

O Risco Permitido e o Crime de Manipulação de Mercado no Âmbito Europeu¹

Enrico Rilho Sanseverino²

Resumo: Tratar-se-á do problema da delimitação do risco permitido em algumas práticas de criação de mercado no âmbito europeu. Por influenciar a formação da oferta e da procura dos instrumentos financeiros, essas condutas tendem a aumentar os riscos dos mercados de capitais, e poderão dar ensejo ao crime de manipulação do mercado. A regulação dessas condutas é realizada por normas jurídicas primárias e medidas de *soft law*, de forma a influenciar na tipificação do delito em causa. Serão abordados os casos do *short selling*, das negociações de alta frequência, das operações de estabilização, dos contratos de liquidez e do *scalping*.

Palavras-Chave: Manipulação de mercado; risco permitido; *short selling*; negociações de alta frequência; operações de estabilização; contratos de liquidez; *scalping*.

Keywords: Market manipulation; legal risk; short selling; high-frequency tradings; price stabilization; liquidity contracts; scalping.

Abstract: This paper is going to approach the legal risk delimitation on european market creation operations. This operations tends to increase the financial markets risks and may influencing the supply and demand shares in financial markets, what can be approach from market manipulation. The regulation of these practices is carried out by soft law measures, which can help in market manipulation offense definition. Will be addressed the cases of short selling, high-frequency tradings, price stabilization, liquidity contracts and scalping.

¹ Este estudo foi desenvolvido no curso de Doutorado em Direito da Universidade de Lisboa, disciplina de Direito Penal II, no ano letivo 2017/2018, sob a regência do Prof. Doutor Augusto Silva Dias. Este artigo foi produzido com o apoio financeiro da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa.

² Doutorando em Direito e Bolseiro de Investigação da Universidade de Lisboa (ULisboa). Mestre em Ciências Jurídico-Criminais pela Universidade de Coimbra (UC). Bacharel em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul (PUCRS). Advogado.

1. Introdução

O crime de manipulação de mercado apresenta problemas típicos do Direito Penal Econômico, dentre os quais se pode referir a dificuldade na identificação da ilicitude de determinados comportamentos. Isso se deve à complexidade de funcionamento do mercado de valores mobiliários, e, também, à volubilidade normativa do delito, que pode apresentar uma grande variedade de formas em sua tipologia. Desse modo, frequentemente se afigura necessário recorrer à ordem jurídica primária para verificar a licitude das condutas perpetradas, a fim de auxiliar a tipificação penal daqueles comportamentos suscetíveis de alterar o regular funcionamento dos mercados.

A crise financeira de 2008 e suas nocivas consequências sociais e econômicas demonstraram a importância da regulação das condutas atentatórias ao sistema financeiro. Assim, a questão da regulação dos riscos inerentes aos mercados financeiros se encontra hoje na primeira pauta das autoridades nacionais e internacionais, tanto a nível penal como administrativo.

Diante disso, procurar-se-á abordar nessa investigação o problema da delimitação do risco permitido em algumas condutas de criação de mercado. Em razão de sua capacidade de influenciar a formação da oferta e da procura de instrumentos financeiros, o risco permitido dessas condutas tende a ser traçado por meio de sua regulação extrapenal. Embora em determinados casos elas possam ser consideradas lícitas pelo ordenamento jurídico, o risco por elas trazido ao funcionamento dos mercados financeiros pode conduzir à sua tipificação como crime de manipulação de mercado.

Dessa forma, em um primeiro momento, tratar-se-á do delito de manipulação de mercado. A fim de delimitar as condutas potencialmente subsumíveis ao tipo penal, dar-se-á especial enfoque aos seus elementos constitutivos de tipicidade penal objetiva. A análise será realizada a partir da concepção do crime tal como previsto na ordem jurídica portuguesa, pelo art. 479 do Código dos Valores Mobiliários (CdVM), que, quanto à tipicidade objetiva, se estrutura com base em dois pressupostos: as condutas proibidas e a sua idoneidade para alterar o regular funcionamento do mercado.

Após, abordar-se-á o tema da regulação dos mercados de capitais, a partir dos diversos modelos regulatórios. Ainda, demonstrar-se-ão os meios que podem ser utilizados para isso, o que poderá ocorrer pelas vias penais ou administrativas. Tendo em vista a delimitação do tema deste estudo, dar-se-á especial enfoque ao âmbito europeu de regulação dos mercados.

Por fim, tratar-se-á da definição do risco permitido em alguns casos de criação de mercado. Dessa forma, sem a pretensão de esgotar a sua análise jurídica, serão abordadas as práticas do *short selling*, das negociações de alta frequência, das operações de estabiização, dos contratos de liquidez e do *scalping*. Assim, em razão de sua potencialidade para colocar em risco o regular funcionamento dos mercados financeiros, realizar-se-á uma aproximação dessas condutas com o crime de manipulação de mercado.

Em face disso, as questões que deverão ser respondidas nessa investigação passam pela necessidade de se traçar uma melhor delimitação do risco permitido em relação ao crime de manipulação de mercado. Se, de um lado, as condutas de criação de mercado podem ser consideradas lícitas e até mesmo trazer benefícios ao funcionamento do mercado em determinados casos, de outro, são também capazes de alterar a livre formação da oferta e da procura de instrumentos financeiros, colocando em risco o regular funcionamento do mercado em causa. Com isso, a definição do risco permitido dessas condutas parece ser uma medida imprescindível. Por sua vez, essa delimitação deverá ocorrer por meio de normas jurídicas primárias, que tem como finalidade estabelecer uma maior segurança em relação à utilização dessas práticas, tanto para os operadores do mercado que as colocam em jogo, quanto para os demais agentes que podem de alguma forma serem atingidos.

2. O crime de manipulação do mercado e seus critérios delimitadores

No direito penal econômico é muito comum, em determinados casos, encontrar-se dificuldades para a identificação da ilicitude de alguns comportamentos. Esta situação se deve a uma série de fatores, dentre os quais se pode referir a complexidade de algumas ações levadas a cabo nesse domínio, o que dificulta a tarefa do legislador na redação dos tipos penais (RODRIGUES, 2016, p. 40-41)¹.

No crime de manipulação do mercado não é diferente. O grande universo de condutas manipulativas conduziu o legislador a adotar um tipo penal caracterizado por sua grande complexidade e abstração, de modo que seria praticamente impossível englobar em um único dispositivo toda a sua vasta gama de condutas. Embora muitas vezes este pode estar relacionado

¹ Para além disso, complementa a autora que a inexistência de meios de investigação adequados, bem como motivos de conveniência política na perseguição penal de pessoas envolvidas com estes crimes, podem levar à ineficiência no combate a este tipo de criminalidade (Rodrigues, 2016: 40-41).

a atos muito simples, em outros casos pode envolver condutas dotadas de grande complexidade e difícil concretização² (VEIGA, 2001, p. 93-94).

Tendo como fim a proteção do regular funcionamento do mercado, o delito visa punir os atos de mercado que se desviem de sua causa-função. Esta deve ser entendida como a sua função originária, para a qual os respectivos atos teriam inicialmente de se prestar (VEIGA, 2001, p. 144).

Diante disso, a aferição da regularidade das condutas de mercado deve levar em conta as regras do mercado em que concretamente se atuou, a fim de considerar a correspondência das respectivas práticas com a sua causa-função. Estas regras podem ter natureza infra-legal, como regulamentos administrativos da entidade reguladora competente, que, no caso do mercado de valores mobiliários em Portugal, é a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), por exemplo, ou regras e cláusulas contratuais gerais das entidades gestoras dos mercados. Contudo, a tipicidade do crime independe da violação prévia desses deveres, em razão da sua natureza fundante e autônoma³ (VEIGA, 2001, p. 143-144).

O crime de manipulação do mercado⁴, previsto em Portugal pelo art. 379, n. 1 do CdVM⁵, sustenta-se com base em três pressupostos essenciais: a) as condutas proibidas; b) a idoneidade dessas condutas para alterar o regular funcionamento do mercado; c) os elementos

² Para uma análise tipológica do delito: Veiga (2001, p. 95 ss.). Na literatura norteamericana: Sjoblom, (1993, p. 5 ss.).

³ Embora, na maioria das vezes, a relevância penal dos atos esteja orientada pela causa-função disposta nessas normas administrativas, na hipótese de o conteúdo da norma estar em contrariedade à própria causa-função do ato, o juiz não estaria obrigado a considerá-lo como lícito apenas em razão de sua previsão formal no regulamento administrativo (VEIGA, 2001, p. 143-144). Em sentido contrário é o entendimento de Marcelo Cavali (2017, p. 282), para quem a tipificação do delito dependeria da prévia violação das normas administrativas de regulação do mercado.

⁴ No Brasil, o crime é previsto pelo art. 27-C, da Lei n. 6.385/76: “Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)”.

