoria tipológica: quanto mais claramente presentes (ou ausentes) estiverem as características típicas que identificam o direito penal econômico, mais consensual será o enquadramento (ou o não enquadramento) da infração penal examinada em tal categoria; ausentes algumas das características típicas, adentra-se a uma zona cinzenta, em que o delito poderá estar mais próximo do direito penal econômico ou mais bem identificado com o direito penal tradicional.

14. Dentre as características do direito penal econômico, destacam-se, para a presente tese, a proteção de bens jurídicos supraindividuais de caráter econômico, a utilização de tipos penais estruturados como de perigo abstrato e a previsão de elementos normativos, com remissão a conceitos dos ramos jurídicos de origem.

15. A proteção de bens jurídicos supraindividuais não pressupõe que as regras penais sejam estruturadas sob a forma de tipos de perigo abstrato. O contrário também é verdadeiro: tipos de perigo abstrato podem tutelar bens jurídicos individuais.

16. Para a consumação delitiva, exige-se nos delitos de lesão o efetivo dano ao bem jurídico; nos delitos de perigo basta a exposição a perigo do bem jurídico tutelado, podendo a lei exigir sua demonstração concreta (crimes de perigo concreto) ou satisfazendo-se com a presunção abstrata do risco (crimes de perigo abstrato).

17. Verdadeiros bens jurídicos supraindividuais tem como características a não exclusividade do gozo, a não rivalidade do consumo e, ligada a esta, a não distributividade. Além

disso, de acordo com o teste da não-especificidade, não se reconhece um bem coletivo como objeto de proteção se a afetação desse bem pressupõe necessariamente a simultânea afetação de um bem individual.

18. A diferença entre ilícitos penais e administrativos é parcialmente material e parcialmente formal.

19. Materialmente, por um lado, existe um restrito núcleo de condutas que imperiosamente, num Estado de Direito, devem ser repudiadas pelo direito penal e, por outro lado, as infrações administrativas não estão necessariamente ligadas à proteção de bens jurídicos, de modo que podem ser instituídas com fins imediatamente regulatórios.

20. Em relação às demais condutas, que se mostrem (ao menos potencialmente) ofensivas a bens jurídicos, a decisão sobre sua configuração como crime ou como infração administrativa dependerá do exercício da discricionariedade legislativa, embora submetida aos princípios da subsidiariedade e da fragmentariedade e ao postulado da proporcionalidade. A depender da escolha do legislador, a aplicação da respectiva sanção estará submetida a regimes jurídicos (administrativo ou penal) bastante distintos.

## **CAPÍTULO 2**

21. O mercado financeiro em sentido amplo compreende o mercado de crédito (ou mercado financeiro em sentido estrito ou mercado bancário), o mercado monetário (ou mercado aberto), o mercado cambial (ou mercado de divisas) e o mercado de capitais (ou mercado de valores mobiliários).

22. Diferentemente do que ocorre no mercado financeiro em sentido estrito, a mobilização da poupança no mercado de capitais ocorre diretamente do sujeito superavitário para o agente deficitário; as instituições financeiras apresentam-se como meros intervenientes na operação, mas não como intermediários de crédito; e as operações se caracterizam pela impessoalidade.

23. Como ocorre em diversos âmbitos sociais e econômicos atualmente, o mercado de capitais está sujeito à regulação (estatal) e, dentro dos limites impostos por esta, à (autor)regulação estabelecida pelos próprios atores do mercado.

24. A regulação do mercado de capitais, no direito brasileiro, tem por finalidade o desenvolvimento econômico do país ao lado de outros interesses públicos, mas isso não afasta a necessidade de correção de falhas de mercado. A confluência desses objetivos se situa na finalidade

nuclear de viabilização do mercado como mecanismo de financiamento da atividade produtiva, através da captação e alocação de recursos superavitários para os projetos mais eficientes de investimento.

25. A regulação compreende a atividade normativa, caracterizada pela elaboração de normas legais ou regulamentares, a atividade fiscalizatória, que abrange o eventual registro das entidades atuantes no setor regulado e a supervisão e fiscalização das suas atividades para verificação do cumprimento das referidas normas, e a atividade sancionadora, que se refere à aplicação, quando cabível, de penalidades administrativas.

26. A Comissão de Valores Mobiliários, principal entidade reguladora do mercado de capitais brasileiro, exerce funções normativa, fiscalizadora e sancionadora, ao lado da autorregulação levada a cabo pelos próprios participantes do mercado.

27. As entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários também possuem competência sancionadora em relação às pessoas autorizadas a operar em seus sistemas, mas existem mecanismos voltados a mitigar os efeitos do duplo sancionamento, como a consideração pela CVM, em seus processos administrativos sancionadores, da multa aplicada pelo órgão autorregulador, para fins de cálculo do valor máximo da multa que a própria autarquia pode aplicar.

28. Quanto ao nível de informação, há no mercado investidores informados e investidores desinformados: aqueles utilizam as informações disponíveis no mercado sobre os valores mobiliários, comprando instrumentos subvalorizados e vendendo os sobrevalorizados; estes são os agentes do mercado que atuam sem deter ou sem processar adequadamente informações que lhes confirmem racionalidade na análise do valor de um ativo.

29. Há três tipos de investidores informados atuantes no mercado de capitais: aqueles que realizam análise fundamentalista das ações (*value traders*); aqueles negociam com informações obtidas diretamente por alguém ligado a uma fonte institucional (*insider traders*); e aqueles que transacionam estimulados por notícias muito recentemente publicadas e ainda não assimiladas pela maioria dos agentes do mercado (*announcement traders*).

30. Ao comprar instrumentos subvalorizados e vender os sobrevalorizados, os investidores informados aproximam o valor das ações negociadas ao seu valor intrínseco, fomentando a habilidade do mercado de fazer com que os recursos nele investidos sejam direcionados para os projetos econômicos mais eficientes (capacidade funcional alocativa).

31. As condutas manipuladoras afetam as informações explícitas e implícitas existentes no mercado, fornecendo aos demais participantes – em especial aos investidores informados – sinais falsos a respeito do valor intrínseco dos ativos, tornando o seu preço menos informativo e, assim, o mercado e a economia como um todo menos eficientes.

32. Na prática do mercado, de acordo com o meio utilizado para a manipulação, podem ser diferenciadas três formas de manipulação de mercado: a) baseada em informações (*information-based*), que ocorre através da disseminação de falsas informações ou rumores sobre uma companhia; b) baseada em condutas (*action-based*), na qual são realizados atos concretos, via de regra por pessoas internas ao emissor, para forçar o preço dos valores mobiliários na direção desejada; c) baseadas em transações (*trade-based*), na qual a manipulação ocorre no próprio mercado, apenas através da compra e venda de valores mobiliários.

33. Embora mais difícil de ser realizada com êxito, a manipulação baseada em transações não é autodissuasória, por algumas razões: a) via de regra, as formas de manipulação de mercado aparecem acopladas, para assegurar uma maior probabilidade de sucesso; b) esse tipo de manipulação tem mais chance de sucesso se realizada com ações mais baratas (*penny stocks*), menos líquidas e num ambiente em que existam poucos investidores informados ou em que estes demorem para reagir; c) existem hipóteses de manipulação em que o benefício é obtido fora do mercado (*contract-based manipulation*), como quando há manipulação de índices de referência (*benchmark manipulation*). Ademais, mesmo que eventualmente a prática dessas operações não pudesse gerar vantagens para seus perpetradores, tais condutas fornecem informações implícitas falsas ao mercado, afetando a capacidade funcional alocativa do mercado de capitais.

34. Na esfera administrativa, desde a edição da Instrução CVM nº 08/1979, a manipulação de mercado é uma prática vedada composta de quatro infrações distintas: a) criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários; b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários; c) operação fraudulenta; d) prática não equitativa.

35. Apesar dos termos amplos utilizados na definição administrativa, a jurisprudência da CVM tem esclarecido paulatinamente – não de forma insuscetível de crítica – os elementos de cada ilícito. A comparação desses pressupostos de incidência de cada infração administrativa com os elementos do tipo penal auxilia na interpretação deste e na resolução de problemas relacionados à interação entre as instâncias (administrativa e penal).



### CAPÍTULO 3

36. A capacidade funcional do mercado de capitais – isto é, sua aptidão de executar as funções dele esperadas e servir aos interesses públicos e particulares envolvidos – manifesta-se sob as facetas institucional, operacional e alocativa. Esta última se refere à eficiência com que o mercado de capitais dirige os recursos escassos para investimentos mais vantajosos.

37. A qualidade do acesso dos investidores às informações relevantes é essencial para que o mercado – especialmente por meio dos investidores informados – direcione os preços dos títulos negociados ao seu valor intrínseco. Ao convergirem tendencialmente para o valor intrínseco da ação na visão média dos investidores informados, os preços de negociação são considerados informativos.

38. A manipulação do valor dos ativos torna seu preço menos informativo, na medida em que as negociações realizadas pelos manipuladores são interpretadas pelos demais agentes do mercado, especialmente quando envolvem altos valores e volumes negociados, como se realizadas por investidores informados e, com isso, afastam o preço de negociação do valor intrínseco do título. De igual modo, a realização de operações simuladas sinaliza falsamente a existência de oferta e demanda pelo ativo financeiro negociado, influenciando artificialmente o processo de formação de preços.

39. A permissividade em relação à manipulação do mercado desestimula a atuação dos investidores informados, que não conseguiriam sozinhos identificar distorções em informações implícitas. A proibição da manipulação também impede a deturpação da informação explícita, pois as informações prestadas devem ser completas e fidedignas e, ademais, fatos relevantes tem de ser revelados.

40. A repressão à manipulação, ao reduzir a frequência de informações manipuladas, reduz o risco de informação assimétrica e, com isso, a seleção adversa. Isso leva à diminuição dos *spreads* praticados entre oferta de compra e venda, resultando em maior liquidez, menor custo de capital e melhora na eficiência do mercado.

41. O mecanismo de formação de preços de valores mobiliários, aspecto inerente à capacidade funcional alocativa do mercado, é o bem jurídico afetado diretamente por práticas de manipulação de mercado. Trata-se de um verdadeiro bem jurídico supraindividual, um pressuposto real de funcionamento eficiente do mercado de capitais, inconfundível com bens jurídicos individuais. Cuida-se, ademais, de bem jurídico revestido de dignidade constitucional, diante da

existência na Constituição de várias normas protetivas de interesses atingidos pelas condutas manipuladoras no mercado de capitais.

42. A sanção penal consiste na mais grave restrição do direito fundamental de liberdade, de modo que sua previsão e aplicação somente são admissíveis se proporcionais. Para medir a legitimidade da restrição penal ao direito de liberdade se utiliza o postulado da proporcionalidade.

43. O tipo penal previsto no artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976 mostra-se, em linhas gerais, normativamente adequado para a proteção da capacidade funcional alocativa do mercado de capitais, a despeito da proteção indevida de mercados não-organizados e da previsão de inadequados elementos subjetivos especiais. Do ponto de vista empírico, não existem dados suficientes para se concluir pela inadequação da incriminação.

