

**A PROBLEMÁTICA DA AUTORIA DELITIVA E DO BEM JURÍDICO  
PROTEGIDO NO CRIME DE “USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO  
PRIVILEGIADA” NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**  
**THE PROBLEM OF CRIME AUTHORS AND PROTECTED LEGAL GOODS IN  
THE CRIME OF “MISAPPROPRIATION OF INSIDER TRADING” IN BRAZILIAN  
CAPITAL MARKET**

*Recebido: 01/08/2016 – Aprovado: 10/09/2016 – Publicado: 22/10/2016*

*Processo de Avaliação: Double Blind Review*

Lauro Ishikawa<sup>1</sup>

Doutor em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo/SP (PUC SP)

Coordenador Adjunto e Professor Permanente da Pós-Graduação Stricto Sensu (Mestrado e Doutorado) da Faculdade Autônoma de Direito (FADISP)

Benedicto de Souza Mello Neto<sup>2</sup>

Doutorando em Direito pela Faculdade Autônoma de Direito de São Paulo (FADISP)

## **RESUMO**

O presente artigo discute, em pesquisa bibliográfica descritiva, o crime de “uso indevido de informação privilegiada”. Tal discussão será orientada pela premissa de que o mercado de capitais, como parte do mercado financeiro, é responsável por realizar o encontro dos agentes econômicos deficitários e superavitários para, por meio da canalização da poupança nacional, promover a capitalização das empresas e, uma vez emitidos os valores mobiliários, dotá-los de liquidez, desempenhando um importante papel na economia e contribuindo diretamente para o desenvolvimento econômico nacional. Assim será exposto um debate sobre qual o bem jurídico protegido no delito de “uso indevido de informação privilegiada, analisando-se, para tanto, diferentes doutrinas. Em seguida, levantar-se-á questões relativas a qual é o sujeito

---

<sup>1</sup> Autor para correspondência: FADISP – Faculdade Autônoma de Direito. R. João Moura, 313, Pinheiros. CEP 05412-000. São Paulo – SP, Brasil. E-mail: lauro.ishikawa@alfa.br

<sup>2</sup> E-mail: benedictoneto@amaralassociados.com.br



deste delito. Enfim, depois de detida análise, concluir que este se constitui em uma espécie de delito especial próprio, o qual somente pode ser praticado por algumas pessoas, pois consigna expressamente que somente as pessoas detentoras de um dever legal de guardar sigilo acerca de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado poderão ser autoras do presente crime.

Palavras-chave: Informação privilegiada. Crime econômico. Sujeitos do crime.

## **ABSTRACT**

This article discusses, in a descriptive and bibliographic research, the crime of “misappropriation of insider trading”. This discussion will be guided by the premise that the capital market, as part of the financial market, is responsible for conducting the meeting of the deficit and surplus economic agents, through the channeling of national savings, promoting the capitalization of companies, and once with the credits, provide them with liquidity, playing an important role in the economy and directly contributing to national economic development. So it will be exposed a debate on what the legal interests protected in the crime of “misappropriation of insider trading” are, analyzing, therefore, different doctrines. Then it will rise up issues about what the subject of this offense are. Anyway, after careful analysis, we conclude that this constitutes a kind of very special offense, which can only be practiced by some people because consigns expressly that only persons holding a legal duty to maintain the confidentiality of relevant information yet not disclosed to the market may be authors of this crime.

Key words: Insider trading. Economic crime. Perpetrators of the crime.



## 1 INTRODUÇÃO

O atual estágio da economia é fruto de gradativa evolução histórica, desde a primeira mobilização de capitais, passando pelo incremento do financiamento às companhias comerciais, durante o Mercantilismo, “para atingir a consolidação a partir do século XIX, com a Revolução Industrial, e século XX, com o desenvolvimento dos transportes e dos meios de comunicação” (MELLO NETO, 2007, p. 11).

Neste contexto, é fundamental o papel desempenhado pelas sociedades anônimas no acúmulo de capitais, possuindo como princípios norteadores a diluição do risco causado pelo empreendimento novo e a divisão dos gastos para empreender tal feito. Para atingir tal desiderato, no entanto, tornou-se imprescindível a criação de um local em que poderiam ser negociados os títulos emitidos por essas empresas, ou seja, um grande e interligado sistema responsável pela captação de recursos disponíveis (poupança) para ulterior aplicação em atividades diversas (investimentos). Surge, portanto, o mercado de capitais (caracterizado por operar a prazos longos ou indeterminados, por meio de um sistema de distribuição e circulação) para atender a duas importantes finalidades: capitalizar as companhias (mercado primário) e dotar os valores por elas emitidos de liquidez (mercado secundário).