⁵ “1 - Quem divulgue informações falsas, incompletas, exageradas, tendenciosas ou enganosas, realize operações de natureza fictícia ou execute outras práticas fraudulentas que sejam idóneas para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros, é punido com pena de prisão até 5 anos ou com pena de multa.
2 - Se a conduta descrita no número anterior provocar ou contribuir para uma alteração artificial do regular funcionamento do mercado, o agente é punido com pena de prisão até 8 anos ou pena de multa até 600 dias.
3 - Consideram-se idóneas para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado, nomeadamente, os atos que sejam suscetíveis de modificar as condições de formação dos preços, as condições normais da oferta ou da procura de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros, as condições normais de lançamento e de aceitação de uma oferta pública ou os atos suscetíveis de perturbar ou atrasar o funcionamento do sistema de negociação”.

subjetivos do tipo (COSTA PINTO, 2000, p. 86). Para os fins dessa investigação, delimitar-se-á a sua análise aos critérios de tipicidade penal objetiva, a fim de compreender as condutas objetivamente subsumíveis ao delito, de forma que se tratará a seguir dos dois primeiros pressupostos⁶.

2.1 As condutas proibidas:

Dentre as condutas proibidas, existe uma vasta gama de ações que podem ser utilizadas para manipular o mercado. Estas podem abranger tanto a divulgação de informações não correspondentes à realidade ou suscetíveis de induzir terceiros em erro, como a realização de operações fictícias ou outras práticas fraudulentas. Estas últimas se traduzem em operações aparentemente regulares, mas que, seja pela ausência de intenção real de respeitar os seus efeitos, pela negação da causa-função do ato, ou pela sua própria capacidade enganatória, não correspondem à realidade⁷ (COSTA PINTO, 2000, p. 86-88).

Mais problemática é a aferição da tipicidade penal das condutas de manipulação denominadas pela teoria econômica como *trade based manipulation*⁸. Estas consistem em atividades por si só lícitas, mas suscetíveis de alterar o regular funcionamento do mercado quando tomadas em seu conjunto⁹. Assim, em determinados casos, torna-se muito difícil delimitar os limites entre estas ações manipulativas e aquelas operações lícitas, como as operações de estabilização de preços ou de especulação. Essa situação pode ocorrer, por exemplo, no caso de sucessivas aquisições de valores mobiliários a preço crescente, de forma a criar uma “bolha especulativa”, seguida pela venda daqueles valores mobiliários previamente adquiridos pelo manipulador a um preço superior àquele pago originariamente¹⁰ (FABRIZIO; TROVATORE, 1998, p. 1002).

⁶ Em relação aos elementos subjetivos, considera-se importante destacar que a atual redação do tipo penal excluiu o elemento subjetivo especial de alterar o regular funcionamento do mercado, que constava na legislação anterior. Para uma análise mais pormenorizada quanto aos elementos subjetivos do tipo, remete-se à Costa Pinto (2000, p. 92-93).

⁷ Para uma melhor concretização do engano necessário para tipificar as condutas não ontologicamente fraudulentas: Seminara (1998, p. 448-449).

⁸ A diferença das operações fictícias, estas se caracterizam por transações efetivas, e não aparentes, como aquelas (FABRIZIO; TROVATORE, 1998, p. 1002).

⁹ Analisando esta questão à luz do problema da imputação individual de responsabilidades no âmbito de organizações complexas: BRITO (2009, p. 203-231).

¹⁰ Os autores são favoráveis ao enquadramento jurídico-penal de algumas espécies de condutas especulativas, como as práticas de mercado do *squeeze* e do *corner*, sob pena de se admitir no mercado estratégias de manipulação a “risco nulo” (FABRIZIO; TROVATORE, 1998, p. 1010-1011); em sentido contrário, entendendo que as formas de especulação já abrangeriam um autorrisco para o especulador, bem como em razão da indefinição do conceito de manipulação: Fischel; Ross (1991).

Dessa forma, diferenciando-se as ações lícitas de especulação e as condutas de manipulação, entende-se que o risco é inerente à própria atividade especulativa, de forma que o especulador efetua operações visando obter benefícios no futuro, a partir da variação dos preços das ações de maneira a ele favorável. Já na manipulação, os riscos da operação são eliminados, tornando-se os ganhos certos. Nesse caso, alteram-se as regras do mercado e o processo de formação dos preços a partir do engano dos demais investidores. Assim, como regra, a alteração do mercado pode ocorrer pela própria ação dos investidores induzidos em erro, e não pela ação manipulatória em si (GOMES DA SILVA, 2000, p. 198).

Ainda, essa situação pode ser ilustrada pelo caso *Merryl Lynch International*, julgado pelo *Tribunale di Milano*, em 11.11.2002. Basicamente, os fatos em análise tratavam da ordem de aquisição de 200 *basket* na Bolsa de Milão (MIB 30), às 16:59, ou seja, apenas um minuto antes de seu fechamento, que se daria às 17:00. Posteriormente, aproveitando-se da influência dessas aquisições sobre os índices do mercado de derivados, os especuladores teriam lucrado com contratos de *future* realizadas na FIB 30, que tinha fechamento previsto para as 17:30. Diante das anômalas circunstâncias das operações realizadas, o Tribunal considerou as condutas em exame como crime de manipulação do mercado¹¹.

2.2 A idoneidade das condutas para alterar o regular funcionamento do mercado:

Para adquirir relevância penal, basta que as condutas descritas anteriormente sejam idôneas para alterar o regular funcionamento do mercado. Dessa forma, para a sua consumação, não se exige que o agente obtenha lucros com a sua conduta, e nem mesmo a efetiva alteração do regular funcionamento do mercado como resultado autônomo da ação. Assim, considera-se o crime como de perigo abstrato-concreto, ou de aptidão¹², ao prever condutas que, por serem

¹¹ A solução adotada pelo Tribunal foi criticada na doutrina, no sentido de desconsiderar uma intrínseca e objetiva capacidade engantória inerente ao ato como exigência para sua tipicidade penal. Assim, a decisão foi criticada por ter considerado a ilicitude do comportamento tomando como base o desvalor do fato em seu conjunto, e não as condutas em sua individualidade (FONDAROLI, 2003: 762-763).

¹² O mesmo entendimento é adotado em relação ao crime de manipulação do mercado na lei penal brasileira, sendo considerado como delito de aptidão. Contudo, diferentemente da norma portuguesa, no Brasil é expressamente exigida a intenção de se obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou de causar dano a terceiros. Essa exigência é criticada pela doutrina, uma vez que é incompatível com a natureza econômica do crime, que tem como objetivo a tutela do mercado e de investidores, e não interesses individuais de natureza patrimonial (CAVALI, 2017, p. 254-255; 277-279).

intrinsecamente perigosas, são suscetíveis de colocar em risco o bem jurídico tutelado¹³ (COSTA PINTO, 2000, p. 91-92).

Na lei penal portuguesa, a idoneidade para alterar o regular funcionamento do mercado é concretizada no próprio tipo penal, sendo definida nos termos do art. 379, n. 3 do CdVM, como “os atos que sejam suscetíveis de modificar as condições de formação dos preços, as condições normais da oferta ou da procura de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros, as condições normais de lançamento e de aceitação de uma oferta pública ou os atos suscetíveis de perturbar ou atrasar o funcionamento do sistema de negociação”¹⁴.

Ainda, a doutrina é praticamente unânime no sentido de que a valoração em concreto da perigosidade da conduta deve ser aferida *ex ante*, segundo o critério da prognóse póstuma (BACCARI, 1998, p. 538-541)¹⁵. Essa perigosidade, traduzida no desvalor da ação suscetível de colocar em risco o regular funcionamento do mercado, deve ser aferida a partir de elementos concretos deduzidos da experiência comum do mercado em causa, que levem em conta a sua situação atual, o histórico do ativo, ou a previsível evolução do mercado sem a interferência das práticas manipuladoras (COSTA PINTO, 2000, p. 90-91; CRESPI, 1991, p. 1682-1683).

3. A regulação dos mercados de capitais e o controle dos riscos financeiros

O tema da regulação dos mercados de capitais¹⁶ se insere em um contexto mais amplo, que envolve a discussão quanto à interferência do Estado na atividade econômica. Assim, destacam-se três diversas formas de intervenção, caracterizadas por um modelo puramente estatal, pela autorregulação regulada ou correção, e pela autorregulação puramente considerada (SOUZA, 2021, p. 62 ss.).

¹³ Sobre a tutela de bens jurídicos por meio do perigo abstrato, nos delitos de aptidão, com especial atenção ao problema da prova no crime de manipulação de mercado: Sousa Mendes; Miranda (2005, p. 168 ss.).

¹⁴ Costa Pinto (2000, p. 90-91) considera esta cláusula como exemplificativa. Em sentido contrário, defendendo uma interpretação fechada e taxativa do dispositivo, que parece estar mais adequada à exigência de determinação dos tipos penais: Machado Simões (2017, p. 155).

¹⁵ Nesse sentido, em Portugal: Costa Pinto (2000, p. 90).

¹⁶ Considerando-se os mercados financeiros como uma categoria mais ampla dos mercados de capitais, as expressões “mercados financeiros”, “mercados de capitais” e “mercados de valores mobiliários” serão utilizadas indistintamente (CAVALI, 2017, p. 83 ss.).