44. O teste da necessidade envolve duas etapas: o exame da igualdade de adequação dos meios e o exame do meio menos restritivo. Para a prevenção da manipulação de mercado o legislador e a CVM possuem à sua disposição diversos meios, como a própria regulação das operações; a utilização somente de medidas de caráter não punitivo, como a reparação cível; a previsão de sanções pelos órgãos autorreguladores; a previsão de sanções administrativas; e a previsão de sanções penais. Embora a finalidade de prevenção da manipulação de mercado esteja presente em todos esses meios, sua eficácia na promoção de tal fim não é, em princípio, idêntica.

45. Estudos empíricos estrangeiros, realizados no âmbito do mercado de capitais e em outros setores do direito penal econômico, demonstram a maior eficácia das sanções criminais para a prevenção de condutas indesejadas. Por outro lado, levantamento a respeito da jurisprudência da CVM aponta para um número pouco significativo de ocorrências de manipulação de mercado e, mesmo entre aqueles casos detectados, as sanções administrativas mais severas têm sido pouco aplicadas. De todo modo, não há dados que autorizem uma conclusão definitiva sobre a (des)necessidade de tutela penal, o que torna problemático um controle judicial sobre a decisão do legislador.

46. Não obstante, a conjugação das análises empíricas realizadas em países com mercados mais desenvolvidos com os dados do sancionamento administrativo no Brasil deve ser levada em consideração no exame da proporcionalidade em sentido estrito. O postulado da proporcionalidade em sentido estrito – cujo conteúdo, nesse âmbito, deve ser preenchido especialmente pelo princípio da fragmentariedade –, indica que os casos de manipulação do mercado devem ser regulados, do ponto de vista sancionador, majoritariamente apenas pela esfera

administrativa. Essa tarefa cabe primordialmente ao legislador, mas, enquanto a distinção não for feita expressamente pela lei, é função de seus aplicadores interpretá-la de modo sistemático, relegando a incidência do tipo penal aos casos mais graves de manipulação de mercado.

47. Se o bem jurídico for protegido de forma consideravelmente mais eficiente através de um crime de perigo abstrato do que através de um crime de lesão ou de perigo concreto será legítima, em princípio, sua previsão legal. A gravidade e a complexidade da comprovação da efetiva lesão à capacidade funcional alocativa do mercado indicam a admissibilidade da utilização de um tipo de perigo abstrato.

48. Ainda assim, solução mais equilibrada dos interesses em jogo sugere que se requeiem para a esfera administrativa as ameaças meramente potenciais ao bem jurídico. Não tendo sido esta, porém, a opção do nosso legislador, cabe ao intérprete, no mínimo, verificar a idoneidade *ex ante* da conduta concreta para a produção do menoscabo ao bem jurídico protegido. Um caminho que viável para essa constatação é a aplicação da teoria da imputação objetiva.

49. No âmbito do desvalor da ação, a conduta, ainda que preencha formalmente os elementos objetivos do tipo, deva ser considerada típica apenas se criar um risco, além de juridicamente desaprovado, relevante ao bem jurídico. Com isso, por exemplo, serão consideradas atípicas as práticas de mercado admissíveis do ponto de vista da regulação e a manipulação informativa sem capacidade de influência ponderável sobre decisões de investimento.

50. No que diz respeito ao desvalor do resultado, só é imputável a conduta que se encontre ao alcance do tipo, isto é, que viole o fim de proteção da norma. Algumas práticas punidas administrativamente como manipulação de mercado podem não se encontrar ao alcance do tipo penal, como, por exemplo, as operações conhecidas como “esquentar-esfria”, quando realizadas em valores reduzidos, com ações líquidas e a preços de mercado.

51. A proibição de leis indeterminadas, derivada do princípio da legalidade, impõe que as regras penais incriminadoras possuam forte intensidade conceitual. Fundamentos político-criminais e metodológicos, porém, impedem uma compreensão demasiado estreita deste princípio: de um lado, em diversas situações a proteção de bens jurídicos é mais bem exercida através da utilização de tipos penais com grande extensão conceitual; de outro lado, o direito, como linguagem que é, está sujeito às limitações decorrentes da impossibilidade de transmissão unívoca de mensagens que lhe é inerente.

52. Delito típico da criminalidade moderna, a manipulação de mercado se apresenta sob múltiplas formas, sendo a abertura do tipo uma inevitável decorrência da complexidade da matéria regulada. No Brasil, o legislador se valeu das expressões “operações simuladas” ou “outras manobras fraudulentas”, obedecendo o princípio da legalidade penal, na medida em que se trata de institutos que, por um lado, gozam de tradição no nosso direito, e, por outro, serão consolidados nesse setor específico através da contínua catalogação, doutrinária e jurisprudencial, de práticas de mercado inaceitáveis ao longo dos anos. De todo modo, dada a amplitude semântica do tipo penal, nos casos duvidosos, a conduta deverá ser reputada lícita.

53. Não há na Constituição brasileira proibição expressa contra a possibilidade de aplicação de mais de sanções penal e administrativa pelo mesmo fato. Tampouco a jurisprudência relacionada aos tratados internacionais internalizados pelo ordenamento jurídico brasileiro indica a inadmissibilidade do duplo sancionamento.

54. Após um desenvolvimento vacilante sobre a admissibilidade da aplicação de sanções administrativas e penais pelo mesmo fato, a jurisprudência estadunidense se firmou no sentido de que a dupla punição, em especial no mercado de capitais, não ofende a cláusula da proibição do duplo risco (*double jeopardy clause*). O Tribunal Europeu de Direitos Humanos, por outro lado, recentemente reputou como violadora da proibição ao *bis in idem* a imposição de sanções administrativa e penal pela prática de manipulação de mercado por autoridades italianas.

55. Salvo nos casos em que a medida rotulada de administrativa conduz à privação de liberdade, em que a violação ao *bis in idem* é evidente, o exame do direito comparado não fornece elementos confiáveis para identificar quando uma sanção identificada legalmente como administrativa deva ser visualizada como verdadeira pena criminal.

56. Não é possível extrair a proibição absoluta da aplicação de sanções penal e administrativa para o mesmo fato diretamente de princípios como a legalidade e a tipicidade ou de fundamentos de pouca densidade conceitual, como a dignidade da pessoa humana. À luz do postulado da proporcionalidade em sentido estrito, porém, os princípios da vedação de *bis in idem* e da eficiência administrativa apontam para a necessidade, de *lege ferenda*, de estabelecimento de uma política sancionadora integrada e, de *lege lata*, de utilização de mecanismos que possibilitem uma aplicação proporcional das sanções previstas.

## CAPÍTULO 4

57. Com o acréscimo do artigo 27-C à Lei nº 6.385/1976, pela Lei nº 10.303/2001, tem-se como revogadas as figuras típicas que tratavam da manipulação do mercado.

58. Apesar da falta de previsão legal expressa de competência federal, o crime tipificado no artigo 27-C afeta interesse direto da União e da Comissão de Valores Mobiliários, autarquia federal, na manutenção da regularidade do mercado de capitais. A competência para processamento e julgamento do delito é, portanto, da Justiça Federal.

59. A competência territorial é determinada, em regra, pela norma do artigo 70 do Código de Processo Penal, sendo competente a Subseção Judiciária do local em que se consumar a infração: na manipulação baseada em negociações, reputa-se consumado o delito no local em que as ordens foram emitidas; na manipulação informativa, o crime se consumará no local em que se for prestada e tornada pública a informação falsa ou distorcida; na manipulação baseada em condutas, deve-se verificar o local em que estas foram perpetradas.

60. O delito de manipulação de mercado é estruturado como crime comum, de modo que pode ser sujeito ativo do delito qualquer pessoa que realize os elementos do tipo. Na classificação formulada por Roxin para distinguir autores de partícipes, trata-se de um delito de domínio, que pode ser praticado através do domínio da ação, do domínio da vontade e do domínio funcional do fato.

61. Se o intermediário descumpre dolosamente deveres e vedações que lhes são impostos, contribuindo materialmente para a realização da conduta típica e para o aumento do risco proibido à ocorrência do delito, ser-lhes-á imputada objetivamente a responsabilidade penal como partícipes do crime de manipulação de mercado.

62. Sujeitos passivos do delito são a União e a CVM. Embora o bem jurídico tutelado pelo delito não seja o patrimônio dos investidores, deve ser a estes reconhecida a condição de “sujeitos passivos secundários” do delito, *rectius*, devem ser os investidores considerados “ofendidos” para fins processuais-penais.

63. O tipo compreende operações, entendidas como negócios jurídicos especificamente fechados no mercado de capitais, e outras manobras, cláusula que deixa grande margem de abertura para a consumação do delito por intermédio de qualquer ação humana. Esses elementos somente possuem significado completo quando acoplados aos adjetivos simuladas e fraudulentas.

64. Operações simuladas são aquelas em que a declaração aparente de vontade não visa a produzir efeito jurídico nenhum (simulação absoluta) e aquelas em que o negócio simulado é destinado a produzir efeitos diferentes dos típicos do negócio (simulação relativa).

65. Compreende-se como fraudulenta toda manobra maliciosa que leve terceiros a uma falsa percepção da realidade. As manobras fraudulentas que podem ser executadas para a manipulação do mercado são multifacetadas e envolvem estratégias bastante diferentes entre si.

66. A definição acerca do caráter fraudulento de uma conduta está intrinsecamente vinculada à criação de um risco proibido ao bem jurídico, o que pressupõe a violação de normas extrapenais de regulação do mercado, de modo que práticas aceitas no mercado afastam o risco proibido. A existência de justificativas econômicas razoáveis para a realização das operações também constitui importante elemento para afastar seu suposto caráter de artificialidade.

67. No Brasil, apesar de a lei não prever expressamente a manipulação informativa, admite-se que a manobra fraudulenta prevista no tipo possa assumir a forma de divulgação de informações falsas. Essa interpretação, além de conforme com o princípio da legalidade, mostra-se político-criminalmente adequada, na medida em que oferece maior proteção ao bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado.

68. O tipo penal exige, segundo uma interpretação voltada ao bem jurídico, que a conduta possua idoneidade para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado, isto é, para afetar o processo regular de formação de preços de valores mobiliários.

69. Para o exame dessa idoneidade, deve-se valer o intérprete de um juízo *ex ante*, voltado ao momento da realização da conduta, efetuando uma prognose sobre o seu potencial lesivo. Embora não seja exigido o resultado para a caracterização do delito, a ocorrência desse resultado servirá como comprovação de que a conduta efetivamente colocou em risco o bem jurídico – há uma confirmação *ex post* de um juízo realizado *ex ante*.