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

Visando coibir práticas atentatórias ao normal funcionamento do mercado de capitais brasileiro, foi criada a Lei n. 10.303/2001, que acrescentou três figuras delituosas à Lei n. 6.385/1976, dentre as quais constitui objeto do presente artigo o tipo penal de “uso indevido de informação privilegiada”, capitulado no artigo 27-D, com a seguinte redação: “Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários”.



Sobre o tipo penal supra, o presente artigo pretende discutir exatamente o bem jurídico que foi protegido pela incriminação, vale dizer, qual o interesse ou valor quis o legislador ordinário preservar com a criação do delito em questão, ou, em outras palavras, o motivo, o fundamento da existência de tal crime no ordenamento jurídico brasileiro.

Outra questão relevante, muito debatida e objeto deste trabalho, é a do sujeito ativo do crime de “uso indevido de informação privilegiada”, sobretudo a celeuma a respeito de ser esse um delito comum ou especial próprio, isto é, responder à indagação se toda e qualquer pessoa pode cometer o delito em análise ou apenas aqueles que, por dever funcional, devem guardar sigilo sobre informação relevante ainda não divulgada ao mercado.

## 2 O BEM JURÍDICO PROTEGIDO NO DELITO DE “USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA”

Não é pacífico o fundamento da incriminação da utilização, no mercado de valores, de informação relevante ainda não divulgada ao público (SEMINARA, 1989, p. 29 *et seq*), podendo-se identificar duas orientações completamente antagônicas.

De um lado, defende-se a incriminação, por se entender que a utilização de informação privilegiada é prejudicial ao mercado, afrontando suas bases teóricas, como a formação dos preços de ativos financeiros, segundo a relação oferta/procura. De outro viés, adota-se a concepção de que a utilização de informação privilegiada, em sentido contrário, traz benefícios ao funcionamento do mercado de valores mobiliários, fazendo parte das regras do jogo do mercado financeiro, sequer devendo constituir delito (VOLK, 1998, p. 129; MONROY ANTÓN, 2006, p. 65 *et seq*; BARJA DE QUIROGA, 1993, p. 1033-34; RUIZ RODRIGUEZ, 2003, p. 197; BAJO FERNANDEZ, 1999, 641 *et seq*), uma vez que, em tese, aquele que teve acesso a uma informação relevante ainda não divulgada ao mercado passa a ser o seu proprietário, podendo utilizá-la livremente (PINTO, 2000, p. 43).

De fato, existem aqueles que relatam supostos benefícios econômicos advindos do uso de informação privilegiada (COSTA; RAMOS, 2006, p. 22 *et seq*), como, por exemplo, contribuição para a fixação das cotações em nível ideal (D’URSO, 2006, p. 797) e antecipação de tendências do mercado, como subidas ou descidas do valor da cotação, servindo essa prática de indicador para o restante dos investidores. Ademais, a incriminação poderia, ainda, ocasionar um desestímulo à análise e pesquisa de informação relevante (PINTO, 2000, p. 44).

Contudo, a ideia de que a utilização de informação privilegiada contribui para a eficiência do mercado de capitais é destituída de sentido e eivada de vícios, pois, em última instância, essa orientação resultaria na desagradável consequência de que todas as negociações com valores mobiliários seriam efetuadas por detentores de informação relevante reservada, visto que não haveria incentivo à sua divulgação<sup>3</sup>, não existindo, portanto, a transmissão de novas informações (SEMINARA, 1989, p. 67-68), ao que as negociações de valores mobiliários

---

<sup>3</sup> A tônica do mercado de capitais é diametralmente oposta, eis que “zona particularmente sensível e importante para a economia de mercado, mormente nestes tempos de globalização, potenciou o valor da informação transparente para níveis extraordinários, o que faz com que aquele – um operador de mercado – que detenha uma informação privilegiada a não possa utilizar de forma indiscriminada ou a seu belo prazer” (COSTA; RAMOS, 2006, p. 32).



seriam sempre vantajosas para aqueles que tivessem relação direta com as empresas emitentes desses títulos e que, por essa relação, pudessem tomar conhecimento de informações restritas e reservadas antes dos demais participantes do mercado.

Além disso, o mercado seria prejudicado justamente em sua eficiência, na medida em que as negociações amparadas em informações privilegiadas na verdade não antecipariam tendência alguma de mercado, mas, antes disso, causariam sempre prejuízos àqueles que estivessem no outro polo da negociação<sup>4</sup>. Não resulta exagerada, portanto, a afirmação de que a utilização de informação privilegiada representa “um fenômeno patológico” (SEMINARA, 1990, p. 572) do mercado de valores mobiliários.