Dessa forma, nos mercados de capitais, a regulação poderá ocorrer pelo Estado, por meio das agências reguladoras (heterorregulação), ou pelos próprios agentes econômicos que integram o mercado, a partir de uma lógica autorreguladora (CAVALI, 2017, p. 102 ss.).

No primeiro caso, a regulação estatal é realizada por autoridades público-administrativas independentes, dotadas de poderes regulamentares, supervisionais e sancionatórios¹⁷. Desse modo, essas autoridades possuem competência para emitir normas regulamentares sobre os mercados financeiros, que se relacionam com o problema deste estudo na medida em que estas constituem as chamadas normas jurídicas primárias. Ademais, elas possuem competência para supervisionar o funcionamento dos mercados, tanto de forma preventiva, por meio da concessão de autorizações para atuação, como *a posteriori*, com o acompanhamento dos atos realizados pelos operadores do mercado. E, ainda, detém competências de instrução e julgamento de infrações nas atividades sujeitas à sua supervisão¹⁸ (SANSEVERINO, 2020, p. 36).

Já a autorregulação poderá ser voluntária, quando ocorra por iniciativa dos próprios agentes do mercado, sem interferência estatal, ou de base legal, sendo imposta por lei e submetida ao controle do Estado. Nesse caso, a atuação dos agentes é controlada pelos órgãos reguladores, sendo submetida à própria regulação, como uma típica forma de autorregulação regulada. Ainda, tal como a regulação estatal, a autorregulação também se caracteriza pelas funções normativa, fiscalizadora e sancionadora¹⁹ (CAVALI, 2017, p. 107-109).

Ademais, destacam-se as fragilidades do modelo de autorregulação puramente privado, caracterizado pelas políticas neoliberais de desregulamentação econômica e autorregulação dos mercados. Esse modelo teria entrado em declínio com o aparecimento da crise financeira de 2008, bem como com a maior proliferação dos crimes econômico-financeiros na atualidade. Assim, por exemplo, cabe lembrar o escândalo da manipulação da taxa Libor, que evidenciou as consequências negativas da regulação puramente privada (SOUZA, 2021, p. 66-68).

¹⁷ A passagem para o modelo de regulação por essas autoridades públicas independentes é denominada como a “publicização da regulação financeira e do direito dos valores mobiliários” (SOUSA MENDES, 2015, p. 138).

¹⁸ O modelo de regulação dos mercados financeiros por autoridades independentes surgiu nos Estados Unidos com a *Securities and Exchange Commission* (SEC), em 1934. Destacam-se, ainda, a criação da Consob, na Itália (1974), a *Securities and Investment Board*, na Inglaterra (1986), a CMVM, em Portugal (1991), e a CVM, no Brasil (1976) (SANSEVERINO, 2020, p. 36 ss.). No mesmo sentido, sobre a regulação dos mercados pelas autoridades reguladoras financeiras: Sousa Mendes (2018, p. 455 ss.).

¹⁹ No Brasil, cita-se como exemplo a Instrução n. 461/2007 da CVM, que impõe às entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários a criação de um órgão regulador autônomo e independente (arts. 36 e 37).

Além disso, nessas situações, as condutas praticadas pelos agentes financeiros podem tomar proporções muito maiores do que o risco econômico por eles assumido, repercutindo as suas consequências negativas na vida de credores, contribuintes, e, nos casos de danos sistêmicos, em toda uma população. Isso veio a ocorrer, por exemplo, a partir do colapso do Lehman Brothers, que teve como consequência as medidas adotadas pelo Comitê de Basileia para a Supervisão Bancária, a fim de evitar a sua repetição no futuro (SILVA DIAS, 2017, p. 462-464).

Diante disso, no âmbito da competência penal da União Europeia, em prol da tutela da integridade e da transparência dos mercados financeiros da União, a Diretiva 2014/57/UE veio a estabelecer aos Estados Membros normas mínimas quanto à definição de infrações penais e sanções²⁰ em matéria de abuso de informação privilegiada e manipulação do mercado²¹ (JARA DÍEZ, 2014, p. 51 ss.). Essa Diretiva é regulamentada pelo Regulamento (UE) n. 596/2014, que, apesar de não alterarem o regime do abuso de mercado em sua essência, passaram a alargar o âmbito de aplicação daquele regime até então existente, com a inclusão de novas práticas aos tipos incriminadores, que antes até poderiam ser consideradas como não desvaliosas²² (BOLINA, 2018, p. 429 ss.).

Ademais, os mercados financeiros concentram uma área de riscos por excelência, a tal ponto que Ulrich Beck (2015: 5002 ss.) chegou a enquadrá-los na categoria dos riscos globais, ao lado dos riscos ecológicos e de ameaças terroristas. Na visão do autor, esses riscos

²⁰ O papel do Direito Penal para prevenir, ou reprimir, condutas atentatórias à atividade financeira é muito discutido na doutrina. Diante de sua subsidiariedade, reconhece-se ao Direito Penal um papel acessório, de forma a auxiliar as demais medidas no enfrentamento de crises. Assim, considerando-se a insuficiência das tradicionais estruturas jurídico-penais até então existentes, defende-se a criação de um novo Direito Penal, para a proteção do *standart of living* das pessoas contra os abusos de poder do *top management* financeiro. Esse Direito Penal teria como ponto de partida o reforço de princípios de ética financeira, consubstanciados em regras de *corporate governance*. Com isso, visar-se-ia o enfrentamento não apenas dos danos econômicos e sistêmicos, enquanto efeitos diretos da crise financeira, mas também dos diversos danos sociais que esta pode ocasionar, com reflexo no padrão de vida de uma multiplicidade de pessoas, como restou demonstrado nos casos de manipulação do Libor e do colapso do Lehman Brothers (SILVA DIAS, 2017, p. 456-463). Por outro lado, acerca da influência das crises econômicas sobre o Direito Penal, critica-se a sua utilização com um caráter regulatório-arrecadatório, de forma a descaracterizar o Direito Penal em prol de pretensões econômicas (SILVEIRA, SAAD-DINIZ, 2017, p. 70-74)

²¹ Para uma análise da atividade de harmonização pela União Europeia da disciplina do abuso de mercado, à luz do princípio da necessidade: Rodrigues (2017).

²² Crítica-se na doutrina essas alterações legislativas realizadas a nível europeu, que reorganizaram o sistema de fontes na estrutura do direito sancionatório do Mercado de Valores Mobiliários. Desse modo, aumentar-se-ia consideravelmente a complexidade do sistema sancionatório, com a influência imposta pelas normativas intranacionais em detrimento dos sistemas jurídicos nacionais dos Estados. Assim, afirma-se que, apesar das constantes tentativas de uniformização legislativa a nível europeu, o controle e aplicação imediata do direito deveria ocorrer a nível nacional, apesar das dificuldades de se estabelecer mecanismos de comunicação entre os sistemas nacionais (COSTA PINTO, 2017, p. 41-42). No mesmo sentido: Silveira (2015, p. 33-35).

econômicos globais constituiriam uma forma de “irresponsabilidade organizada”, oriunda da imponderabilidade dos mercados monetários e financeiros globais. Na era da denominada revolução da informação, seriam os fluxos financeiros quem definiriam quem ganha e quem perde, em uma lógica de maximização dos lucros. Não existindo uma forma de alterar o sentido dos fluxos, os riscos financeiros seriam do mesmo modo incontroláveis, produzindo seus efeitos a nível dos mercados globais e nacionais.

Por sua vez, pode ser difícil distinguir comportamentos que apenas se aproveitam das regras do mercado financeiro, ou que contribuam para a sua transparência, daqueles que possam colocar em risco o seu normal funcionamento²³. Desse modo, a regulação de condutas como as vendas curtas (*short selling*) e as negociações de alta frequência (*high-frequency trading*) tem sido muito discutida atualmente, tendo em vista a vulnerabilidade que pode se encontrar o mercado em períodos de crise financeira, que pode ser ainda agravada com os novos instrumentos tecnológicos disponíveis aos operadores do mercado na atualidade (JARA DÍEZ, 2014, p. 80-81).

Diante disso, a figura do risco permitido exerce um papel fundamental na delimitação da responsabilidade penal em relação a determinados comportamentos considerados perigosos²⁴. Nos mercados financeiros, tanto as sociedades cotadas que emitem as suas ações, bem como os investidores, estão sujeitos aos constantes riscos destes mercados em suas diversas perspectivas. Assim, a regulação dos riscos por meio de normas que delimitem a atuação desses agentes é medida imprescindível (SOUSA MENDES; MIRANDA, 2005, 169; 192-193).

²³ Assim, por exemplo, considera-se que uma sociedade cotada que omita informações contábeis à autoridade reguladora, mas adote medidas para prevenir a instabilidade dos preços dos instrumentos financeiros decorrentes dessa omissão, pode ter seu ato considerado como penalmente irrelevante. Para isso, essas medidas devem conter informações adicionais, como publicidades, informes de recomendação de inversão, existência de fatos notórios ao mercado, adaptação às práticas habituais do mercado, que sejam capazes de compensar as informações omitidas dos documentos contábeis (PAREDES CASTAÑON, 2014, p. 834-835).