70. O delito de manipulação de mercado envolve necessariamente valores mobiliários, arrolados no artigo 2º da Lei nº 6.385/1976. Além disso, o delito somente se perfectibiliza se as condutas se voltarem a produzir efeitos em bolsas de valores, de mercadorias e de futuros e no mercado de balcão organizado. Embora o tipo penal se refira, ainda, ao mercado de balcão (não-organizado), a incidência da norma em relação a condutas voltadas apenas a esse âmbito mostra-se inadequada à proteção do bem jurídico.

71. A catalogação das condutas mais usuais de manipulação (tipologias) identificadas no mercado auxilia na concretização do tipo penal, conferindo maior segurança e previsibilidade na aplicação da norma.

72. O delito de manipulação do mercado somente é punível na forma dolosa. Para a caracterização do dolo basta que o agente represente perfeitamente a realidade que o cerca e, tendo domínio da realização do fato, decida efetivamente praticar a conduta, independentemente de se perquirir se queria atingir o resultado ou se aceitava sua ocorrência.

73. O dolo engloba os elementos normativos do tipo, de modo que tem o agente de saber que realiza uma operação simulada ou uma manobra fraudulenta, bem como que tais condutas podem produzir efeitos sobre valores mobiliários, negociados em bolsas ou mercado de balcão. Relevante para o dolo é verificar se o agente conhece as circunstâncias fáticas que envolvem sua conduta e que a inquina de simulada ou fraudulenta, e não se ele próprio assim a considera – consideração esta que interessa apenas para a verificação de eventual erro de proibição.

74. O tipo penal prevê, além do dolo, mais três elementos subjetivos. O primeiro deles consiste na finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários; os outros dois elementos subjetivos específicos se apresentam de forma alternativa, bastando a presença de um deles para a caracterização do delito: a) o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem; ou b) o fim de causar dano a terceiros.

75. O tipo penal do artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976 veicula elementos de *acessoriedade conceitual*, ao aludir a “valores mobiliários”, “bolsa de valores, de mercadorias e de futuros”, “mercado de balcão” e “mercado de balcão organizado”, mas sem remeter expressamente a atos administrativos gerais ou individuais. Não obstante, a estrutura linguística dos ilícitos penal e administrativo é de tal maneira intrincada que não se visualiza a possibilidade de que o delito se caracterize sem a consumação concomitante de alguma das formas administrativas de manipulação do mercado previstas na Instrução CVM nº 08/1979.

76. A recíproca não é verdadeira: nem todas as condutas que caracterizem a infração administrativa de manipulação do mercado subsumir-se-ão à hipótese de incidência do tipo penal. Notadamente, algumas das principais formas de manipulação que consubstanciam práticas não equitativas e operações fraudulentas não preenchem os elementos do tipo penal.

77. O término do processo administrativo sancionador não é um pressuposto necessário para a persecução penal no crime de manipulação de mercado, de modo que a caracterização da

tipicidade material do delito independe da conclusão definitiva da CVM ou do CRSFN a respeito das condutas examinadas. A despeito disso, a depender da complexidade do caso concreto, o desfecho do processo administrativo será relevante para a comprovação da materialidade delitiva, podendo sua ausência, eventualmente, impedir a configuração até mesmo da justa causa.

78. Por outro lado, o caráter sistemático do ordenamento jurídico impõe uma interação das esferas, pautada pela observância da especialidade de cada âmbito, de modo a afastar soluções contraditórias.

79. No que tange ao peso da decisão administrativa sobre a esfera penal, devem ser diferenciadas questões fáticas, questões técnicas e questões jurídicas.

80. A percepção administrativa sobre questões fáticas – aquelas relacionadas aos aspectos da realidade fenomênica diretamente apreensíveis aos sentidos e passíveis de comprovação – não é, de maneira alguma, determinante para a esfera penal.

81. O juiz criminal tampouco está vinculado ao entendimento adotado pelos órgãos de julgamento administrativos sobre questões eminentemente jurídicas – aquelas cuja solução depende mormente de métodos interpretativos tipicamente jurídicos. Posto que a caracterização do ilícito administrativo da manipulação de mercado se apresente como pressuposto do delito de manipulação de mercado, isso não significa conceder à CVM ou ao CRSFN a exclusividade – ou sequer a prevalência – na compreensão jurídica dos institutos previstos na regulação do mercado de capitais. A última palavra será sempre do Poder Judiciário, à luz da inafastabilidade do controle jurisdicional (CF, art. 5º, XXXV).

82. Por outro lado, o entendimento da CVM ou do CRSFN sobre a ausência de caracterização do ilícito administrativo, em razão de uma dada interpretação jurídica, gerará reflexos para a seara penal, os quais se mostrarão diversos de acordo as peculiaridades do caso concreto. Embora não esteja a decisão a ser proferida no processo penal totalmente vinculada aos fundamentos da decisão administrativa, estes devem ser detalhadamente enfrentados em caso de discordância, recaindo sobre o juiz criminal um ônus adicional na fundamentação da comprovação do injusto penal.

83. Se o entendimento da CVM ou do CRSFN no caso concreto não é fundamento suficiente, por si só, para o reconhecimento da ausência de justa causa, deve-se reconhecer que a existência de uma jurisprudência administrativa consolidada a respeito da legitimidade de



operações como aquelas realizadas no caso concreto podem conduzir à caracterização de eventual erro de proibição inevitável (CP, art. 21, segunda parte).

84. No que se refere às questões eminentemente técnicas – aquelas estritamente relacionadas ao conhecimento especializado dos reguladores do mercado de capitais –, do mesmo modo que se passa com um laudo pericial, a avaliação da CVM não vincula necessariamente o juiz criminal, que pode aceitá-la ou rejeitá-la, no todo ou em parte (CPP, art. 182); porém, também como ocorre em relação ao laudo pericial, a rejeição das conclusões administrativas dependerá de uma motivação judicial bastante convincente, notadamente porquanto o juiz não possui os conhecimentos especializados da CVM.

85. A regulamentação da comunicabilidade da decisão proferida na esfera criminal sobre o âmbito administrativo segue essencialmente a disciplina dos efeitos penais em relação à ação civil *ex delicto*, formada por regras localizadas no Código de Processo Penal e no Código Civil.

## CAPÍTULO 5

86. Mostram-se recomendáveis alterações legislativas para o atingimento de dois objetivos: a) adequar o tipo penal à proteção do bem jurídico identificado, reduzindo sua incidência às condutas mais graves de manipulação do mercado e, ao mesmo tempo, coartando as lacunas de punibilidade existentes; e b) produzir ganhos de eficiência institucional no combate às condutas manipuladoras.

87. Uma reforma legislativa do tipo penal justifica-se, principalmente, para diferenciar, de forma clara, as hipóteses de incidência do tipo penal e das infrações administrativas, prestigiando-se, assim, os princípios constitucionais do direito penal.

88. Na esfera administrativa, justifica-se a manutenção da aplicação de punições a condutas independentemente da demonstração de afetação ao bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado, pois a mera utilização do mercado de capitais para finalidades impróprias é considerada indesejável sob o ponto de vista regulatório.

89. Para uma proteção mais adequada do bem jurídico, deveria o tipo penal contemplar ter por objeto de referência não apenas os valores mobiliários, mas qualquer instrumento financeiro – aí incluídos não apenas os títulos públicos, mas também os índices e indicadores financeiros utilizados como parâmetro de operações financeiras (*benchmarks*).

90. Por outro lado, em homenagem à vedação ao *bis in idem* e ao princípio da eficiência administrativa, a legislação deveria utilizar um critério distintivo entre condutas de menor gravidade, a serem sancionadas apenas administrativamente, e ações mais agressivas ao bem jurídico, merecedoras da tutela penal. O critério mais razoável que se apresenta para a diferenciação é aquele, adotado na Alemanha, da efetiva alteração da regularidade do processo de formação de preços dos valores mobiliários: caso não atingido o resultado, a conduta caracterizaria uma mera infração administrativa.

91. A regulação penal deveria, ainda: a) contemplar expressa e distintamente a manipulação operativa e a manipulação informativa; b) prever um tipo penal omissivo próprio, especificamente para os administradores de companhias abertas, consistente em sonegar informação devida voltada à manipulação do mercado; c) atribuir expressa competência para que a CVM enumere casos que geram suspeita de manipulação de mercado (tipologia da manipulação), bem como descreva práticas aceitas de mercado, criadoras de risco permitido ao bem jurídico; d) eliminar referências a elementos de conteúdo patrimonial, inadequados à proteção do bem jurídico coletivo.

92. Também seria desejável a criação de um tipo penal próprio de infidelidade patrimonial, para coibir condutas de obtenção de vantagens indevidas baseadas na violação de deveres fiduciários que não estão abarcadas no tipo penal da manipulação do mercado, como ocorre no *front running* e no *scalping*.

93. É necessário iniciar uma discussão racional sobre o arranjo institucional mais eficiente para o incremento da cooperação entre os órgãos envolvidos na prevenção e na repressão da manipulação de mercado e para a supressão das incoerências decorrentes da prolação de decisões contraditórias.

94. O núcleo das apurações sobre ilícitos no mercado de capitais deve ser conduzido pela CVM, que possui poder investigatório razoavelmente bem amparado para a colheita de subsídios para os posteriores procedimentos sancionadores, de caráter administrativo ou criminal. Em casos que demandem técnicas investigatórias mais invasivas, será necessária a participação “antecipada” do Ministério Público Federal e da Polícia Federal, impondo-se uma constante comunicação entre os órgãos de persecução e uma divisão de atribuições, focando-se o inquérito policial na apuração da responsabilidade pessoal dos agentes com o auxílio especializado da CVM no exame das provas técnicas.

95. Também se mostra cada vez mais relevante o contato da CVM com entidades equivalentes estrangeiras, tanto para a troca de informações pertinentes a casos concretos como para a obtenção de suporte técnico de reguladores de países mais desenvolvidos.

96. A autonomia dos procedimentos administrativo e penal, na forma atualmente vigente, não se apresenta como a melhor solução de uma política sancionatória integrada.

97. De *lege ferenda*, se adotada uma distinção mais clara entre os ilícitos administrativo e criminal, ao término da investigação as conclusões atingidas pela CVM – com ou sem o apoio de outras instituições – deveriam ser enviadas ao Ministério Público Federal apenas diante de indícios mínimos de conduta criminosa, para a formação de sua *opinio delicti*: a) se promovido e deferido o arquivamento do feito na esfera penal, somente então poderia a autarquia iniciar a persecução administrativa; b) se iniciado o processo penal, a CVM teria de aguardar o seu desfecho para, somente em casos específicos de ausência de punição criminal, iniciar o procedimento sancionador administrativo.

98. Seria recomendável, por fim, a adoção de regra que estabeleça, em caso de celebração de termo de compromisso entre a CVM, o MPF e o agente investigado, a suspensão do prazo prescricional e o impedimento do oferecimento de denúncia até o seu total cumprimento, momento em que se extinguirá a punibilidade do agente.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGGARWAL, Rajesh K.; WU, Guojun. Stock market manipulations. **Journal of business**. Chicago: The University of Chicago, v. 79, n. 4, 2006. pp. 1915-1953.