Não há dúvidas de que a discussão sobre a eventual ilegitimidade da utilização de informação privilegiada, inclusive sobre o fundamento da incriminação dessa conduta, encontrou campo fértil nos Estados Unidos da América, dado o desenvolvimento de seu mercado de capitais e a grande crise ocorrida em 1929<sup>5</sup>, tendo surgido, naquele país, três teorias principais sobre a necessidade de se combater o uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado: a *equal access theory* (baseada em iguais condições de acesso à informação, uma vez que a utilização de informação relevante restrita não possibilita essa condição); a *fiduciary duty theory* (parte da ideia do dever de fidelidade que os administradores ostentam perante a companhia em que trabalham e o mercado como um todo; assim, a eventual proibição de utilização de informação privilegiada dirigir-se-ia a esses profissionais); e a *misappropriation theory* (VANNINI, 1992, p. 277) (que, embasada na indevida apropriação da informação, tenta fundamentar a proibição de utilização de informação privilegiada por terceiros que são alheios ao mercado e às companhias emitentes de valores mobiliários e que, por isso, em princípio, não possuem nenhum dever de lealdade) (PRIETO DEL PINO, 2004, p. 229 *et seq*; RUIZ RODRÍGUEZ, 2003, p. 198; PINTO, 2000, p. 45 *et seq*). De qualquer maneira, não se pode negar que as teorias surgidas nos Estados Unidos da América concedem relevo à

---

<sup>4</sup> “Acresce ainda que o acesso à informação privilegiada não é, generalidade dos casos, um ato de mérito que deva ser premiado na lógica dum sistema liberal. Pelo contrário, trata-se, em regra, de um acesso sem qualquer mérito próprio que resulta apenas de uma posição que o *insider* ocupa, por razões profissionais, no circuito da informação privilegiada, e em relação à qual o uso de informação com essa natureza constitui apenas uma abusiva forma de conversão de um bem alheio num ato de proveito pessoal. Finalmente, os defensores da legalização olvidam normalmente os riscos que se criam com as práticas de *insider trading* e que minam por completo a confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários, acabando por pôr em causa os seus níveis de liquidez e de eficiência” (PINTO, 2000, p. 45).

<sup>5</sup> De fato, o combate ao uso de informação privilegiada “historicamente procede da reação normativa americana ao colapso da bolsa de Nova York de 1929 que deu lugar à Securities Act de 1933 e à Securities exchange Act de 1934” (BAJO FERNÁNDEZ, 1999, p. 638). No mesmo sentido: LOPEZ PEREGRIN, M.<sup>a</sup> Carmen. El “insider trading” o abuso de información privilegiada bursatil. *Actualidad penal*. Madrid, n. 30, p. 421-442, 26 julio/agosto 1993, p. 423; HERNÁNDEZ SAINZ, Esther. La nueva regulación penal de los abusos de información privilegiada. *Actualidad penal*. Madrid, n. 9, p. 173-216, 24febrero/2marzo 1997, p. 175.



proteção daquele que negocia com o detentor da informação privilegiada, tutelando-se, assim, principalmente, bens jurídicos individuais (patrimônio ou interesse individual) (RUIZ RODRÍGUEZ, 2003, p. 198).

Embora não haja unanimidade sobre o bem jurídico protegido pelo artigo em questão (HERNÁNDEZ SAINZ, 1997, p. 183), com a incriminação do “uso indevido de informações privilegiadas” no mercado de capitais, a doutrina majoritária diz que se protege o próprio mercado em si (BAJO FERNÁNDEZ, 1999, p. 643), vale dizer, a confiabilidade de seus mecanismos<sup>6</sup>, a sua estabilidade, a segurança das operações realizadas (COSTA; ALONSO; COELHO, 2004, p. 33; SERRANO GÓMEZ, 1999, p. 467), bem como, em última análise, o seu regular funcionamento<sup>7</sup>. Por isso, constitui um bem jurídico transindividual (MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, 2002, p. 115) e não uma justaposição de interesses individuais (COSTA; RAMOS, 2006, p. 37)<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> Igualmente sustenta José Carlos Tórtima que “tanto a manipulação do mercado quanto o uso indevido de informação privilegiada, atingem o Mercado de Capitais em sua estabilidade e credibilidade. Nesse primeiro aspecto, a estabilidade, o sistema é alvo preferencial da primeira dessas condutas típicas, enquanto que a prática dos *insiders* atinge precipuamente a credibilidade do mercado” (TÓRTIMA, 2002). Partilhando do mesmo entendimento, para De Sanctis “o dispositivo constante no art. 27-D, ora comentado, buscou punir a conduta daquele que utiliza informação sigilosa. Busca ‘[...] tutelar a função pública da informação, enquanto justo critério de distribuição do risco dos negócios [...]’, bem como a confiança no mercado de valores mobiliários” (DE SANCTIS, 2003, p. 107). Partilhando do mesmo entendimento, para De Sanctis “o dispositivo constante no art. 27-D, ora comentado, buscou punir a conduta daquele que utiliza informação sigilosa. Busca ‘[...] tutelar a função pública da informação, enquanto justo critério de distribuição do risco dos negócios [...]’, bem como a confiança no mercado de valores mobiliários”. (DE SANCTIS, Fausto Martin. *Punibilidade no sistema financeiro nacional*. Campinas, SP: Millennium, 2003, p. 107). De modo semelhante, tem-se: APRIGLIANO, Ricardo de Carvalho. Jurisprudência comentada: “insider trading”. *Revista de direito mercantil industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, v. 109, p. 172-82, jan./mar. 1998, p. 177-178; FERRANDIS CIPRIÁN, Daniel; MARTÍNEZ GARAY, Lucía. Tratamiento penal del abuso de información privilegiada en el mercado financiero. *Estudios penales y criminológicos*. Santiago de Compostela, v. 23, p. 99-173, 2001/2002, p. 151.