²⁴ O risco permitido constitui um relevante critério para aferir a tipicidade penal dessas ações. Como um dos seus principais contributos para a interpretação dos tipos penais poder-se-ia indicar a integração das relações sociais vigentes e a configuração da sociedade em questão, como decisivo critério de imputação objetiva²⁴ (FEIJOO SÁNCHEZ, 2013, p. 62-64). Assim, a existência do risco permitido encontra fundamento no núcleo de liberdade de cada cidadão, e, de uma forma mais geral, na ponderação entre o interesse de proteção de bens jurídicos e um interesse geral de liberdade. Essa ponderação deve considerar uma séria de fatores, como o valor dos bens expostos a perigo, a intensidade deste perigo, o interesse social na prática da ação perigosa, a eficiência e idoneidade da medida de cuidado adotada, a existência e o custo de medidas alternativas menos arriscadas, bem como o princípio da proporcionalidade (GRECO, 2013, p. 51-53).

4. O risco permitido e o crime de manipulação de mercado

A delimitação do risco financeiro permitido por meio da definição de determinadas práticas de mercado aceites nem sempre é tarefa fácil. Essa dificuldade surge principalmente a partir da grande complexidade de funcionamento dos mercados financeiros. Além disso, a volatilidade e a constante mutação que envolve as práticas negociais desse ramo específico do mercado contribuem significativamente para essa dificuldade²⁵ (FEIJOO SÁNCHEZ, 2013, p. 77).

Por outro lado, em que pese esses fatores, a definição do risco permitido na atuação dos agentes dos mercados financeiros se torna muitas vezes indispensável para uma melhor concretização da tipicidade penal de determinadas condutas de manipulação de mercado. Para isso, é inevitável que se recorra a normas jurídicas primárias. Dentre estas, pode-se incluir tanto as normas de natureza administrativa emanadas pelas autoridades reguladoras nacionais, quanto as normas emanadas por organismos internacionais, seja a nível legiferante pelo Parlamento Europeu²⁶, ou mesmo recomendacional pela *European Securities and Markets Authority* (ESMA)²⁷ (FEIJOO SÁNCHEZ, 2013, p. 77 ss.).

Dessa forma, por exemplo, o Regulamento 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, em seu art. 13, dispõe sobre as práticas de mercado aceites. Assim, conforme o dispositivo, a definição de uma prática de mercado aceite deve considerar elementos como a sua transparência, a salvaguarda para o funcionamento do mercado, o seu impacto na liquidez, eficiência e o mecanismo de negociação do mercado em causa, bem como o risco para a integridade dos mercados relacionados

²⁵ Essa situação explica a identificada volubilidade normativa do delito de manipulação do mercado, caracterizado por possuir um tipo penal aberto, com suficiente amplitude para integrar novas realidades e novas formas negociais lesivas dos mercados financeiros (COSTA PINTO, 2017, p. 36).

²⁶ Nesse caso, destaca-se o já citado Regulamento (UE) 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho. Este caracteriza-se por sua heterogeneidade normativa, podendo conter normas de natureza imperativa, ou mesmo normas permissivas e interpretativas. As normas permissivas podem apenas determinar a exclusão material do âmbito de vigência da nova legislação, como é o caso das operações de estabilização, previstas no art. 5º do Regulamento. Em outras situações, podem também funcionar como uma causa de exclusão da tipicidade, como ocorre com as práticas de mercado aceites (art. 13º do Regulamento). Já as condutas legítimas (art. 9º do Regulamento) constituem regras interpretativas de exclusão da imputação ou de confirmação da atipicidade do fato (COSTA PINTO, 2017, p. 38).

²⁷ No mesmo sentido: Cavali (2017, 188-189).

Nesse contexto, tratar-se-á aqui da atuação do risco permitido em alguns casos de criação de mercado²⁸, entendida como aquelas atividades que desempenham uma influência significativa na formação da oferta e da procura dos instrumentos financeiros (VEIGA, 2001, p. 209). Assim, em situações específicas, essas práticas podem ser aceitas e permitidas pelo mercado, ainda que possam vir a exercer alguma alteração em seu regular funcionamento²⁹ (JARA DÍEZ, 2014, p. 82). Contudo, quando mal utilizadas, poderão dar ensejo ao crime de manipulação de mercado.

Afinal, uma das peculiaridades do delito é o fato de este ser capaz de englobar atos que individualmente podem ser entendidos como lícitos, porém, quando tomados em seu conjunto, podem constituir uma forma de manipular o mercado. Por sua vez, a relevância penal das condutas deverá ser aferida em cada caso concreto, tamanha é a variação tipológica do delito (VEIGA, 2001, p. 210).

Diante disso, abordar-se-ão os casos das práticas conhecidas como *short selling*, das negociações de alta frequência, das operações de estabilização, dos contratos de liquidez e do *scalping*. Não se tem aqui, ressalte-se, a pretensão de esgotar a sua análise jurídica, que, por envolver questões muito específicas do Direito dos Valores Mobiliários, fugiria ao objeto de estudo dessa investigação. Desse modo, procurar-se-á estabelecer uma aproximação dessas condutas com o crime de manipulação de mercado, uma vez que a sua prática pode gerar um risco adicional ao regular funcionamento dos mercados financeiros.

4.1 Short Selling

O primeiro desses casos que se abordará é o das vendas curtas, também conhecido por *short selling*. Esta prática consiste basicamente na venda de valores mobiliários que ainda não são propriedade do vendedor (*short seller*)³⁰, e pode ser dividida em duas espécies: vendas curtas cobertas (*covered short selling*) e vendas curtas a descoberto (*uncovered* ou *naked short selling*). Na primeira, ainda que não detenha a propriedade do valor mobiliário objeto da venda, o *short seller* detém a sua posse, seja por empréstimo ou outro meio similar, a partir de uma

²⁸ Adota-se aqui o conceito em sua acepção ampla, englobando todos os agentes relacionados com a formação da oferta ou da procura (VEIGA, 2001: 209).

²⁹ Alexandre Brandão da Veiga (2001, p. 210) distingue estas atividades como criação excludente do tipo e manipulação fora do tipo. No primeiro caso, estar-se-ia diante de condutas em tese típicas, mas que o legislador optou por excluir do tipo penal. Já no segundo caso as condutas seriam em si mesmo lícitas, ou aceitas pela ordem jurídica.

³⁰ Outros autores caracterizam essa prática não a partir da titularidade do vendedor sobre os valores mobiliários, mas por uma posição de dívida por aquele assumida no momento da emissão (REIS, 2001, p. 161).

espécie de *swap* temporário. Na segunda, o vendedor ainda não possui qualquer tipo de vínculo com o valor mobiliário objeto da transação³¹ (ALVES, 2010, p. 11-13).

A utilização do *short selling* passou a sofrer restrições a partir da crise financeira de 2008³², ainda que os benefícios obtidos pelo mercado com a sua proibição sejam duvidosos (ALVES, 2010, p. 21). A sua restrição se explica na medida em que a atuação em *short selling* tende a diminuir os preços das ações, contribuindo ainda mais para o seu efeito depreciativo que, por si só, já é normal em tempos de crise econômica. Com isso, essa prática inevitavelmente potencializa o risco de atuação no mercado, podendo acarretar a insolvência dos agentes com reflexos sistêmicos para todo o seu funcionamento³³ (REIS, 2001, p. 177).

Diante disso, constata-se que as instituições financeiras endividadas se encontram mais suscetíveis à manipulação de mercado durante a crise financeira. Assim, a restrição ao *short selling* nesse período se justifica para a própria proteção dessas empresas e do preço de seus ativos financeiros (LOBÃO, 2018, p. 181).

Em Portugal, permite-se apenas a realização de vendas curtas cobertas, devendo o ordenador (*short seller*) demonstrar ao intermediário financeiro que dispõe de meios para a sua liquidação, sob pena de carecer de legitimidade para a operação. Excepciona-se essa situação, contudo, no caso de o intermediário financeiro assumir a liquidação por conta do ordenador (CMVM, 2008).

Ademais, em parecer realizado pela CMVM, destaca-se que a legitimidade do ordenador para a realização de vendas curtas não afasta a possibilidade de estas poderem constituir manipulação de mercado. A seguir, elenca determinadas situações em que isso poderá ocorrer: “a) Situações em que a realização das operações de vendas agravam ou são susceptíveis de agravar a volatilidade ou instabilidade dos mercados financeiros ou de um particular instrumento financeiro. b) Elevada dimensão das vendas curtas, quer em termos absolutos, quer em função da liquidez e da profundidade do mercado, quer por força da sua concentração num curto período de tempo. c) Influência significativa previsível ou efectiva na cotação do

³¹ Quanto a essa segunda espécie, existem ainda duas acepções, uma mais ampla e outra mais restrita, que consideram o momento da emissão da ordem ou a sua liquidação, respectivamente, como determinantes para a qualificação da venda curta a descoberto (ALVES, 2010, p. 12-13).

³² Nesse sentido: Lobão (2018, p. 196-197).