AKERLOF, George. The Market for lemons. **The quarterly journal of economics**. Cambridge: Oxford University Press, v. 84, n. 3, ago.-1970. pp. 488-500.

ALEXY, Robert. **Teoría de los derechos fundamentales**. Trad. Ernesto Garzón Valdés. Madrid: Centro de Estudios Constitucionales, 1997.

ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Stock-price manipulation. **The review of financial studies**. Oxford: Oxford University Press, v. 5, i. 3, 1992. pp. 503-529.

ALONSO, Leonardo. **Crimes contra o mercado de capitais**. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009.

AMBROSETTI; Enrico Mario; MEZZETTI, Enrico; RONCO, Mauro. **Diritto penal dell'impresa**. 3. ed. Bologna: Zanichelli, 2012.

AMELUNG, Knut. O conceito de bem jurídico na teoria jurídico-penal da proteção de bens jurídicos. In: GRECO, Luís; TÓRTIMA, Fernanda Lara (org.). **O bem jurídico como limitação do poder estatal de incriminar?** Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011. pp. 117-158.

ANDRADE, Manual da Costa. **Consentimento e acordo em direito penal**: contributo para a fundamentação de um paradigma dualista. Coimbra: Coimbra, 1991.

ASSIS, Décio Ramos Porchat de. Mercados financeiros e de capitais: investimentos em renda fixa. In: SANTI, Eurico Marcos Diniz de; CANADO, Vanessa Rahal (coord.). **Tributação dos mercados financeiro e de capitais e dos investimentos internacionais**. São Paulo: Saraiva/FGV, 2011. pp. 25-54.

ÁVILA, Humberto. **Teoria dos princípios**. 6. ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

AVGOULEAS, Emilios. **The mechanics and regulation of market abuse**: a legal and economic analysis. Oxford: Oxford University Press, 2005.

BADARÓ, Gustavo Henrique. **Processo penal**. 4. ed. São Paulo: RT, 2016.

BAGNOLI, Mark; LIPMAN; Barton L. Stock price manipulation through takeover bids. **The RAND journal of economics**. Santa Monica: Wiley-Blackwell, v. 27, n. 1. spring, 1996. pp. 124-147.

BALTAZAR JR., José Paulo. **Crime organizado e proibição da insuficiência**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2010.

\_\_\_\_\_. **Crimes federais**. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

BANDEIRA, Gonçalo S. de Melo. **Abuso de mercado e responsabilidade penal das pessoas (não) colectivas**: contributo para a compreensão dos bens jurídicos colectivos e dos “tipos cumulativos” na mundialização. Curitiba: Juruá, 2011.

BANKS, Erik. **Dark pools**: the structure and future of off-exchange trading and liquidity. Basinstoke: Palgrave Macmillan, 2010.

BARROS, Suzana Toledo. **O princípio da proporcionalidade e o controle de constitucionalidade das leis restritivas de direitos fundamentais**. 2. ed. Brasília: Brasília Jurídica, 2000.

BASTOS, Miguel Brito. *Scalping*: abuso de informação privilegiada ou manipulação de mercado? **Revista de concorrência e regulação**. Coimbra: Coimbra, a.3, n.9, jan.-mar. 2012. pp. 293-324.

BHATTACHARYA, Utpal; DAOUK, Hazem. The world price of insider trading. **The journal of finance**. American Finance Association, v. LVII, n. 1, feb. 2002. pp. 75-108.

BECCARIA, Cesare. **Dos delitos e das penas**. Trad. Torrieri Guimarães. 11. ed. São Paulo: Hemus, 1996.

BECK, Ulrich. **Sociedade de risco**: rumo a uma outra modernidade. Trad. Sebastião Nascimento. São Paulo: Editora 34, 2011.

BECKEMPER, Katharina. Das Rechtsgut „Vertrauen in die Funktionsfähigkeit der Märkte“. **Zeitschrift für Internationale Strafrechtsdogmatik**, v. 5, 2011. pp. 318-323. Disponível em: [http://zis-online.com/dat/artikel/2011\\_5\\_563.pdf](http://zis-online.com/dat/artikel/2011_5_563.pdf).

BENABOU, R.; LAROQUE, G. Using privileged information to manipulate markets: insiders, gurus and credibility. **Quarterly journal of economics**. Cambridge: Oxford University Press, v. 107, n. 3, aug. 1992. pp. 921–958.

BINENBOJM, Gustavo. **Poder de polícia, ordenação, regulação**: transformações político-jurídicas, econômicas e institucionais do direito administrativo ordenador. Belo Horizonte: Fórum, 2016.

BITENCOURT, Cezar Roberto. **Tratado de direito penal econômico**. São Paulo: Saraiva, vol. I, 2016.

\_\_\_\_\_; BRENDA, Juliano. **Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010.

BOTTINI, Pierpaolo Cruz. **Crimes de perigo abstrato**. 3. ed. São Paulo: RT, 2013.

\_\_\_\_\_; BADARÓ, Gustavo Henrique. **Lavagem de Dinheiro**. 3. ed. São Paulo: RT, 2016.

BOTTINO, Thiago; OLIVEIRA, Eduardo. Seletividade do sistema penal nos crimes contra o mercado de capitais. In: BOTTINO, Thiago; MALAN, Diogo (coord.). **Direito penal e economia**. Rio de Janeiro: Elsevier-FGV, 2012. pp. 147-175.

BURCHARD, Christoph. O princípio da proporcionalidade no “direito penal constitucional” ou o fim da teoria do bem jurídico tutelado na Alemanha. In AMBOS, Kai; BÖHM, María Laura (coord.). **Desenvolvimentos atuais das ciências criminais na Alemanha**. Brasília: Gazeta Jurídica, 2013. pp. 29-51.

BUSATO, Paulo César. **Direito penal**. Parte geral. São Paulo: Atlas, 2013.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Artigos 19 e 20. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à lei do mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. pp. 379-425.

CANOTILHO, Joaquim José Gomes. **Direito constitucional e teoria da Constituição**. 7. ed. Coimbra: Almedina, 2003.

CÁRDENAS, Eugenio J. Globalization of securities enforcement: a shift toward enhanced regulatory intensity in Brazil's capital market? **Brooklyn journal of international law**. New York: Brooklyn Law School, v. 37, 2012. pp. 807-842.

CARPENTER, Daniel; MOSS, David A Introduction. In: CARPENTER, Daniel; MOSS, David A (ed.). **Preventing regulatory capture: special interest influence and how to limit it**. New York: Cambridge University Press, 2014.

CARRION, Thiago Zucchetti. O delito de fraude em financiamento (art. 19 da Lei 7.492/1986): por uma compreensão a partir da gestão de risco de crédito. **Revista brasileira de ciências criminais**. São Paulo: RT, v. 95, mar-abr. 2012.

CARVALHO, Tomás Lima de. A regulação do mercado financeiro e a necessária intervenção estatal na autonomia privada. **Revista de direito bancário e do mercado de capitais**. São Paulo: RT, v. 52, abr./2011. pp. 45-74.

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

CASTELLAR, João Carlos. **Insider trading e os novos crimes corporativos**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008.

CATAPANI, Márcio Ferro. **Títulos públicos: natureza jurídica e mercado**. Quartier Latin, 2014.

CHALFIN, Aaron; MCCRARY, Justin. **Criminal deterrence: a review of the literature** – disponível em [http://eml.berkeley.edu/~jmccrary/chalfin\\_mccrary2014.pdf](http://eml.berkeley.edu/~jmccrary/chalfin_mccrary2014.pdf).

CHANCELLOR, Edward. **Devil take the hindmost: a history of financial speculation**. New York: Penguin, 2000.

CLINARD, Marshall B.; YEAGER, Peter C. **Corporate crime**. New Brunswick: Transaction Publishers, 2006.

CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; COPOLA, Marina. Artigo 2º. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à lei do mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. pp. 47-102.

COFFEE JR. John. C. **Gatekeepers: the professions and corporate governance**. Oxford: Oxford University Press, 2006.

\_\_\_\_\_. Systemic risk after Dodd-Frank: contingent capital and the need for regulatory strategies beyond oversight. *Columbia law review*. New York: New York: Columbia Law School, v. 111, mai. 2011. pp. 795-847.

\_\_\_\_\_; SALE, Hillary A.; HENDERSON, M. Todd. **Securities regulation: cases and materials**. 13th ed. St. Paul: Foundation Press.

CORREIA, Eduardo. Introdução ao direito penal económico. In: AA. VV. **Direito penal económico e europeu: textos doutrinários**. Problemas gerais. Coimbra: Coimbra, v. I, 1998.

COSTA, Helena Regina Lobo da. Direito administrativo sancionador e direito penal: a necessidade de desenvolvimento de uma política sancionador integrada. In: BLAZECK, Luiz Maurício Souza; MARZAGÃO JUNIOR, Laerte I. (coord.). **Direito administrativo sancionador**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

\_\_\_\_\_. **Direito penal econômico e direito administrativo sancionador: ne bis in idem** como medida de política sancionadora integrada. Tese (Livre Docência). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2013.

COSTA, José de Faria; ANDRADE, Manuel da Costa. Sobre a concepção e os princípios do direito penal económico. Notas a propósito do colóquio preparatório da AIDP. In: VV. AA. **Direito penal económico e europeu: textos doutrinários**. Problemas Gerais. Coimbra: Coimbra, v. I, 1998.

\_\_\_\_\_: RAMOS, Maria Elisabete. **O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading)**: a informação enquanto problema jurídico-penal. Coimbra: Coimbra, 2006.

CUNHA, Maria da Conceição Ferreira da. **Constituição e crime: uma perspectiva da criminalização e da descriminalização**. Porto: Universidade Católica Portuguesa, 1995.

DALLAGNOL, Deltan Martinazzo. Tipologias de lavagem. In: CARLI, Carla Veríssimo de (org.). **Lavagem de dinheiro: prevenção e controle penal**. 2. ed. Porto Alegre: Verbo Jurídico, 2013.

D'AVILA, Fabio Roberto. **Ofensividade em direito penal: escritos sobre a teoria do crime como ofensa a bens jurídicos**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2009.

DELMAS-MARTY, Mireille. **Droit pénal des affaires**. Paris: PUF, 1990.

DERZI, Misabel. **Direito tributário, direito penal e tipo**. São Paulo: RT, 1988.

DIAS, Jorge de Figueiredo. **Direito penal**: parte geral. Tomo I. Questões fundamentais. A doutrina geral do crime. São Paulo – Coimbra: RT – Coimbra, 2007.

\_\_\_\_\_; ANDRADE, Manuel da Costa. Poderes de supervisão, direito ao silêncio e provas proibidas. In: DIAS, Jorge de Figueiredo; ANDRADE, Manuel da Costa; PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. **Supervisão, direito ao silêncio e legalidade da Prova**. Coimbra: Almedina, 2009. pp. 11-56.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. Problemática geral das infracções contra a ordem econômica nacional. In: PODVAL, Roberto (org.). *Temas de direito penal econômico*. São Paulo: RT, 2000.