<sup>7</sup> LEITE FILHO, José. Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada: art. 27-D da Lei 6.385/76. *Revista brasileira de ciências criminais*, São Paulo, v. 60, p. 78-117, mai./jun. 2006, p. 99. De modo semelhante, AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. A criminalização do *insider trading* no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico. *Revista dos tribunais*, São Paulo, v. 850, p. 441-461, agosto de 2006, p. 456. PAULA, Áureo Natal de. *Crimes contra o sistema financeiro nacional e o mercado de capitais*. Curitiba: Juruá, 2006, p. 27. De fato, “consideram-se tutelados de forma mais evidente, individual ou conjuntamente, a igualdade entre os investidores, a confiança destes no mercado de valores mobiliários, o seu patrimônio, os pressupostos de um mercado eficiente, ou ainda, a função negocial da informação e a justa distribuição do risco dos negócios”. (AMARAL, Nuno Peixoto do. *Insider trading* ao serviço do terrorismo. In: COSTA, José de Faria; SILVA, Marco Antonio Marques da (coord.). *Direito penal especial, processo penal e direitos fundamentais: visão luso-brasileira*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 1050-1084, p. 1064-1065).

<sup>8</sup> De fato, afasta-se o patrimônio do investidor como bem jurídico principal protegido pela presente incriminação, pois pode ocorrer, ocasionalmente, que o investidor não venha a sofrer prejuízo algum, quando, v.g., o agente utiliza-se de informação privilegiada para atuar no mercado de valores mobiliários primário – posto que aqui não se tem a figura do investidor na outra ponta da negociação. (SEMINARA, Sergio. *Insider trading e diritto penale*, p. 20). No mesmo sentido: HERNÁNDEZ SAINZ, Esther. *Op. cit.*, p. 185.



A previsão do delito em questão, pois, visa garantir confiabilidade ao mercado de valores<sup>9</sup>, possibilitando o seu desenvolvimento e procurando atrair para esse tipo de mercado os agentes econômicos “que dele se afastariam, caso soubessem dos riscos de serem prejudicados pelas práticas, se deixadas impunes, dos poucos e privilegiados detentores de informações confidenciais das empresas” (PROENÇA, 2005, p. 45).

Não há dúvidas de que a utilização de informação privilegiada contraria, também, a eficiência informativa do mercado de capitais<sup>10</sup>, na medida em que o detentor dessas informações “atua em situação de vantagem, pois tem conhecimentos que ultrapassam a mera informação disponível” (SILVA, 2000, p. 209), contrariando também a justa distribuição dos riscos do negócio, por meio da função da informação (MUCCIARELLI, 1995, p. 08-09; PINTO, 2000, p. 67; DE SANCTIS, 2003, p. 107).

A incriminação dessa figura representa, além disso, mais uma forma de tutelar o processo de ampla e irrestrita divulgação de informações no mercado de capitais, reputado esse processo de transparência, elemento essencial de proteção aos que atuam no mercado (EIZIRIK; CARVALHOSA, 2002, p. 548; GONZÁLEZ AMADO, 1996, p. 115).

Importante destacar, contudo, que, com o delito de “uso indevido de informação privilegiada”, não deseja o legislador penal, por óbvio, igualar o padrão informativo dos diversos agentes econômicos, tendo em vista que, como já foi dito, a “disparidade informativa entre os agentes que procuram o mercado de valores mobiliários constitui uma *característica ineliminável* deste universo e, além disso, um pressuposto da sua própria eficiência” (COSTA; RAMOS, 2006, p. 37).

Trata-se, pois, de um delito pluriofensivo (MONROY ANTÓN, 2006, p. 168), cujos bens jurídicos protegidos são de natureza complexa (COSTA; RAMOS, 2006, p. 37), consistentes no regular e eficiente funcionamento do mercado de capitais (BARJA DE QUIROGA, 2000, p. 460); HERNÁNDEZ SAINZ, 1997 (p. 188); SEMINARA, 1989 (p. 90); LUZON CUESTA, 1997, p. 168), com a preservação da função pública da informação, que é gerar uma justa distribuição dos riscos nas negociações levadas a cabo no mercado de capitais (igualdade de oportunidades) (TIEDEMANN, 1993, p. 240; MUÑOZ CONDE, 1995, p. 14) –

---

<sup>9</sup> Assim, “para que os investidores se sintam encorajados a investir as suas poupanças na empresa privada nacional via mercado de capitais, é preciso que eles se sintam minimamente protegidos em seus direitos” (LIMA, 1999, p. 94).

