

**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 (eminente) jurídicas.....	293
4.5.3.3. Questões (eminente) 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.

## 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 “esquenta-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 descumprir 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, Emílios. **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 económico 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.