DIAS, Luciana Pires. **Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários**. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005.

DIEZ RIPOLLÉS, José Luis. **A racionalidade das leis penais**: teoria e prática. Trad. Luiz Regis Prado. 2. ed. São Paulo: RT, 2016.

DOMBALAGIAN, Onnig H. **Chasing the tape**: information law and policy in capital markets. Cambridge – London: The MIT Press, 2015.

DOTTI, René Ariel. **Curso de direito penal**: parte geral. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

DUTRA, Marcos Galileu Lorena. **As novas estruturas organizacionais das bolsas**. Tese (Doutorado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2008.

\_\_\_\_\_; BUSATO, Eduardo José. **A manipulação de preços no mercado de capitais: lições trazidas pelo “caso Merrill Lynch”**. Disponível em: [http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad\\_2002/FIN/2002\\_FIN1795.pdf](http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad_2002/FIN/2002_FIN1795.pdf)

EICHELBERGER, Jan. **Das Verbot der Marktmanipulation** (§ 20a WpHG). Berlin: Duncker & Humblot, 2006.

ENGISCH, Karl. **Introdução ao pensamento jurídico**. 7. ed. Trad. J. Baptista Machado. Lisboa: FGC, 1996.

EIZIRIK, Nelson. O colegiado da CVM e o CRSFN como juízes administrativos: reflexões e revisão. **Revista de direito bancário e de mercado de capitais**. São Paulo: RT, v. 9, n. 34, out.-dez. 2006. pp. 32-37.

\_\_\_\_\_. Caracterização da operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários. In: EIZIRIK, Nelson. **Aspectos modernos do direito societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. pp. 179-198.

\_\_\_\_\_; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. Rio de Janeiro – São Paulo – Recife: Renovar, 2011.



FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The journal of finance**. New York: American Finance Association, v. 25, may.-1970. pp. 383-417.

FAURE, Michael G.; LEGER, Claire. The Directive on Criminal Sanctions for Market Abuse: a move towards harmonizing inside trading criminal law at the EU level? **Brooklyn journal of corporate, financial & commercial law**. New York: Brooklyn Law School, v. 9, i. 2., 2015. pp. 399-400

FAZZIO JÚNIOR, Waldo. **Manual de direito comercial**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

FEIJOO SÁNCHEZ, Bernardo. **Derecho penal de la empresa e imputación objetiva**. Madrid: Reus, 2007.

\_\_\_\_\_. Imputación objetiva en el derecho penal económico: el alcance del riesgo permitido. Reflexiones sobre la conducta típica en el derecho penal del mercado de valores e instrumentos financieros y de la corrupción entre particulares. In: SILVA SÁNCHEZ, Jesús-María; MIRÓ LLINARES, Fernando (direc.). **La teoría del delito en la práctica penal económica**. Madrid: La Ley, 2013. p. 141.

FELDENS, Luciano. **Tutela penal de interesses difusos e crimes do colarinho branco**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2002.

\_\_\_\_\_; SCHMIDT, Andrei. A associação entre o ilícito administrativo e o ilícito penal no crime de evasão de divisas. In: OSÓRIO, Fábio Medina (coord.). **Direito sancionador: sistema financeiro nacional**. Belo Horizonte: Fórum, 2007. pp. 191-233.

FERNÁNDEZ, Gonzalo. **Bien Jurídico y sistema del delito**. Montevideo – Buenos Aires: BdeF, 2004.

FERRAJOLI, Luigi. **Direito e razão: teoria do garantismo penal**. 2. ed. São Paulo: RT, 2006.

FERRARI, Eduardo Reale. Legislação penal antitruste: direito penal econômico e sua acepção constitucional. In: COSTA, José de Faria; SILVA, Marco Antonio Marques da (org.). **Direito penal especial, processo penal e direitos fundamentais: visão luso-brasileira**. São Paulo: Quartier Latin, 2006. pp. 581-625.

FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. **A autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro: a coordenação do mercado por entidades profissionais privadas**. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte, 2012.

FISHER, Jonathan; CLIFFORD, Anita; DINSHAW, Freya; WERLE, Nicholas. Criminal forms of high frequency trading on the financial markets. **Law and financial markets review**. London: Routledge, v. 9, i. 2, 2015. pp. 113-119.

FOX, Merrit B.; GLOSTEN, Lawrence R.; RAUTERBERG, Gabriel V. The New Stock Market: Sense and Nonsense. **Duke law journal**. Durham: Duke University Press, nov. 2015, v. 65, n. 2. pp. 191-277.

FRIEDMAN, Howard M. **Securities and commodities enforcement**. Lexington: Lexington Books, 1981.

FRISCH, Wolfgang. Bien jurídico, derecho, estructura del delito e imputación en el contexto de la legitimación de la pena estatal. In: HEFENDEHL, Roland (ed.). **La teoría del bien jurídico** ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático? Madrid: Marcial Pons, 2007. pp. 309-339.

GARCÍA CAVERO, Percy. **Derecho penal económico**. Parte General. 2. ed. Lima: Grijley, 2007.

GIORDANI, Mário Curtis. **Direito penal romano**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1987.

GLOSTEN, Larry; HARRIS, Larry. Estimating the components of the bid/ask spread. **Journal of financial economics**. North-Holland: Elsevier, n. 21, 1988. pp. 123-142.

GOMES, Bianca de Oliveira. Auto-regulação e o mercado financeiro: a experiência da ANDIMA. **Revista de direito bancário e do mercado de capitais**. São Paulo: RT, v. 9, n. 34, out.-dez. 2006.

GOMES, Luiz Flavio. **Princípio da ofensividade no direito penal**. São Paulo: RT, 2002.

GOMES, Mariângela Gama de Magalhães. **O princípio da proporcionalidade no direito penal**. São Paulo: RT, 2003.

GÓMEZ-JARA DÍEZ, Carlos. **La protección penal de los mercados financieros**. Madrid – Barcelona – Buenos Aires – São Paulo: Marcial Pons, 2014.

GONÇALVES, Alexandre Manoel. O crime de manipulação no mercado de capitais. **Revista criminal**. São Paulo: Fiuza, n. 5, v. 13, jan.-abr. 2011. pp. 9-20.

GONZÁLEZ RUS, Juan José. **Bien jurídico y Constitución**. Madrid: Fundación Juan March, 1978.

GOSHEN, Zohar; PARCHOMOVSKY, Gideon. The essential role of securities regulation. **Duke law journal**. Durham: Duke University Press, feb. 2006, v. 55, n. 4. pp. 711-782.

GRANDIS, Rodrigo de. O exercício da advocacia e o crime de lavagem de dinheiro. In: CARLI, Carla Veríssimo de (org.). **Lavagem de dinheiro: prevenção e controle penal**. Porto Alegre: Verbo Jurídico, 2011. pp. 115-146.

GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na Constituição de 1988**. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 1998.

\_\_\_\_\_. **Ensaio e discurso sobre a interpretação/aplicação do direito**. São Paulo: Malheiros, 2002.

GRECO, Luís. **Cumplicidade através de ações neutras**. Rio de Janeiro: Renovar, Rio de Janeiro – São Paulo – Recife, 2004.

\_\_\_\_\_. Dolo sem vontade? In: DIAS, Augusto Silva (coord.). **Liber Amicorum de José de Souza e Brito**. Coimbra: Almedina, 2009, pp. 885-903.

\_\_\_\_\_. Existem critérios para a postulação de bens jurídicos coletivos? **Anuario de derecho penal económico y de la empresa**. Lima: CEDPE, v. 2., 2012. pp. 63-73.

\_\_\_\_\_. **Modernização do direito penal, bens jurídicos coletivos e crimes de perigo abstrato**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.

\_\_\_\_\_. Tem futuro a teoria do bem jurídico? Reflexões a partir da decisão do Tribunal Constitucional Alemão a respeito do crime de incesto (§ 173 *Strafgesetzbuch*). **Revista brasileira de ciências criminais**. São Paulo: RT, jan.-fev. 2010, ano 18, n. 82.

GRECO FILHO, Vicente. **Tóxicos: prevenção-repressão**. 14. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

GROSS, Rebecca; BRITSCH, Lauren; GOZA, Kirk; EPSTEIN, Jacklyn. Securities Fraud. **American Criminal Law Review**. Washington: v. 49, i. 2, spring. 2012.

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

HALL, Alyssa; SCHOEBERLEIN, Adam M. Securities Fraud. **American criminal law review**. Washington: v. 37. i. 2. spring. 2000. pp. 941-1002.

HARRIS, Larry. **Trading & exchanges**. Market Microstructure for Practitioners. New York: Oxford University Press, 2003.

HARRISON, Karen; RYDER, Nicholas. **The law relating to financial crimes in the United Kingdom**. Surrey: Ashgate, 2013.

HART, Herbert. **O donceito de direito**. 3. ed. Trad. A. R. Mendes. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 2001.

HASSEMER, Winfried. Linhas gerais de uma teoria pessoa do bem jurídico. In: GRECO, Luís; TÓRTIMA, Fernanda Lara (org.). **O bem jurídico como limitação do poder estatal de incriminar?** Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011. pp. 179-209.

\_\_\_\_\_. ¿Puede haber delitos que no afecten a um bien jurídico penal? In: HEFENDEHL, Roland (ed.). **La teoría del bien jurídico** ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático? Marcial Pons: Madrid, 2007.

\_\_\_\_\_. Sistema jurídico e codificação: a vinculação do juiz à lei. In: KAUFMANN, A.; HASSEMER, Winfried. (org.). **Introdução à filosofia do direito e à teoria do direito contemporâneas**. Lisboa: Calouste Gulbenkian, 2002. pp. 281-301.

HAZEN, Thomas Lee. **Corporate counsel guides: securities regulation**. Chicago: ABA, 2011.

HEFENDEHL, Roland. De largo aliento: el concepto de bien jurídico. In: HEFENDEHL, Roland (ed.). **La teoría del bien jurídico ¿Fundamento de legitimación del derecho penal o juego de abalorios dogmático?** Madrid: Marcial Pons, 2007.

\_\_\_\_\_. O bem jurídico como a pedra angular da norma penal. In: GRECO, Luís; TÓRTIMA; Fernanda Lara (org). **O bem jurídico como limitação do poder estatal de incriminar?** Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.

\_\_\_\_\_. Uma teoria social do bem jurídico. **Revista brasileira de ciências criminais**. São Paulo: RT, n. 87, nov.-dez. 2010.

HORMAZABÁL MALARÉE, Hernan. **Bien jurídico y Estado Social e Democrático de Derecho**. Barcelona: PPU, 1991.

HUERGO LORA, Alejandro. **Las sanciones administrativas**. Madri: Iustel, 2007.

HUNGRIA, Nelson. **Comentários ao Código Penal**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1958. v. VII.