<sup>10</sup> Sobre o fundamento da proibição do “uso indevido de informação privilegiada” com base na eficiência do mercado, vide Seminara (1989, p. 26 *et seq.*).





“justiça informativa das cotações”<sup>11</sup> –, bem como na consequente confiança e credibilidade do mercado (QUINTANAR DÍEZ, 2006, p. 161; HERNÁNDEZ SAINZ, 1997, p. 188).

O tipo penal visa conferir tutela ao regular funcionamento do mercado de valores, cujos ativos negociados, por não possuírem ínsito valor, expressam o preço resultante da confluência de informações presentes no mercado, de acesso igual a todos os agentes econômicos. Em vista disso, aquele que, detendo informação relevante ainda não divulgada ao mercado, negocia valores mobiliários, está burlando o regular funcionamento do mercado de valores, subvertendo a clássica lei dos mercados, isto é, a de que os preços formam-se livremente, pelo conhecido mecanismo oferta/procura, vale dizer, os preços dos valores mobiliários necessitam expressar todas as informações disponíveis, constituindo a ampla e irrestrita divulgação de informações condição essencial à eficiência do mercado (MELLO NETO, 2015, p. 156).

Tal efeito é potencializado pelas estruturas típicas do mercado de valores mobiliários, que, com suas peculiaridades – volatilidade, reatividade, sensibilidade, instabilidade e massificação –, facilita a atuação do possuidor de informação privilegiada, vez que, no mercado, sempre há agentes econômicos dispostos a negociar os títulos correspondentes.

De outra feita, quem negocia valores mobiliários sob o auspício de informação privilegiada destrói ou restringe consideravelmente a maior característica do mercado de valores mobiliários – o risco inerente às operações –, colocando-se em uma posição de ampla vantagem em relação ao resto do mercado, fato que gera desconfiança por parte dos demais agentes econômicos, ao passo que “a confiança na transparência do mercado é indispensável para sua manutenção e para o próprio sistema econômico e financeiro” (GONZÁLEZ RUS, 1996, p. 817).

Protege-se também, ainda que secundariamente, em função das características próprias do bem jurídico tutelado, o patrimônio do investidor lesado pela negociação (MONROY ANTÓN, 2006, p. 141) e também da companhia emitente dos valores mobiliários correspondentes, uma vez que a conduta incriminada pode atentar contra seu prestígio, reputação e, consequentemente, ocasionar a depreciação de seus títulos e valores mobiliários (COSTA; RAMOS, 2006, p. 36). Contudo, importante sublinhar que, mesmo diante da consideração desses bens jurídicos secundários, não se pode olvidar que o crime de “uso indevido de informação privilegiada” não atenta prioritariamente contra bens jurídicos individuais, tampouco perfaz um delito societário (SEMINARA, 1989, p. 02 *et seq.*), mesmo

---

<sup>11</sup> De fato, “na determinação do preço de qualquer produto a informação é um instrumento de grande importância, na medida em que ajuda os ofertantes e demandantes a orientar corretamente suas decisões de alienação e de aquisição” (PRIETO DEL PINO, 2004).



porque, conforme se verá, entre a informação privilegiada e o segredo empresarial ou industrial não há uma relação de identidade (HERNÁNDEZ SAINZ, 1997, p. 186).

### **3 SUJEITOS DO DELITO DE “USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA”**

Quanto ao sujeito ativo do delito, é importante destacar que este constitui um dos temas que mais tem merecido atenção do direito comparado na discussão do “uso indevido de informação privilegiada”, principalmente pela conveniência de se apresentar como delito especial ou comum (RUIZ RODRÍGUEZ, 2001, p. 1.803). No Brasil, para efeitos de responsabilidade extrapenal, o art. 155, §1º, da Lei n. 6.404/1976<sup>12</sup> enuncia que o administrador de companhia aberta não pode se utilizar de informações privilegiadas para auferir vantagem no mercado de capitais; todavia, no mesmo artigo, desta feita no §4º, há previsão expressa de que é vedada a utilização de informação privilegiada por qualquer pessoa, independentemente de suas características e de suas relações com o mercado.<sup>13</sup>

Diante dessa previsão expressa, pode haver o errôneo entendimento de que qualquer pessoa pode praticar o delito em comento, uma vez que a Lei n. 10.303/01, ao incluir o art. 27-D na Lei n. 6.385/76 – “uso indevido de informação privilegiada” –, não restringe expressamente o rol de possíveis sujeitos ativos, resultando na equivocada conclusão de que, além dos administradores em geral e dos acionistas majoritários – os quais detêm informações privilegiadas a respeito das companhias às quais estão vinculados –, qualquer pessoa poderia ser sujeito ativo do delito em questão, mesmo aquelas sem nenhuma relação com a empresa, órgãos do poder público ou mesmo com o mercado.