³³ Posteriormente à crise, o regime das vendas a descoberto veio a ser regulamentado a nível europeu, por meio do Regulamento n. 236/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho. Por meio desse Regulamento, passou-se a restringir a utilização das vendas curtas de ações a descoberto (art. 12). Sobre a aplicação do Regulamento, destaca-se os seguintes documentos da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados: ESMA (2017); ESMA (2018).

instrumento financeiro. d) Falhas de liquidação importantes, quando se verifique, afinal, inexistência de disponibilidade dos valores mobiliários alienados” (CMVM, 2008).

Nesse contexto, a atuação do agente que se utiliza das vendas curtas para manipular o mercado não se dá apenas em razão de suas crenças em uma determinada movimentação do mercado. Pelo contrário, ele mesmo cria as condições do mercado a si vantajosas, alterando os preços das ações, de forma a se afastarem de sua normalidade. Exemplifica-se com o caso do agente que vende valores mobiliários em uma quantidade significativa, fazendo cair o seu valor de mercado. A seguir à queda dos preços por ele mesmo ocasionada, compra essas mesmas ações abaixo de seu valor real. Diante disso, a restrição dessa prática se justifica em razão de sua potencialidade para prejudicar o regular funcionamento do mercado (REIS, 2001, p. 176-177).

Da mesma forma, destaca Thomas Hazen (1995, p. 357) que, na experiência norteamericana, a sua proibição esteve tradicionalmente associada com a manipulação operativa do mercado, dispensando-se o elemento fraudulento da conduta em si mesmo considerada³⁴. Mas, por outro lado, também não se poderia excluir a possibilidade da utilização das vendas curtas para a manipulação informativa. Poder-se-ia referir, por exemplo, o caso do investidor que, após a realização de vendas curtas, divulga informações falsas sobre as ações para reduzir o seu preço e, com isso, adquiri-las por um valor menor ao da venda (JARA DÍEZ, 2014, p. 91-92; LOBÃO, 2018, p. 179).

Ainda, a prática do *short selling* pode ter reflexos no valor fundamental dos ativos não financeiros das empresas. Isso ocorre na medida em que os preços das ações têm influência significativa nos recursos sociais, de modo que a redução de um pode levar à consequente desvalorização do outro (LOBÃO, 2018, p. 180).

Além disso, as instituições financeiras e o mercado em geral não são os únicos alvos das vendas curtas realizadas com o intuito de manipulação. No caso das *naked short sellers*, até mesmo os investidores podem ser atingidos, uma vez que não poderão utilizar o seu direito de voto, ainda que sejam os legítimos detentores das ações. Desse modo, esses também se veem prejudicados ao ser obstada qualquer rentabilidade que poderia ser por eles usufruída em razão da posse dos valores mobiliários (LOBÃO, 2018, p. 190).

³⁴ Destaca-se, nesse sentido, a regra do *zero-plus tick*, adotada em 1939 pelo *Securities Exchange Act*, que levava em conta o preço de mercado da venda anterior como critério para restringir a utilização do *short selling*, quando o seu valor fosse superior ao da venda atual, a fim de evitar que as vendas curtas pressionassem os preços para baixo (LOBÃO, 2018, p. 194-195).

Por outro lado, a utilização do *short selling* pode muitas vezes ser benéfica para a estabilidade do mercado, contribuindo para a eficiência do processo de formação dos preços. Isso porque, a sua restrição acaba por excluir do mercado aqueles investidores com perspectivas pessimistas (ALVES, 2010, p. 20). Da mesma forma, afirma-se que esta dificulta a incorporação das informações negativas nos preços das ações (LOBÃO, 2018, p. 184).

Por fim, a fim de considerar a restrição do *short selling* no âmbito de um determinado mercado, é importante ponderar os benefícios e os riscos causados ao regular funcionamento do mercado por essa prática (REIS, 2001, p. 178).

Diante disso, considera-se como medida imprescindível a restrição do uso do *short selling*, a fim de salvaguardar o regular funcionamento do mercado e prevenir os riscos de sua utilização como meio de manipular o mercado³⁵. Embora se possam apontar possíveis efeitos positivos para o mercado a partir de sua utilização, entende-se que ela também configura um relevante incentivo à manipulação, sobretudo nos casos das vendas curtas a descoberto. Dessa forma, afigura-se necessário que se estabeleçam critérios concretos para a sua restrição, que levem em conta a real situação do mercado em causa, bem como as condições dos preços dos respectivos valores mobiliários, buscando-se a identificação daqueles setores mais suscetíveis à manipulação.

4.2 Negociações de alta frequência

As negociações de alta frequência, ou *high-frequency trading* (HFT), constituem atualmente um dos principais focos das autoridades reguladoras financeiras, no que se deve à propensão de sua utilização como uma forma de manipular o mercado (JARA DÍEZ, 2014, p. 96). Diante da vasta amplitude do tema, delimitar-se-á a sua análise justamente em relação a esse último aspecto, no que principalmente importa a este estudo. Assim, inicialmente, far-se-á breves considerações acerca de sua definição, bem como a possíveis vantagens e desvantagens dessa forma de negociação para o regular funcionamento dos mercados financeiros.

As negociações de alta frequência podem se apresentar de diversas formas ao mercado, sendo de grande dificuldade se chegar a uma definição única desse fenômeno. De modo geral, elas podem ser caracterizadas como “um conjunto vasto de técnicas de negociação empreendidas por intermediários financeiros que partilham entre si, quase como traço

³⁵ Contrariamente à restrição do *short selling* como meio de enfrentamento das condutas de abuso de mercado: Alves (2010, p. 23).

identitário comum, uma condição de dependência relativamente à velocidade com que logram a submissão, a transmissão, execução e o eventual cancelamento das suas ordens de mercado” (SANTOS ALMEIDA, 2016, p. 2). Ainda, as HFT podem ser englobadas na categoria das negociações algorítmicas, como forma de negociações computadorizadas que determinam o modo de execução de uma determinada ordem de compra ou venda de instrumentos financeiros (SANTOS ALMEIDA, 2016, p. 3).

Por um lado, costuma-se apontar que essas negociações podem ser benéficas aos mercados, trazendo melhorias à sua liquidez, ao processo de formação dos preços e ao nível global de sua eficiência. Contudo, a velocidade e complexidade dos processos computacionais são também capazes de aumentar os riscos inerentes a essas operações, de forma a sobrecarregar os sistemas de negociação e gerar ordens errôneas tendentes a alterar o normal funcionamento do mercado (SANTOS ALMEIDA, 2017, p. 432-433).

Ademais, as HFT podem ser suscetíveis de colocar em risco a integridade dos mercados financeiros, no que tange à regular formação dos preços. Favorecidos pelas condições de vantagem tecnológica em relação aos demais operadores do mercado, os negociadores de alta frequência encontram nas HFT um terreno propício para práticas manipulativas (SANTOS ALMEIDA, 2017, p. 433). Como exemplo, cita-se a prática conhecida como *spoofing*, ou *layering*³⁶. Esta consiste na volumosa emissão de uma ordem de compra ou venda de ativos financeiros, sem a intenção de executá-la, tendo apenas o objetivo de conduzir o preço das ações a um determinado sentido, induzindo os investidores em erro quanto às normais condições da oferta e da demanda do respectivo mercado (FISCHER, 2015, p. 115-116).

Diante disso, no âmbito europeu, condutas consideradas como HFT passaram a ser incriminadas na ordem nacional e internacional. Nesse sentido, o Regulamento n. 596 (UE), em seu art. 12, n. 2, “c”, passou a prever expressamente as negociações de alta frequência como uma forma de manipulação de mercado. Ainda, impulsionada pela crise financeira e pelo escândalo *Libor*, a FSA inglesa também passou a incriminar certas formas de HFT (FISCHER, 2015, p. 113). Em Portugal, as negociações de alta frequência são consideradas como subsumíveis no tipo penal da manipulação de mercado, tal como previsto no art. 479, do CVM (SANTOS ALMEIDA, 2017, p. 433).

³⁶ Como outras tipologias da manipulação de mercado por meio das HFT, refere-se, ainda, as condutas conhecidas como *quote stuffing*, *momentum ignition* e *electronic front running* (FISCHER, 2015, p. 115-116).

4.3 Operações de estabilização

Por operações de estabilização, pode-se entender o conjunto de atividades suscetíveis de atingir um efeito de manutenção nos preços de um determinado produto financeiro. Assim, ela tem como efeito a fixação dos preços dos valores mobiliários dentro de certos limites previamente estabelecidos. Isso pode ocorrer por meio de diversas formas, como, por exemplo, nos negócios transmissivos. Nestes, o elevado volume dos negócios acaba por influenciar a normal formação dos preços, com a consequente fixação de um preço diferente daquele que se teria em condições normais da oferta e da procura do mercado (SANTOS, 2003, p. 405-406).

Dessa forma, a utilização dessa prática tem como efeito a criação de riscos adicionais para os mercados financeiros. Isso porque, a alteração artificial dos preços por determinados agentes do mercado pode acabar maquiando a real demanda da oferta e da procura dos valores mobiliários em causa (SANTOS, 2003, p. 398). Nesse cenário, indaga-se se as operações de estabilização poderiam ser consideradas como uma espécie de manipulação de mercado³⁷.