\_\_\_\_\_. Ilícito administrativo e ilícito penal. **Revista de direito administrativo**. Imprensa: Rio de Janeiro, São Paulo, v. 1, n. 1, jan., 1945. pp. 24-31.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMISSION (IOSCO). **Investigating and prosecuting market manipulation**. 2000. p. 18. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf>.

\_\_\_\_\_. **Objectives and principles of securities regulation**. 2003. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>.

\_\_\_\_\_. **Regulatory issues raised by the impact of technological changes on market integrity and efficiency**. 2011. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD361.pdf>.

JAKOBS, Günther. **A imputação objetiva no direito penal**. 3. ed. Trad. André Luís Callegari. São Paulo: RT, 2010.

\_\_\_\_\_. **Derecho penal**. Parte general. Fundamentos y teoria de la imputación. Trad. Joaquin Cuello Contreras e Jose Luis Serrano Gonzalez de Murillo. 2. ed. Madrid: Marcial Pons, 1997.

\_\_\_\_\_. O que é protegido pelo direito penal: bens jurídicos ou a vigência da norma? In: GRECO, Luís; TÓRTIMA, Fernanda Lara (org.). **O bem jurídico como limitação do poder estatal de incriminar?** Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.

\_\_\_\_\_. **Sociedad, norma y persona en una teoría de un derecho penal funcional**. Trad. Manuel Cancio Meliá e Bernardo Feijoo Sánchez. Madrid: Civitas, 1996.

JESCHECK, Hans-Heinrich; WEIGEND, Thomas. **Tratado de derecho penal**: parte general. 5. ed. Trad. Miguel Olmedo Cardenete. Granada: Comares, 2002.

KAUFMANN, Arthur. **Filosofia do direito**. Trad. A. U. Cortês. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 2004.

KESSLER, Daniel; LEVITT, Steven D. Using sentence enhancements to distinguish between deterrence and incapacitation. **The journal of law and economics**. Chicago: University of Chicago Press, vol. XLII, apr. 1999. pp. 343-363.

KLEHM III, Henry; MCKOWN, Joan E.; POSNER, Emily A. Securities enforcement has crossed the border: regulatory authorities respond to financial crisis with a call for greater international cooperation, but where will that lead? **University of Pennsylvania journal of business law**. Philadelphia: Penn Law, v. 13, i. 4, 2011. pp. 927-954.

KLÖHN, Lars. **Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance**: eine interdisziplinäre und vergleichende Analyse zum Fluch und Segen der Spekulation und ihrer Regulierung durch Recht und Markt. Berlin: Dencker & Humblot, 2006.

KÜMPEL, Siegfried. **Direito do mercado de capitais**: do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro. Rio de Janeiro – São Paulo – Recife: Renovar, 2007.

LACKNER, Karl. **Das konkrete Gefährdungsdelikt im Verkehrsstrafrecht**. Berlin: Walter de Gruyter, 1967.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

LARENZ, Karl. **Metodologia da Ciência do Direito**. 3. ed. Trad. José Lamago. Lisboa: Fundação Calouste Gulbekian, 1997.

LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais e “insider trading”**. São Paulo: RT, 1982.

LEIGH, L. H. **Economic crime in Europe**. London: The Macmillan Press Ltd., 1980.

LEITE, Alaor. **Dúvida e erro sobre a proibição no direito penal**: a atuação nos limites entre o permitido e o proibido. São Paulo: Atlas, 2013.

\_\_\_\_\_. TEIXEIRA, Adriano. O principal delito econômico da moderna sociedade industrial: observações introdutórias sobre o crime de infidelidade patrimonial. **Revista do Instituto Brasileiro de Direito Penal Econômico**. Florianópolis: Empório do Direito, n. 1, 2016. pp. 15-58.

LEVINE, Ross; ZERVOS, Sara. Stock market development and long-run growth. **The World Bank economic review**. Oxford: Oxford University Press, v. 10, n. 2, 1996. pp. 323-339.

- LEWIS, Michael. **Flash boys: a Wall Street revolt**. New York: W. W. Norton, 2014.
- LIMA, Renato Sérgio de. A produção da opacidade: estatísticas criminais e segurança pública no Brasil. **Novos estudos Cebrap**. São Paulo, mar. 2008, n. 80. pp. 65-69.
- LÓPEZ-GÓMEZ, Carlos Zabala. **Los delitos bursátiles**. Madrid: La Ley, 2011.
- LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. **Fundamentals of securities regulation**. 6. ed. Wolters Kluwer: New York, 2011, v. 1 e 2.
- LUCCA, Newton de. As bolsas de valores e os valores mobiliários. **Revista do Tribunal Regional Federal da 3ª Região**. São Paulo: IOB, n. 35, jul.-set. 1998. pp. 19-38.
- LUCHTMAN, Michiel; VERVAELE, John. Aplicação das regras de abuso de mercado (operações com informação privilegiada e a manipulação de mercado): rumo a um modelo integrado de aplicação da lei penal e administrativa na UE? In: SAAD-DINIS, Eduardo; BRODOWSKI, Dominik; SÁ, Ana Luíza de (org.). **Regulação do abuso no âmbito corporativo: o papel do direito penal na crise financeira**. São Paulo: LiberArs, 2015. Pp. 27-56.
- LUZ, Yuri Corrêa da. O combate à corrupção entre direito penal e direito administrativo sancionador. **Revista brasileira de ciências criminais**. São Paulo: RT, v. 89, n. 19, mar.-abr. 2011. pp. 429-469.
- MACHADO, Maíra Rocha. Crime e/ou improbidade? Notas sobre a performance do sistema de justiça em casos de corrupção. **Revista brasileira de ciências criminais**. São Paulo: RT, v. 23, n. 112, jan./fev. 2015. pp. 189-212.
- \_\_\_\_\_; FERREIRA, Luísa M. Abreu (org.). **Estudos sobre o caso TRT**. São Paulo: FGV Direito, 2013.
- MACHADO, Miguel Pedrosa. A entrada em vigor das incriminações de abuso de informação e de manipulação do mercado do Código do Mercado de Valores Mobiliários: chamada de atenção para mais um erro de técnica legislativa. In: VV. AA. **Direito penal económico e europeu: textos doutrinários**. Problemas Especiais. Coimbra: Coimbra, v. II, 1999. pp. 287-300.
- MAGALHÃES, César. A inserção institucional da agência regulatória do mercado de capitais. **Revista de direito bancário e do mercado de capitais**. São Paulo: RT, v. 9, n. 34, out.-dez. 2006. pp. 104-108.
- MAIA, Rodolfo Tigre. **Tutela penal da ordem econômica: o crime de formação de cartel**. São Paulo: Malheiros, 2008.
- MAJONE, Giandomenico; LA SPINA, Antonio. **Lo stato regolatore**. Bologna: Il Mulino, 2000.

MALHEIROS FILHO, Arnaldo. Crime de manipulação do mercado de capitais. In: VON ADAMEK, Marcelo Vieira (coord.). **Temas de direito empresarial e societário contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. pp. 889-905.

MARKHAM, Jerry W. **Law enforcement and the history of financial market manipulation**. Armonk – London: M. E. Sharpe, 2014.

MARTINEZ, Ana Paula. **Repressão a cartéis**: interface entre direito administrativo e direito penal. São Paulo: Singular, 2013.

MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos. **Derecho penal económico**: parte general. Valencia: Tirant lo Blanch, 1998.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários**. São Paulo: FGV, v. 1, t. I, 2015.

\_\_\_\_\_; PRADO, Viviane Muller. Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro. In: LIMA, Maria Lúcia de Pádua (coord.). **Agenda contemporânea**: direito e economia. 30 Anos de Brasil. São Paulo: Saraiva, 2012, t. 2 (Série GVlaw).

MAYER, Max Ernst. **Normas jurídicas y normas de cultura**. Trad. José Luis Guzmán Dálbora. Buenos Aires: Hamurabi, 2000.

MELLO, Pedro Carvalho de. Mercado de capitais e desenvolvimento econômico. In: CASTRO, Helio O. Portocarrero (org.). **Introdução ao mercado de capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.

MENDES, Paulo de Sousa. Como lidar com os casos de abuso de mercado transnacional? – o caso Citigroup. In: PALMA, Maria Fernanda; DIAS, Augusto Silva; MENDES, Paulo de Sousa (coord.). **Direito sancionatório das autoridades reguladoras**. Coimbra: Coimbra, 2009. pp. 355-363.

\_\_\_\_\_. MIRANDA, António João. A causalidade como critério heurístico – uma demonstração através do exemplo da manipulação de cotações do mercado financeiro. **Revista portuguesa de ciência criminal**. Coimbra: Coimbra, v. 15, n. 2, abr.-jun., 2005. pp. 167-208.

MENDONÇA, Andréa Dumortout de. **Câmbio e negócios internacionais**. São Paulo: Nobel, 2009.

MIKALOVSKI, Algacir. **Crimes contra o mercado de capitais**: bem jurídico, tipos e investigação. Curitiba: Juruá, 2014.

MIR PUIG, Santiago. Significado e alcance da imputação objetiva em direito penal. Trad. Ricardo Breier. **Revista brasileira de ciências criminais**. São Paulo, v. 13, n. 56, set.-out. 2005.

MÖLLERS, Thomas M. J. The takeover battler Volkswagen/Porsche: the Piëch-Porsche clan-family acquires a majority holding in Volkswagen. **Capital markets law journal**. Oxford: Oxford University Press, v. 10, n. 3, jul. 2015. pp. 410-430.

MOLONEY, Niamh. **EC securities regulation**. New York: Oxford University Press, 2008.

MONROY ANTÓN, Antonio. **El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores**. Madrid: Dijusa, 2006.

MOORE, James Wm; WISEMAN, Frank M. Market manipulation and the Exchange Act. **The University of Chicago Law Review**. Chicago, v. 2, n. 1, dec.-1934. pp. 46-77.

MOREIRA, Vital. **Auto-regulação profissional e administração pública**. Coimbra: Almedina, 1997.

MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Direito regulatório**. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

\_\_\_\_\_. O futuro do direito administrativo no policentrismo de suas fontes: o direito administrativo global e os rumos do ordenamento jurídico pós-moderno. In: MELLO, Celso Antonio Bandeira de; FERRAZ, Sergio; ROCHA, Sílvio Luiz Ferreira da; SAAD, Amauri Feres (coord.). **Direito administrativo e liberdade: estudos em homenagem a Lucia Valle Figueiredo**. São Paulo: Malheiros, 2014. pp. 350-354.

MORELLI, Denis. Artigo 27-C, D, E e F. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à lei do mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. pp. 599-647.

MOSQUERA, Roberto Queiroga. Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais. In: MOSQUERA, Roberto Queiroga (coord.). **Aspectos atuais do mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Dialética, 1999. pp. 255-271.

MOURA, Maria Thereza Rocha de Assis; SAAD, Marta. Arts. 155 a 183. In: FRANCO, Alberto Silva; STOCO, Rui. **Código Penal e sua interpretação: doutrina e jurisprudência**. 8. ed. São Paulo: RT, 2007. pp. 780-926.

NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. Das ações de sociedades anônimas como originadoras de outros valores mobiliários. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (coord.). **Sociedades anônimas**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2014

\_\_\_\_\_. **Securitização de recebíveis mobiliários**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

NÖCKEL, Anna. **Grund und Grenzen eines Marktwirtschaftsstrafrechts**. Heidelberg: C.F. Muller, 2012.

NEVES, Antonio Castanheira. **O actual problema metodológico da interpretação jurídica**. Coimbra: Coimbra Editora, vol. I, 2003.

\_\_\_\_\_. **O princípio da legalidade criminal, o seu problema jurídico e o seu critério dogmático**. Coimbra: Coimbra, 1988.



NEVES, Heidi Rosa. Florêncio. **Direito administrativo sancionador e o crime de insider trading**. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2013.

NIETO, Alejandro. **Derecho administrativo sancionador**. 2. ed. Madrid: Tecnos, 1994.

NUNES, Marcelo Guedes. **Jurimetria: como a estatística pode reinventar o Direito**. São Paulo: RT, 2016.

OLIVEIRA, Fernando A. Albino de. **Poder regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários**. Tese (Doutoramento). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 1989.

OSÓRIO, Fábio Medina. **Direito administrativo sancionador**. 5. ed. São Paulo: RT, 2015.

PALMITER, Alan R. **Securities regulation: examples & explanations**. 6. ed. New York: Wolters Kluwer, 2014.

PASCHOAL, Janaina Conceição. **Constituição, criminalização e direito penal mínimo**. São Paulo: RT, 2003.

\_\_\_\_\_. **Direito penal: parte geral**. 2. ed. Barueri: Manole, 2015.

PAULA, Áureo Natal. **Crimes contra o sistema financeiro nacional e o mercado de capitais**. 3. ed. Curitiba: Juruá, 2008.

PEDRAZZI, Cesare; ALESSANDRI, Alberto; FOFFANI, Luigi; SEMINARA, Sergio; SPAGNOLO, Giuseppe. **Manuale di diritto penale dell'impresa: parte generale e reati fallimentari**. Cisalpino: Monduzzi, 2003.

PINA, Claudia Verdial. Crime de manipulação de mercado: elementos típicos e recolha da prova. **Julgar**. Coimbra: Coimbra, n. 17, mai-ago. 2012. pp. 35-66.

PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. Crimes econômicos e mercados financeiros. **Revista brasileira de ciências criminais**. São Paulo: RT, v. 10, n. 39, jul.-set. 2002. pp. 28-68.

\_\_\_\_\_. **O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código dos Valores Mobiliários**. Coimbra: Almedina, 2000.

POLAINO NAVARRETE, Miguel. **El bien jurídico en el derecho penal**. Sevilha: Universidade de Sevilha, 1974.

\_\_\_\_\_. Proteção de bens jurídicos e confirmação da vigência da norma: duas funções excludentes? In: POLAINO-ORTS, Miguel; SAAD-DINIZ, Eduardo (org.). **Teoria da pena, bem jurídico e imputação**. São Paulo: Liberars, 2012. pp. 109-127.

POSNER, Richard. An economic theory of criminal law. **Columbia law review**. New York: Columbia Law School, v. 85, n. 6, 1985. pp. 1193-1231.

PRADO, Luiz Regis. **Bem jurídico-penal e Constituição**. 4. ed. São Paulo: RT, 2009.

\_\_\_\_\_. **Direito penal econômico**. 3. ed. São Paulo: RT, 2009.

PRADO, Mariana Mota; CARSON, Lindsey; CORREA, Izabela. The Brazilian Clean Company Act: using institutional multiplicity for effective punishment. **Osgoode Hall law journal**. Toronto: York University, v. 53, n. 1, 2016. pp. 107-163.

PRADO, Viviane Muller Prado; PALMA, Juliana Bonacorsi de; SILVA, Alexandre Pacheco da; ANDRADE, Luís Antonio de. Pesquisa empírica sobre o CRSFN: resultados e debates. In: PALMA, Juliana Bonacorsi de; PRADO, Viviane Muller de. **Estudos avançados de mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. pp. 105-156.

PRADO, Viviane Muller; VILELA, Renato. Punição do uso de informação privilegiada no Brasil. **Revista dos Tribunais**. São Paulo: RT, n. 957, jul. 2015. pp. 153-175.

PRESCOTT, J. J. Criminal sanction and deterrence. **Encyclopedia of law and economics**. Springer: New York, 2015. pp. 1-13.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

\_\_\_\_\_. Violação do dever de informar no mercado de capitais – a manipulação de mercado e a prática do “insider trading” (jurisprudência comentada). **Revista de direito mercantil industrial, econômico e financeiro**. São Paulo: RT, v. 144, 2006. pp. 263-274.

PUGLIESE, Yuri Sahione; NAJJAR, Gabriela. O processo administrativo sancionador da CVM e o crime de manipulação de mercado. **Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários**. São Paulo: Almedina, v. 1, mai.-2015. pp. 253-278.

PUTNINŠ, Tālis J. Market Manipulation: a Survey. **Journal of economic surveys**. Oxford: Blackwell, v. 26, i. 5, dec.-2012. p. 952-967.

RAPOSO, Guilherme Guedes. Bem jurídico tutelado e direito penal econômico. In: SOUZA, Artur de Brito Gueiros de (org). **Inovações no direito penal econômico**: contribuições criminológicas, político-criminais e dogmáticas. Brasília: ESMPU, 2011.

\_\_\_\_\_. **Teoria do bem jurídico e estrutura do delito**. Porto Alegre: Nuria Fabris, 2011.

REALE, Miguel. **Filosofia do direito**. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 1996.

REALE JÚNIOR, Miguel. **Instituições de direito penal**: parte geral. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

RIDER, Barry; ALEXANDER, Kern; LINKLATER, Lisa; BAZLEY, Stuart. **Market abuse and insider dealing**. 2. ed. West Sussex: Tottel, 2009.

RIVERA ORTEGA, Ricardo. **El estado vigilante**. Madrid: Tecnos, 1999.

ROBLES PLANAS, Ricardo. **Garantes y cómplices**: la intervención por omisión y en los delitos especiales. Barcelona: Atelier, 2007.

RODRÍGUEZ MONTAÑÉS, Teresa. **Delitos de peligro, dolo e imprudencia**. Santa Fe: Rubinzal-Culzoni, 2004.

ROXIN, Claus. A teoria da imputação objetiva. **Revista brasileira de ciências criminais**. Trad. Luís Greco. São Paulo: RT, v. 10, n. 38, abr. 2002.

\_\_\_\_\_. **Autoría y dominio del hecho en derecho penal**. Trad. da 7. ed. alemã por Joaquín Cuello Contreras e José Luis Serrano González de Murillo. Madrid: Marcial Pons, 2000.

\_\_\_\_\_. ¿Es la protección de bienes jurídicos una finalidad del derecho penal? In: HEFENDEHL, Roland (ed.). **La teoría del bien jurídico** ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático? Madrid: Marcial Pons, 2007. pp. 443-458.

\_\_\_\_\_. O conceito de bem jurídico crítico ao legislador em xeque. Trad. Alaor Leite. **Revista dos Tribunais**. São Paulo: RT, v. 922, ago. 2012. pp. 291-310.

\_\_\_\_\_. Sobre o recente debate em torno do bem jurídico. In: GRECO, Luís; TÓRTIMA, Fernanda Lara (org.). **O bem jurídico como limitação do poder estatal de incriminar?** Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011. pp. 179-209.

\_\_\_\_\_. **Strafrecht**: Allgemeiner Teil. Band I. Grundlagen. Der Aufbau der Verbrechenslehre. 4. Auflage. München: C. H. Beck, 2006.

\_\_\_\_\_. **Teoría del tipo penal**: tipos abiertos y elementos del deber jurídico. 2. ed. Trad. Enrique Bacigalupo. Montevideo – Buenos Aires: BdeF, 2014.

RUDSTEIN, David S. **Double jeopardy**: a reference guide to the United States Constitution. Westport: Praeger, 2004.

RULLO, Carmine. Mercados financeiro e de capitais: investimentos em renda variável. In: SANTI, Eurico Marcos Diniz de; CANADO, Vanessa Rahal (coord.). **Tributação dos mercados financeiro e de capitais e dos investimentos internacionais**. São Paulo: Saraiva, 2011. (Série GVlaw). pp. 55-82.

SABOYA, Keity. **Ne bis in idem**: história, teoria e perspectivas. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2014.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Aspectos da competência do CMN e da CVM no mercado de valores mobiliários. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo: RT, v. 36, n. 108, out.-dez. 1997.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação da atividade econômica: princípios e fundamentos jurídicos**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2008.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito bancário**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

SALVADOR NETTO, Alamiro Velludo. Tipicidade penal e princípio da legalidade: o dilema dos elementos normativos e a taxatividade. **Revista brasileira de ciências criminais**. São Paulo: RT, v. 18, n. 85, jul.-ago. 2010. pp. 219-235.

SANCTIS, Fausto Martin de. **Delinquência econômica e financeira**. Rio de Janeiro: Forense, 2015.

\_\_\_\_\_. **Punibilidade no sistema financeiro nacional**. Campinas: Millenium, 2003.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais: regime sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012.

SANTOS, Cláudia Cruz. O crime de colarinho branco, a (des)igualdade e o problema dos modelos de controlo. In: PODVAL, Roberto (org.). **Temas de direito penal econômico**. São Paulo: RT, 2000.

\_\_\_\_\_. **O crime de colarinho branco: da origem do conceito e sua relevância criminológica à questão da desigualdade na administração da justiça penal**. Coimbra: Coimbra, 2001.

SANTOS, José Carlos de Souza; HORTA, Luciana S. R. Operações com opções flexíveis de índice realizadas no mercado de balcão podem criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço? **Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários**. São Paulo: Almedina, v. 3, mai. 2016. pp. 149-174.

SCHMIDT, Andrei Zenkner. A delimitação do direito penal econômico a partir do objeto do ilícito. In: VILARDI, Celso Sanchez; PEREIRA, Flávia Rahal Bresser; DIAS NETO, Theodomiro (coord.). **Crimes financeiros e correlatos**. São Paulo: Saraiva, 2011.

\_\_\_\_\_. **Direito penal econômico: parte geral**. Porto Alegre: Livraria do Advogado: 2015.

SCHÖMANN, Matthias. **Die Strafbarkeit der Marktmanipulation gemäß § 38 Abs. 2 WpHG**. Unter besonderer Berücksichtigung des Phänomens des Scalping. Frankfurt am Main: Peter Lang, 2010.

SCHÖNWÄLDER, Yannick. **Grund und Grenzen einer strafrechtlichen Regulierung der Marktmanipulation: Analyse unter besonderer Würdigung der Börsen- oder Marktpreiseinwirkung**. Berlin: Duncker & Humblot, 2011.