Todavia, embora o art. 155, §4º, da Lei n. 6.404/76 vede que qualquer pessoa se utilize de informação relevante ainda não divulgada, tem-se que o melhor entendimento consiste em considerar o crime de “uso indevido de informação privilegiada” delito especial (LEITE

---

<sup>12</sup> “Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: [...] §1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários”.

<sup>13</sup> “Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: [...] §4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários”.



FILHO, 2006, p. 33).

De fato, não é qualquer pessoa que pode ser sujeito ativo do delito em questão, pois, além de ter conhecimento da informação relevante, a lei penal determina ainda o dever de manter sigilo sobre a referida informação por parte do agente.<sup>14</sup> Impõe, portanto, a lei que o sujeito ativo detenha uma característica especial, vale dizer, seja portador de “dever jurídico preexistente, próprio a quem, na estrutura da empresa, tenha acesso a tais informações” (LEITE FILHO, 2006, p. 99; AVOLIO, 2006, p. 456).

Tem-se afirmado, porém, que o art. 155, §4º, da Lei n. 6.404/1976, ao enunciar que é vedado a qualquer pessoa utilizar informação relevante ainda não divulgada, criou um dever de sigilo, ou melhor, estendeu-o à generalidade de pessoas (DE SANCTIS, 2003, p. 110). Todavia, tal dispositivo não menciona um explícito dever funcional de sigilo, referindo-se apenas à proibição genérica de se negociar valores munido de informação relevante ainda não divulgada ao mercado. Nem mesmo o tipo penal do art. 27-D da Lei n. 6.385/1976 cria um dever de sigilo, já que “não há na sua construção normativa atribuição de dever de lealdade (ou mesmo sigilo) às pessoas que, ocasionalmente, tenham acesso à informação privilegiada” (LEITE FILHO, 2006, p. 99).

Assim, somente se poderia cogitar de um dever de sigilo se houvesse uma nova previsão, desta feita estendendo o referido dever a todos os demais participantes do mercado que tivessem, de qualquer forma, acesso a informações relevantes (AVOLIO, 2006, p. 457).

Por isso, por exemplo, as pessoas de confiança do círculo pessoal de convivência dos administradores das companhias, desde que não trabalhem na empresa emitente dos valores mobiliários correspondentes, em princípio não podem praticar o delito em questão, ante a ausência de norma específica atribuindo-lhes um dever de sigilo.

Dessa maneira, com essa previsão, a legislação penal brasileira não adotou a teoria da “apropriação de informações relevantes”, surgida nos Estados Unidos, segundo a qual serão sujeitos ativos do delito quaisquer pessoas que se apropriarem de uma informação privilegiada e a utilizarem para negociação com valores mobiliários, vale dizer, a incriminação estaria baseada na mera apropriação de uma informação relevante ainda não divulgada a todo o mercado (AVOLIO, 2006, p. 456-57).

---

<sup>14</sup> Em sentido diverso, Fausto Martín De Sanctis (2003, p. 110) ensina que “apesar de exigir do sujeito ativo obrigação ao sigilo, não se cuida de delito próprio e, portanto, não se requer o nexo de causalidade entre o conhecimento do sigilo e o cargo ocupado pelo agente. É que, diferentemente do que revelaram os artigos citados sobre a quebra, aqui o legislador simplesmente coíbe a utilização, mediante negociação, de informação relevante de que tenha conhecimento. Ora, qualquer pessoa que tenha acesso a essa informação, seja em razão do cargo, ou não, poderá ser enquadrado no dispositivo, bastando que negocie com valores mobiliários”.

Igualmente, é inviável cogitar que o dever de guardar sigilo mencionado no delito de “uso indevido de informação privilegiada” tenha surgido com a incriminação em si e que, por isso, se estenda a todos, indistintamente (LEITE FILHO, 2006, p. 103).

Ademais, não seria a melhor solução considerar esse crime delito comum, pois, se assim fosse, seriam apenados identicamente agentes que porventura se encontrassem em posições diferentes no mercado, vale dizer, em princípio, estariam sujeitos à mesma sanção penal *in abstracto* tanto os funcionários dos órgãos de fiscalização do mercado de capitais (Comissão de Valores Mobiliários) como qualquer pessoa que tivesse acesso prévio a uma informação relevante ainda não divulgada (LEITE FILHO, 2006, p. 105).

Argumenta-se, todavia, que a intenção de o legislador proteger o regular funcionamento do mercado e, por via de consequência, também a ordem econômica, seria incompatível com a interpretação restritiva do sujeito ativo, “até porque, como se observou, não foi esse o seu intuito que, sabiamente, incluiu qualquer pessoa como responsável pela utilização de informação relevante (art. 155, §4º, Lei n. 6.404/76)” (DE SANCTIS, 2003, p. 111).