No contexto italiano, a partir do caso Parmalat, discute-se o desvalor jurídico-penal do comportamento de omitir determinadas operações financeiras, a fim de evitar a oscilação da cotação dos instrumentos financeiros. Essas medidas teriam como objetivo a proteção da própria empresa, de forma a evitar a atividade especulativa dos investidores. Desse modo, coloca-se em dúvida a legitimidade dessa prática, tendo em vista a possível frustração dos interesses daqueles investidores em prol da proteção da empresa por meio de manobras manipulativas dos emitentes (LUNGHINI, 2010, p. 232-233).

Por um lado, algumas operações de estabilização podem vir a trazer benefícios para alguns agentes do mercado. Assim, tanto investidores, quanto emitentes, podem ser beneficiados por essas operações, na medida em que elas diminuem o risco de uma alteração acentuada nos preços, possibilitando uma maior previsão e segurança em suas ações (SANTOS, 2003, p. 398-399).

Com base nisso, no regime europeu, optou-se por excluir das infrações de abuso de mercado aquelas medidas de estabilização de instrumentos financeiros, desde que preenchidas certas condições previamente estipuladas no art. 5º, n. 4, do Regulamento (UE) 596/2014³⁸.

³⁷ Para uma análise da estabilização como forma de manipulação de mercado em face da jurisprudência inglesa e americana: Rider (1997, p. 249-250). Ainda, sobre a utilização das chamadas *hot issues* como forma de manipular o mercado: Hazen (1995, p. 358 ss.).

³⁸ As condições relativas à estabilização vêm previstas pelos artigos 8º, 9º e 10º do Regulamento n. 2273/2003 da Comissão, no que tange aos prazos, divulgação e informação das operações, bem como ao preço dos valores

Assim, estabelece-se um regime de licitude dessas operações, delimitando o risco permitido de práticas em tese suscetíveis de alterar o regular funcionamento do mercado. Esse regime deve necessariamente levar em conta as condições de transparência do mercado em causa, bem como os preços dos valores mobiliários das operações em específico³⁹ (HAZEN, 1995, p. 354-355).

Por outro lado, é também inegável que as operações de estabilização tendem a aumentar o risco da manipulação de mercado, quando a manutenção artificial dos preços dos ativos financeiros ocorra por um período excessivamente longo (LUNGHINI, 2010, p. 237). Dessa forma, a verificação da licitude de uma operação de estabilização deve passar por uma análise minuciosa de seu regime legal. Assim, o estabelecimento de critérios que delimitem o risco permitido das operações de estabilização tem como finalidade salvaguardar os interesses dos agentes atuantes no mercado, por meio de princípios de transparência, para que todos tenham iguais oportunidades para aproveitar os efeitos e as consequências que a estabilização pode trazer⁴⁰.

4.4 Contratos de liquidez

Outra prática que comumente se apresenta no mercado como aceite são os contratos de liquidez. Estes têm como objetivo aumentar a regularidade de negociação de ações em um determinado mercado, seja por meio do aumento de negócios transacionados, ou pela redução da volatilidade dos preços. Ainda, devem eles ser celebrados com um intermediário financeiro, e podem ter como contraparte qualquer emitente que atue em um mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral (CMVM, 2017).

Em Portugal, o Conselho de Administração da CMVM recentemente determinou os contratos de liquidez como prática de mercado aceite, nos termos do art. 13 do Regulamento n. 596/2014 da União Europeia. Para a sua devida regularidade, exige-se uma série de condições, como a sujeição do contrato à forma escrita, a previsão de determinadas informações relativas

mobiliários, respectivamente. Em Portugal, a estabilização é permitida quando realizada com base nas condições previstas no Regulamento, conforme o art. 349 do CdVM.

³⁹ Para uma análise do regime de permissividade das operações de estabilização no contexto norte americano, em face do regime da SEC (Rule 10b-7): Hazen (1995, p. 354-355).

⁴⁰ Embora na maioria dos casos de desobediência aos critérios legais as operações de estabilização constituam o crime de manipulação de mercado, pode-se pensar em situações em que isso não irá ocorrer. Quando o ato não for suscetível de induzir terceiros em erro, por exemplo, no caso em que alguém anuncie de forma clara e pública que irá fazer uso dessa prática, e os preços do mercado realmente indiquem que dela sofreram influência. Ou, ainda, quando o agente não tenha conhecimento de que o ato praticado é capaz de oferecer perigo para o mercado. Além disso, não se pode esquecer dos casos específicos de violações de defesa do mercado por parte dos intermediários financeiros, que incorrerão em infração de natureza contraordenacional (VEIGA, 2001, p. 221).

ao negócio, bem como o atendimento a limites relativos aos valores e quantidade das ações objeto do contrato⁴¹.

Essas exigências se devem à potencialidade dos contratos de liquidez de gerar indicações enganosas na negociação de instrumentos financeiros. Assim, quando não cumpridos aqueles requisitos de transparência, podem eles constituir manipulação de mercado (CMVM, 2017).

No entanto, não é todo e qualquer descumprimento das condições exigidas aos contratos de liquidez que dará ensejo ao crime de manipulação de mercado. Quando não atendidos os deveres de defesa do mercado pelos intermediários financeiros, por exemplo, a consequência da infração será de natureza contraordenacional, nos termos do art. 311 do CdVM.

Assim, é provável que a utilização das operações de liquidez incremente os riscos de infração ao mercado de valores mobiliários. Dentre esses riscos, poder-se-ia referir a possibilidade de atuação no mercado, pelo intermediário financeiro, apenas em determinados períodos favoráveis ao emitente; a possibilidade de concentração das operações na venda ou na compra dos valores mobiliários, criando um desequilíbrio na formação dos preços; o exercício do abuso de posição dominante decorrente dessa alteração dos normais valores de mercado; bem como o risco de impedir os demais participantes de conhecer a real liquidez inserida no mercado devido à falta de transparência do mesmo (ESMA, 2017: 4-5).

4.5 Scalping

Por último, analisar-se-á o desvalor jurídico-penal da conduta conhecida por *scalping*. Este pode ser definido como a prática do agente que compra determinados valores mobiliários no mercado, recomenda a aquisição dos mesmos por terceiros, e, posteriormente, aliena esses ativos financeiros. Dessa forma, obtêm-se um lucro com a sua venda quando as recomendações são suficientes para fazer subir os preços das ações. Para isso, é necessário que o agente seja capaz de influenciar o mercado com as suas opiniões, em razão da posição que nele ocupa, ou mesmo de sua reputação, sendo os casos mais conhecidos àqueles praticados por analistas financeiros ou jornalistas econômicos⁴² (BRITO BASTOS, 2012, p. 293-294).

Assim, diante do aproveitamento pelo agente do seu grau de influência no mercado, a fim de obter lucros a partir de suas próprias recomendações dirigidas aos investidores, a questão

⁴¹ Essas exigências estão contidas no documento CMVM, 2017.

⁴² Para uma análise casuística dessa prática: Bastos (2012, p. 295 ss.).

que importa saber é se esse comportamento pode ser qualificado como uma forma de manipulação do mercado. Analisando-se essa prática à luz do Regulamento n. 596/2014 (UE), a resposta seria positiva⁴³.

Contudo, a tipificação do *scalping* no ordenamento jurídico-penal português é duvidosa. Diante da não aplicação direta das incriminações previstas nas diretivas da União Europeia aos ordenamentos jurídicos nacionais, seria de verificar se esse é subsumível ao tipo penal da manipulação do mercado, nos termos previstos pelo art. 379 do CdVM⁴⁴.

Assim, poder-se-ia cogitar na sua tipificação com base na primeira modalidade do delito, no sentido de “quem divulgue informações falsas, incompletas, exageradas, tendenciosas ou enganosas”. Se é certo que as recomendações que integram o *scalping* não constituem propriamente informações, elas sempre vêm acompanhadas de uma base factual que as deve fundamentar. Todavia, essa prática é caracterizada por dispensar a falsidade da recomendação, sendo isso que a diferencia de outras formas de manipulação, como o *pump and dump*. Nesse sentido, inclusive, a conduta descrita no Regulamento n. 596 (UE) não refere a necessidade de qualquer caráter fraudulento da recomendação, bastando que o agente a partir dela obtenha benefícios⁴⁵ (Brito Bastos, 2012: 308-309).

Dessa forma, o que será determinante para a caracterização do *scalping* é a existência de um conflito de interesse por parte daquele que realiza a recomendação. No caso dos analistas financeiros, esse conflito pode ir muito além de um suposto interesse pessoal no aumento dos preços dos valores mobiliários para uma posterior alienação. Pode ocorrer, por exemplo, que

⁴³ O Regulamento considera como manipulação de mercado a conduta de, “tirar proveito do acesso ocasional ou regular aos meios de comunicação social tradicionais ou eletrônicos emitindo opiniões sobre um instrumento financeiro, um contrato de mercadorias à vista com ele relacionado ou um produto leiloadado baseado em licenças de emissão (ou indiretamente sobre o respetivo emitente), tendo previamente tomado posições nesse mesmo instrumento financeiro ou contrato de mercadorias à vista com ele relacionado ou produto leiloadado baseado em licenças de emissão e tirando seguidamente proveito do impacto dessa opinião no preço do instrumento financeiro ou contrato de mercadorias à vista com ele relacionado ou produto leiloadado baseado em licenças de emissão, sem simultaneamente ter divulgado, de forma adequada e eficaz, o conflito de interesses existente” (art. 12, 2, “d”).