SCHULEMBERG, Johanna. Relaciones dogmáticas entre bien jurídico, estructura del delito e imputación objetiva. In: HEFENDEHL, Roland (ed.). **La teoría del bien jurídico ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?** Madrid: Marcial Pons, 2007. pp. 349-372.

SCHÜNEMANN, Bernd. **Fundamento y límites de los delitos de omisión impropia**. Trad. Joaquín Cuello Contreras e José Luis Serrano González de Murillo. Madrid: Marcial Pons, 2009.

\_\_\_\_\_. O princípio da proteção de bens jurídicos como ponto de fuga dos limites constitucionais e da interpretação dos tipos. In: GRECO, Luís (coord.). **Estudos de direito penal, direito processual penal e filosofia do direito**. Madri – Barcelona – Buenos Aires – São Paulo: Marcial Pons, 2014. pp. 39-68.

\_\_\_\_\_. O direito penal é a *ultima ratio* da proteção de bens jurídicos! – Sobre os limites invioláveis do direito penal em um Estado de Direito Liberal. In: GRECO, Luís (coord.). **Estudos de direito penal, direito processual penal e filosofia do direito**. Madri – Barcelona – Buenos Aires – São Paulo: Marcial Pons, 2014. pp. 69-111.

SEIXAS, Luiz Felipe Monteiro. A regulação do mercado de capitais no âmbito internacional. **Revista de direito bancário e do mercado de capitais**. São Paulo: RT, vol. 54, out.-2011. pp. 99-115.

SELIGMAN, Joel. **The transformation of Wall Street: a history of the Securities and Exchange Commission and modern corporate finance**. Aspen: New York, 2003.

SGUBBI, Filippo; FONDAROLI, Désirée; TRIPODI, Andrea Francesco. **Diritto penale del mercato finanziario**. 2. ed. Milano: Cedam, 2013.

SHIKIDA, Pery Francisco Assis; BORILLI, Salette Polonia. **Economia do crime: estudo de casos nas penitenciárias paranaenses**. Disponível em: [http://www.ufrgs.br/ppge/pcientifica/2007\\_06.pdf](http://www.ufrgs.br/ppge/pcientifica/2007_06.pdf).

SIGLER, Jay A. **Double jeopardy: the development of a legal and social policy**. Ithaca: Cornell University Press, 1969.

SILVA, Ângelo Roberto Ilha da. **Dos crimes de perigo abstrato em face da Constituição**. São Paulo: RT, 2003.

SILVA, Marco Antonio Marques da. Globalização e direito penal econômico. In: COSTA, José de Faria; SILVA, Marco Antonio Marques da (coord.). **Direito penal especial, processo penal e direitos fundamentais: visão luso-brasileira**. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

SILVA, Paulo Cezar da. **Crimes contra o sistema financeiro nacional**. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. **Direito penal econômico como direito penal de perigo**. São Paulo: RT, 2006.

\_\_\_\_\_. **Direito penal supra-individual**. São Paulo: RT, 2003.

SMITH, M. Van. Preventing the manipulation of commodities futures markets: to deliver or not to deliver? **The Hastings law journal**. San Francisco: University of California Hastings, v. 32, jul.-1981. pp. 1569-1607.

SOARES, Maurício Quadros. **Mercado de valores mobiliários**: instrumentos de regulação e auto-regulação. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2003.

SOUSA, Matheus Herren Falivene de. **Estrutura linguística dos tipos penais**. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2014.

SOUSA, Susana Aires de. Sobre o bem jurídico-penal protegido nas incriminações fiscais. In: COSTA, José de Faria; SILVA, Marco Antonio Marques da (coord.). **Direito penal especial, processo penal e direitos fundamentais**: visão luso-brasileira. São Paulo: Quartier Latin, 2006. pp. 487-516.

SOUZA, Luciano Anderson. **Direito penal econômico**: fundamentos, limites e alternativas. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

STIGLER, George. The economics of information. **The journal of political economy**. Chicago: University of Chicago, v. 69, i. 3, jun. 1961. pp. 213-225.

STOKES, Robert. LIBOR Manipulation: the limits and potential of corporate criminal liability. In: RYDER, Nicholas; TURKSEN, Umut; HASSLER, Sabine (ed.). **Fighting financial crime in the global economic crisis**. Routledge: London – New York, 2015. pp. 52-74.

STRADER, J. Kelly. **Understanding white collar crime**. 2. ed. Newark: LexisNexis, 2006.

STRATENWERTH, Günther. **Derecho penal**. Parte general I. El hecho punible. 4. ed. Trad. Manuel Cancio Meliá e Marcelo A. Sancinetti. Buenos Aires: Hammurabi, 2005.

\_\_\_\_\_. Sobre o conceito de “bem jurídico”. In: GRECO, Luís; TÓRTIMA, Fernanda Lara (org.). **O bem jurídico como limitação do poder estatal de incriminar?** Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011. pp. 179-209.

STRUCHINER, Noel. **Direito e linguagem**: uma análise da textura aberta da linguagem e sua aplicação ao direito. Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

SUNDFELD, Carlos Ari. **Direito administrativo ordenador**. São Paulo: Malheiros, 1997

SUTHERLAND, Edwin. **White collar crime**: the uncut version. New York: Vail-Ballou, 1983.

SZTAJN, Rachel. Regulação e o mercado de valores mobiliários. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo: RT, ano 43, n. 135, jul./set. 2004.

\_\_\_\_\_; SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Regulação e concorrência no sistema financeiro. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo: RT, ano XL, n. 123, jul./set. 2001. pp. 41-58.

- TAVARES, Juarez. **Teoria dos crimes omissivos**. São Paulo: Marcial Pons, 2012.
- TERRADILLOS BASOCO, Juan María. **Empresa y derecho penal**. Buenos Aires: Ad-Hoc, 2001.
- THEL, Steve. \$850.000 in six minutes – the mechanics of securities manipulation. **Cornell law review**. Ithaca: Cornell University, v. 79, i. 2, jan.-1994. pp. 219-298.
- \_\_\_\_\_. Taking section 10(b) seriously: criminal enforcement of SEC rules. **Columbia business law review**. New York: Columbia Law School, v. 2014, i. 1, 2014. pp. 8-22.
- THOMAS III, George C. **Double jeopardy: the history, the law**. New York: New York University Press, 1998.
- TIEDEMANN, Klaus. **Manual de derecho penal económico: parte general y especial**. Valencia: Tirant lo blanch, 2010.
- \_\_\_\_\_. **Wirtschaftsstrafrecht: Allgemeiner Teil**. Köln: Heymanns, 2010.
- TÓRTIMA, José Carlos. **Crimes contra o sistema financeiro nacional**. 3. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.
- UNITED STATES DEPARTMENT OF JUSTICE. *Dictionary of criminal justice data terminology*. 2. ed. Washington D.C.: Institute of National Justice, 1981.
- VEGA, José de la. **Confusión de confusiones**. Trad. Ricardo A. Fornero. Mendoza: Universidad Nacional de Cuyo, 2013.
- VEJA GUTIÉRREZ, José Zamy. **Mercado de valores en derecho penal**. Montevideo: BdeF, 2013.
- VEIGA, Alexandre Brandão da. **Crime de manipulação, defesa e criação de mercado**. Coimbra: Almedina, 2001.
- VENTORUZZO, Marco. Do market abuse rules violate human rights? The Grande Stevens v. Italy case. **European business organization law review**. Berlin: Springer, v. 16, 2015. pp. 145-165.
- VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Considerações sobre o sistema financeiro: crises. Regulação e re-regulação. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo: RT, ano XLVII, n. 149-150, jan.-dez. 2008. pp. 9-31.
- \_\_\_\_\_; PELLIZZARO, Renato S. Algumas considerações sobre atuação ilícita no sistema financeiro nacional. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo: RT, ano XLVI, n. 145, jan./mar. 2007. pp. 110-127.
- VERDELHO, Pedro. Infrações no mercado financeiro: crimes de abuso de informação privilegiada e de manipulação de mercado. In: PALMA, Maria Fernanda; DIAS, Augusto Silva;

MENDES, Paulo de Sousa (coord.). **Direito sancionatório das autoridades reguladoras**. Coimbra: Coimbra, 2009. pp. 339-354.

VERSTEIN, Andrew. Benchmark manipulation. **Boston College law review**. Boston: Boston College Law School, v. 56, n. 1, 2015. pp. 215-272.

VILA, Jean-Luc. Simple games of market manipulation. **Economics letters**. North-Holland: Elsevier, v. 29, 1989. pp. 21-26.

VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. **As sociedades corretoras e o mercado de valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003.

VIZZARDI, Matteo, Manipolazione del mercato: un "doppio binario" da ripensare? **Rivista italiana di diritto e procedura penale**. Milano: Giuffrè, v. XLIX, apr.-giu. 2006. p. 731.

VON LISZT, Frank. **Tratado de direito penal**. Trad. José Higinio Duarte Pereira. Campinas: Russel, v. I, 2003.

WALD, Arnaldo. O direito da regulação monetária e bancária. **Revista de direito bancário e do mercado de capitais**. São Paulo, RT, v. 28, n. 17, jul.-set. 2002. pp. 20-28.

WYCKOFF, Richard D. **Wall Street ventures and adventures through forty years**. New York: Greenwood Press, 1968.

WYPLOZ, Charles. Instabilidade financeira internacional. In: KAUL, Inge; GRUNBERG, Isabelle; STERN, Marc A. (ed.). **Bens públicos globais: cooperação internacional no século XXI**. Record: Rio de Janeiro – São Paulo, 2012. pp. 197-235.

YADLIN, Omri. Is stock manipulation bad? Questioning the conventional wisdom with evidence from the Israeli experience. **Theoretical inquiries in Law**. Tel Aviv: Tel Aviv University: v. 2, i. 2, jul. 2001. pp. 839-864.

YEAGER, Christopher A.; WOOD, Meredith; NAGEL, Pancho; MCCARRICK, Terence J. Jr. Securities fraud. **American criminal law review**. Washington: v. 51, i. 4, spring. 2014. pp. 1661-1750.

YAZBEK, Otávio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

WITTIG, Petra. **Wirtschaftsstrafrecht**. 2. auf. München: Beck, 2011.

WOHLERS, Wolfgang. Teoria do bem jurídico e estrutura do delito. **Revista brasileira de ciências criminais**. São Paulo: RT, v. 19, n. 90, mai.-jun. 2011. pp. 97-110.



ZILLI, Marcos; MONTECONRADO, Fabíola Girão; MOURA, Maria Thereza Rocha de Assis. *Ne bis in idem* e coisa julgada fraudulenta: a posição da Corte Interamericana de Derechos Humanos. In: AMBOS, Kai; MALARINO, Ezequiel; ELSNER, Gisela (coord.). **Sistema interamericano de protección de los derechos humanos y derecho penal internacional**. Montevideo: Konrad-Adenauer-Stiftung, 2011. pp. 403-433.