Em que pese esse argumento, não há como ignorar que o legislador penal consignou expressamente o dever jurídico preexistente de guardar sigilo sobre a informação relevante ainda não divulgada ao mercado, não restando outra conclusão, senão a de que se trata de delito especial.

Todavia, pelo teor do art. 155, §4º, da Lei n. 6.404/1976, a infração administrativa de uso de informação privilegiada, a cargo da Comissão de Valores Mobiliários, pode, essa sim, ser praticada por qualquer pessoa (APRIGLIANO, 1998, p. 180). A restrição dos possíveis sujeitos ativos do delito ainda cumpre uma finalidade importante, evitando, por conseguinte, a simples transformação de um ilícito administrativo em delito, o que geraria problemas, ante o papel desempenhado pelo Direito Penal (MANNA, 2005, p. 668).

Há, ainda, quem tente, de forma equivocada, restringir sobremaneira os possíveis sujeitos ativos do delito em tela, identificando-os com os operadores do mercado de valores mobiliários (PAULA, 2006, p. 28). Todavia, o referido artigo tem uma abrangência maior, de modo a alcançar os administradores de sociedades de capital aberto, bem como profissionais que prestam serviços a essas sociedades e que, por lei, devem guardar sigilo acerca de suas operações – como os advogados; desse modo, podem figurar como sujeitos ativos os membros de conselhos e os ocupantes de funções técnicas e de assessoramento em uma companhia de capital aberto e os que, em face de atividade, função ou cargo (advogados, auditores, analistas de investimento, instituições financeiras etc.) obtenham dados relevantes

sobre as circunstâncias econômico-financeiras de uma empresa da mesma citada espécie (PROENÇA, 2005, p. 43-44).

Podem ser sujeitos ativos desse delito, por exemplo, os administradores das sociedades por ações (art. 155, §1º, da Lei n. 6.404/1976)<sup>15</sup>; os conselheiros e diretores<sup>16</sup> (art. 145, *caput*, da Lei n. 6.404/1976)<sup>17</sup>; os integrantes de órgãos técnicos e consultivos (art. 160 da Lei n. 6.404/1976)<sup>18</sup>; os demais empregados das companhias emitentes de valores mobiliários (art. 8º da Instrução da Comissão de Valores Mobiliários n. 358/2002)<sup>19</sup>; os profissionais que prestam serviços à companhia e que, além disso, por lei, tenham o dever de guardar silêncio, como advogados, auditores externos, contadores; os agentes atuantes nas instituições financeiras do mercado de capitais<sup>20</sup>, como, v.g., participantes das sociedades distribuidoras e corretoras de valores mobiliários, das bolsas de valores; os funcionários públicos que fiscalizam o mercado de capitais e que, pela natureza de sua função, possuem o dever de guardar sigilo<sup>21</sup> a respeito dos fatos relevantes ainda não divulgados ao mercado (LEITE FILHO, 2006, p. 102).

---

<sup>15</sup> “Art. 155 [...] § 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários [...]”

<sup>16</sup> Enuncia Tórtima (2002, p. 181) o seguinte exemplo: “Suponhamos que determinada empresa de petróleo venha a confirmar, após a devida prospecção geológica, a existência de importante lençol petrolífero, de excelente qualidade. É claro que tal achado, uma vez tornado público, valorizaria imensamente as ações da companhia. Pois bem, se algum diretor da empresa, antecipando-se à futura divulgação ao mercado esse relevante fato, utilizasse a informação para adquirir, em seu próprio nome ou de terceiro, ações da companhia, estaria, em princípio, incurso nas sanções do injusto penal em estudo”.

<sup>17</sup> “Art. 145. As normas relativas a requisitos, impedimentos, investidura, remuneração, deveres e responsabilidade dos administradores aplicam-se a conselheiros e diretores.”

<sup>18</sup> “Art. 160. As normas desta Seção aplicam-se aos membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores.”

<sup>19</sup> “Art. 8º Cumpre aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.”

<sup>20</sup> Nesta situação, clássico é o exemplo do denominado *front-runner*, como na situação hipotética em que “um banco foi encarregado de comprar um determinado valor mobiliário em quantidades relevantes, sendo possível que a execução de tal ordem determine uma variação sensível do preço do título em causa. Um funcionário da referida instituição de crédito, conhecendo o conteúdo de tal ordem, adquire esse mesmo título antes de ter sido dada a execução por parte do banco onde trabalha”. (COSTA; RAMOS, 2006, p. 51).