⁴⁴ A aplicação das diretivas da União Europeia na ordem interna depende da sua devida transposição pelos Estados, a fim de resguardar o princípio da legalidade (KLIP, 2009, p. 168).

⁴⁵ A fim de contornar a exigência quanto à falsidade inerente ao conteúdo da recomendação, afirma-se que esta se daria em razão de uma declaração tácita de inexistência do conflito de interesse. Ou seja, diante de uma informação divulgada pelo agente capaz de influenciar o mercado, deduzir-se-ia que este não teria nada a ganhar com isso. Ou, ainda, já se tentou sustentar o crime de manipulação de mercado por omissão imprópria, atribuindo ao *scalper* o dever de divulgar o conflito de interesse. Contudo, esses argumentos se revelam improcedentes, na medida em que o primeiro não necessariamente deve conduzir a uma declaração tácita de inexistência de conflito de interesse. Já quanto ao segundo, diz-se que, pelo menos em face da legislação portuguesa, não haveria um dever atribuível ao autor da recomendação de divulgar um conflito de interesse pré-existente (BRITO BASTOS, 2012, p. 310 ss.).

este também desempenhe atividade de intermediação financeira, o que é muito comum, de modo que a sua recomendação pode entrar em conflito com os interesses do próprio intermediário financeiro, dos seus clientes, ou, também, dos demais investidores⁴⁶ (FABRIZIO, 2002, p. 51 ss.).

Assim, não se poderia deixar de criticar a solução adotada pelo Regulamento n. 596 (UE), que considera o *scalping* como manipulação de mercado (art. 12, 2, “d”). Ao situar o desvalor do ilícito no conflito de interesse da recomendação, leva-se em conta um elemento extrínseco não relacionado com o seu conteúdo, que nada tem a ver com a falsidade da recomendação. De fato, essa previsão contrasta com a própria concepção da manipulação de mercado adotada pelo Regulamento, ao dispensar o caráter falso ou enganoso das informações, exigidos pelo art. 12, 1, “c”, do mesmo Regulamento⁴⁷ (SEMINARA, 2008, p. 361-362).

Por fim, não se pode ignorar que, ao se exigir a divulgação do conflito de interesse por quem faz a recomendação, poder-se-ia estar a aumentar os potenciais efeitos manipulativos daquela. Imagine-se o caso de um renomado analista financeiro, por exemplo, que, antes de divulgar a sua recomendação, afirma que comprou ações sobre as quais está a emitir uma opinião favorável. A divulgação dessa informação poderia ser entendida pelos demais investidores como um sinal positivo de investimento, e acabaria por incrementar os efeitos daquela opinião, e, conseqüentemente, os ganhos do analista (BOLINA, 2015).

5. Conclusão

O crime de manipulação de mercado possui uma vasta amplitude normativa e pode abranger uma variada tipologia de casos. O delito visa punir aqueles atos de mercado que se desviem de sua função originária, que têm como fim alterar o regular funcionamento do mercado. Assim, a causa-função daqueles atos pode ser encontrada no ordenamento jurídico

⁴⁶ Para a verificação da existência do conflito de interesse nas recomendações dos analistas financeiros, basta que se analise o seu conteúdo tendo em conta aqueles que representem uma ruptura dentro a série de recomendações dos analistas em um determinado período, e aqueles que contêm recomendações que contrastem com o *market sentiment* (FABRIZIO, 2002, p. 65).

⁴⁷ Afasta-se igualmente a hipótese de o *scalping* configurar o delito de abuso de informação privilegiada. Neste, a disposição de informação privilegiada deve ser anterior à aquisição dos instrumentos financeiros. Já no *scalping*, a situação é inversa, não se subsumindo no tipo penal de *insider trading* a aquisição de valores mobiliários com a posterior intenção de divulgar a recomendação, ainda não exteriorizada, e nem mesmo a posterior venda dos instrumentos financeiros, pois já não haveria mais qualquer informação destinada à publicação (SEMINARA, 2008, p. 361). No mesmo sentido, em Portugal: Bastos (2012, p. 301 ss.).

primário, embora, em regra, a tipificação do crime independa da violação das normas ali estabelecidas.

Em Portugal, o delito é definido como um crime de perigo abstrato-concreto, ou de aptidão, sendo suficiente para a sua tipificação que as condutas sejam suscetíveis de pôr em causa o regular funcionamento do mercado. Por sua vez, a perigosidade das condutas que colocam em risco a integridade dos mercados financeiros deve ser aferida a partir de elementos concretos do mercado em causa.

Nesse contexto, são diversos os riscos a que estão submetidos os mercados financeiros, o que se deve principalmente à sua imponderabilidade e ao fato de os fluxos financeiros serem igualmente incontrolláveis, podendo suas repercussões atingirem até mesmo níveis globais. Dessa forma, a regulação desses riscos é medida imprescindível, a fim de melhor delimitar a atuação dos operadores do mercado, proporcionando uma maior segurança aos agentes que lá atuam.

No âmbito europeu, essa regulação ocorre por meio do Regulamento n. 596/2014 (UE), que passou a reorganizar o sistema de fontes, aumentando a complexidade do sistema sancionatório em matéria dos valores mobiliários e lançando novos desafios à evolução do sistema jurídico quanto ao enfrentamento das condutas de abuso de mercado, em suas perspectivas nacional e internacional.

Assim, diante de sua volubilidade normativa, o crime de manipulação de mercado possui um tipo penal aberto, que pode ser influenciado por normas jurídicas primárias e mecanismos de *soft law*. Com isso, a definição do risco permitido se torna indispensável para afastar a tipicidade penal em determinados casos de criação de mercado. Essas condutas, apesar de causarem alguma alteração no regular funcionamento do mercado, poderão ser aceitas e permitidas em contextos específicos.

A prática do *short selling* tende a potencializar os riscos de atuação no mercado, sobretudo em períodos de crise, por agravar o efeito depreciativo nos preços dos ativos financeiros. As suas consequências podem atingir todos os agentes, sendo capaz de ocasionar danos sistêmicos ao funcionamento dos mercados financeiros. Diante disso, considera-se imprescindível a regulação dessas condutas, a fim de prevenir a utilização dessa prática para fins de manipulação.

As negociações de alta frequência constituem uma forma de inovação tecnológica capaz de revolucionar o sistema de compra e venda de instrumentos financeiros. Se, por um lado, elas

são capazes de aumentar a eficiência do mercado, por outro lado elas podem também incrementar os riscos à sua integridade, na medida em que as vantagens proporcionadas pela velocidade computacional podem ser usadas como meio de manipular o mercado. Assim, em determinados casos, essas condutas passaram a ser incriminadas pela ordem nacional e internacional como manipulação de mercado.

As operações de estabilização têm como objetivo a fixação dos preços dos valores mobiliários dentro de certos limites. Embora essas operações possam aumentar os riscos para o mercado, por maquiar a real demanda da oferta e da procura dos instrumentos financeiros, elas também são capazes de proporcionar uma maior segurança e previsibilidade em relação aos valores desses ativos. Diante disso, as operações de estabilização passaram a ser permitidas pelo Regulamento n. 596/2014 (UE), mediante o cumprimento de certas condições, sob pena de se incorrer no crime de manipulação de mercado.

Os contratos de liquidez visam aumentar a regularidade da negociação de instrumentos financeiros. Em Portugal, passaram a ser considerados pela CMVM como uma prática de mercado aceite, mediante o atendimento a uma série de condições. Em razão de sua suscetibilidade a aumentar os riscos para a integridade dos mercados financeiros, o não cumprimento das condições previstas poderá dar ensejo ao crime de manipulação de mercado.

O *scalping* consiste no aproveitamento pelo agente de seu grau de influência sobre o mercado, passando a obter lucros com suas recomendações. Embora essa prática venha considerada como uma forma de manipulação de mercado pelo Regulamento n. 596/2014 (UE), entende-se que dela se difere. Ao situar o desvalor da conduta no conflito de interesse da recomendação, dispensando-se o seu caráter fraudulento, a sua definição não se identifica com a concepção da manipulação informativa do mercado.

6. Referências Bibliográficas

ALVES, Carlos. F. “Um breve contributo para a eliminação de alguns equívocos sobre o short selling”, **Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários** [online], 37, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/Artigo1Cadernos37.pdf>, 2010.

BACCARI, Caterina. “Osservazioni in tema de manipolazione del mercato”, **Rivista Trimestrale di Diritto Penale Dell’Economia**, 2-3, 1998.

BECK, Ulrich. **A sociedade de risco mundial: em busca da segurança perdida**, [*e-book*], Lisboa: Edições 70, 2015.

BOLINA, Helena Magalhães. “A revisão das diretivas do abuso de mercado: novo âmbito, o mesmo regime”, in: AA. VV., **Estudos sobre Law Enforcement, Compliance e Direito Penal**, Coimbra: Almedina, pp. 425-451, 2018.

BASTOS, Miguel Brito. “Scalping: abuso de informação privilegiada ou manipulação de mercado?”, **Revista de Concorrência e Regulação**, 9, pp. 293-324, 2012.

BRITO, Teresa Quintela. “Autoria das contra-ordenações e dos dirigentes de organizações”, **Estudos em homenagem ao Prof. Doutor Jorge de Figueiredo Dias**, V. II, Coimbra: Coimbra Editora, 2009.

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

CMVM. Contratos de liquidez como prática de mercado aceite (PMA), [online], [acesso 19 fevereiro 2018], disponível em http://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/Informa%C3%A7%C3%A3oInvestidor/reg_abuso_mercado/Documents/Contratos%20de%20Liquidez%20como%20Pr%C3%A1tica%20de%20Mercado%20Aceite_10_11_2017.pdf, 2017

CMVM. “Parecer genérico sobre vendas curtas (short selling)”, [online], [acesso 05 março 2018], disponível em [http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Pareceres/Pages/20080925d.aspx?v=.](http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Pareceres/Pages/20080925d.aspx?v=.,), 2018

COSTA PINTO, Frederico Lacerda. “O novo regime europeu do abuso de mercado e a adaptação do sistema sancionatório nacional”, CÂMARA, Paulo (coord.), **O Novo Direito dos Valores Mobiliários**. Coimbra: Almedina, 2017, p. 33-42, 2017.

COSTA PINTO, Frederico Lacerda. “Tendências e ruturas na evolução do Direito Penal econômico”, **Católica Law Review**, 3, pp. 91-113, 2017.

COSTA PINTO, Frederico Lacerda. **O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código dos Valores Mobiliários**. Almedina, Coimbra, 2000.

CRESPI, Alberto. “Insider trading e frode sul mercato dei valori mobiliari”, **Rivista delle Società**, 6, 1991.

ESMA. “Final Report: Technical Advice on the evaluation of certain elements of the Short Selling Regulation”, [online], [acesso 23 fevereiro 2018], disponível em https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/technical_advice_on_the_evaluation_of_certain_aspects_of_the_ssr.pdf, 2017.

ESMA. “Opinion of the European Securities and Markets Authority (ESMA): Relating to the intended Accepted Market Practice on liquidity contracts notified by the Comissão do mercado de valores mobiliários”, [online], [acesso 20 fevereiro 2018], disponível em https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-171_opinion_on_cmvm_amp_on_liquidity_contracts.pdf, 2017.

ESMA. “Questions and Answers On the Regulation on short selling and certain aspects of credit default swaps (SSR)”, [online], [acesso 23 fevereiro 2018], disponível em https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-408_qa_on_ssr.pdf, 2018.

FABRIZIO, Stefano. “Os relatórios de research realizados por analistas financeiros e os fenômenos de abuso de mercado”, [online], **Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários**, 14, [acesso 27 fevereiro 2018], disponível em

<http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/3149f31f92974edea53385d46c3ac8b3SFabrizio.pdf>, 2002.

FEIJOO SÁNCHEZ, Bernardo. “Imputacion objetiva en el derecho penal economico: 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”, **Revista de Concorrência e Regulação**, n. 14/15, 2013.

FISCHEL, Daniel; ROSS, David. “Should the law prohibit “manipulation” in the financial markets”, **Harvard Law Review**, vol. 105, pp. 503-553, 1991.

FISCHER, Jonathan; et. al. “Criminal forms of high frequency trading on the financial markets”, [online] **Law and Financial Markets Review**, 9, pp. 113-119, [acesso 18 setembro 2018], disponível em <http://doi.org/10.1080/17521440.2015.1052670>, 2015

FONDAROLI, Désirée. “Aggiotaggio mediante ‘altri artifici: ‘disvalore del fatto’ e ‘disvalore del contesto’”, **Rivista Trimestrale di Diritto Penale dell’Economia**, 3, 2003.

GOMES DA SILVA, João. “O crime de manipulação do mercado”, **Direito e Justiça**, n. 14, 2000.

GRECO, Luís., 2013, **Um Panorama da teoria da imputação objetiva**, 3. Ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais.

HAZEN, Thomas Lee. **Treatise on the law of securities regulation**. Practioner’s edition, vol. I. St. Paul Minn: West Publishing Co., 1995.

JARA DÍEZ, Carlos Gómez. **La protección penal transnacional de los mercados financieros**. Madrid: Marcial Pons, 2014.

KLIP, André. **European Criminal Law: An Integrative Approach**. Antwerp-Oxford-Portland: Intersentia, 2009.

LOBÃO, Júlio. **A Regulação dos Mercados de Capitais**. Coimbra: Actual, 2018.

LUNGHINI, Giacomo. “Manipolazione del mercato come difesa dell’impresa?”, **Banca Borsa Titoli di Credito**, 2, 2010.

MACHADO SIMÕES, Frederico. “Manipulação do mercado e o princípio da legalidade”, **Anatomia do Crime**, 5, 2017.

PAREDES CASTAÑÓN, José Manuel. “Problemas de tipicidade en las conductas de manipulación de precios de los mercados de valores”, in: DEMETRIO CRESPO, Eduardo (dir.), **Crisis Financiera y derecho penal económico**. Madrid: EDISOFER, 2014.

REIS, Célia; et al., “Operações de short selling”, **Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários** [online], 12, II parte, [acesso 19 fevereiro 2018], disponível em http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/c4147258a9f84d17a0b37465f7df68b9short_selling.pdf, 2001.

RIDER, Barry; et al. **Guide to financial services regulation**, 3^a ed. Oxfordshire: CCH Editions, 1997.

RODRIGUES, Anabela Miranda. “Direito penal econômico – é legítimo? É necessário?”, **Revista Portuguesa de Ciência Criminal**, 26, 2016.

RODRIGUES, Anabela Miranda. “O Direito Penal europeu à luz do princípio da necessidade – o caso do abuso de mercado”, **Católica Law Review**, V. I, 3, 2017.

SANSEVERINO, Enrico Rilho. “As informações obtidas pelas autoridades reguladoras financeiras e o problema de sua utilização como prova em processo penal: o caso do acórdão n. 360/2016 do Tribunal Constitucional português”. **Revista do Instituto Brasileiro de Direito Penal Econômico**, v. 3, 2019/2020, pp. 30-55.

SANTOS ALMEIDA, Miguel. “Introdução à Negociação de Alta Frequência”, ”, [online], **Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários**, 54, [acesso 18 setembro 2018], disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/Cad54Artigo2.pdf>, 2016.

SANTOS ALMEIDA, Miguel. “High-frequency trading – regulamentação e compliance no contexto da nova DMIF II”, CÂMARA, Paulo (coord.), **O Novo Direito dos Valores Mobiliários**. Coimbra: Almedina, p. 427-446, 2017.

SEMINARA, Sergio. “Il reato di aggio su strumenti finanziari”, **Rivista Trimestrale di Diritto Penale dell’Economia**, 2-3, 1998.

SEMINARA, Sergio. “Disclose ou abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie”, **Banca Borsa Titoli di Credito**, 3, 2008.

SILVA DIAS, Augusto. “O direito penal como instrumento de superação da crise econômico-financeira: estado da discussão e novas perspectivas”, **Anatomia do Crime** 0, pp. 45-73, 2014.

SILVA DIAS, Augusto. “ ‘Quando a música pára...’ , aplaudimos os executantes? Sobre o papel do direito penal na superação da crise financeira global”, AA.VV, **Estudos em homenagem ao Prof. Doutor Manuel da Costa Andrade**, V. I, Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2017.

SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. **Compliance, direito penal e lei anticorrupção**. São Paulo: Saraiva, 2015.

SILVEIRA, Renato de Mello Jorge; SAAD-DINIZ, Eduardo. **Repatriação e crime: aspectos do binômio crise econômica e direito penal**. Belo Horizonte: Editora D’Plácido, 2017.

SJOBLOM, Thomas. **Primer: Investigating and providing a market manipulation case.** polic., Washington D.C, 1993.

SOUSA MENDES, Paulo. “Como lidar com os casos de abuso de mercado transnacional? – o caso Citigroup”, AA.VV., **Direito sancionatório das autoridades reguladoras**. Coimbra: Coimbra Editora, p. 355-363, 2009.

SOUSA MENDES, Paulo; MIRANDA, António. João. “A causalidade como critério heurístico – uma demonstração através do exemplo da manipulação de cotações no mercado financeiro”, **Revista Portuguesa de Ciência Criminal**, 15, 2005.

SOUSA MENDES, Paulo. A regulação financeira, o direito penal e a utilização em processo penal das provas produzidas por autoridades reguladoras financeiras. **Anatomia do Crime**, 1, p. 129-150, 2015.

SOUSA MENDES, Paulo. A utilização em processo penal das informações obtidas pelos reguladores dos mercados financeiros, in PALMA, M. F. SILVA DIAS, A.; SOUSA MENDES, P. (coord.). **Estudos sobre Law Enforcement, Compliance e Direito Penal**. Coimbra: Almedina, 2018.

SOUZA, Artur de Brito Gueiros. **Direito penal empresarial: critérios de atribuição de responsabilidade e o papel do compliance**. São Paulo: LiberArs, 2021.

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