<sup>21</sup> Dessa maneira, existe “o próprio dever funcional, em se tratando de autoridade ou agente do poder público, de não divulgar o fato que deva ser mantido em sigilo. Assim, por ex., os membros do Copom (Comitê de Política Monetária) não podem revelar a terceiros, antecipadamente, as decisões que aquele órgão colegiado irá adotar em relação às eventuais novas taxas de juros, cuja fixação é de sua competência. Como se sabe, alterações no custo do dinheiro têm reflexos no mercado de capitais e de câmbio, e o domínio de uma informação privilegiada, nessas condições, pode garantir ao beneficiário enormes e indevidas vantagens. Logo, se uma autoridade ou agente do poder público utiliza a informação sigilosa em proveito próprio, negociando vantajosamente com valores mobiliários, diretamente ou por interposta pessoa, estaria, em tese, cometendo a infração em causa”. (TÓRTIMA, 2002, p. 180).



Criando um delito especial, com a previsão de um dever de sigilo, o legislador não adotou a técnica de enumerar expressamente os possíveis sujeitos ativos, conforme verificado com certa frequência na legislação penal sobre delitos transindividuais, fato esse que evita alguns inconvenientes, como o surgimento de novos profissionais no mercado de valores mobiliários que eventualmente ficariam fora do marco da proibição (RUIZ RODRÍGUEZ, 2003, p. 214). Por ser um delito especial próprio, em que o dever de sigilo é circunstância elementar do tipo de injusto, pode-se perfeitamente ser praticado em concurso de pessoas, conforme se infere do art. 30 do Código Penal.<sup>22</sup> É importante notar que o concurso de agentes, evidentemente, não elimina o caráter reservado da informação, uma vez que a informação, para deixar de ser privilegiada, precisa ser disponibilizada ao público, não bastando sua comunicação seletiva. Verifica-se, ainda, conforme característica dos bens jurídicos metaindividuais – relação de complementaridade com os bens jurídicos individuais<sup>23</sup> –, que há uma duplicidade de sujeitos passivos: de um lado a coletividade, que é atingida pelo enfraquecimento do mercado de capitais<sup>24</sup>, da capitalização do setor produtivo e consequentemente de toda a economia nacional e o Estado (DE SANCTIS, 2003, p. 121); de outro, o investidor lesado pela negociação (interesse individual)<sup>25</sup> e a própria companhia, que pode ser prejudicada em seu prestígio e seu patrimônio pela atuação de quem negocia no mercado de valores mobiliários, utilizando-se de informação privilegiada.

#### 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente artigo teve por finalidade apresentar alguns comentários críticos a respeito do bem jurídico protegido e também dos sujeitos do delito de uso “indevido de informação privilegiada”.

---

<sup>22</sup> “Art. 30. Não se comunicam as circunstâncias e as condições de caráter pessoal, salvo quando elementares do crime”.

<sup>23</sup> Sobre a complementaridade dos bens jurídicos transindividuais e individuais, vide Prado (2003).

<sup>24</sup> Assim, o delito em tela atinge “todo o universo de investidores, efetivo e potencial, que procura o mercado de valores mobiliários” (COSTA; RAMOS, 2006, p. 37).

<sup>25</sup> Nestes termos, “baseado [...] em práticas desleais, o comportamento dos *insiders* lesiona os direitos dos investidores *outsiders*, obviamente desprotegidos perante grandes acionistas e demais detentores de informações privilegiadas do mercado. Paralelamente, o *insider* prejudica o próprio mercado, destruindo a confiança e a lisura de suas relações, elementos que constituem sua base e propiciam seu desenvolvimento” (PROENÇA, 2005, p. 44; PAULA, 2006, p. 29).



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

Para atingir sua dupla finalidade, o mercado de capitais é regulado pelo Estado, por meio do qual, utilizando-se de vários instrumentos, dentre os quais a legislação penal, garantem-se a credibilidade, a transparência, a confiabilidade, a estabilidade, a eficiência e, com isso, o regular funcionamento do mercado de capitais.

No Brasil, como forma de se proteger o mercado de capitais, foi criado pela Lei n. 10.303/2001 o delito de “uso indevido de informação privilegiada”, cuja conduta proibida prevista no art. 27-D é a de “Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários”.

Embora há quem defenda o uso de informação privilegiada no mercado de capitais, não apenas como algo normal, mas também salutar, não se deve permitir a transação de valores mobiliários por quem detenha informação relevante ainda não divulgada ao mercado, tratando-se, pois, essa figura de um crime pluriofensivo, em que se tutela o regular e eficiente funcionamento do mercado de valores mobiliários, mediante a preservação de sua credibilidade, com a proteção da função pública desempenhada pela informação ampla e irrestritamente divulgada.

Por fim, é relevante esclarecer também que, apesar de divergências doutrinárias e interpretativas, o art. 27-D, da Lei n. 6.385/1976 perfaz delito especial próprio, o qual somente pode ser praticado por uma categoria de pessoas, pois consigna expressamente que somente as pessoas detentoras de um dever legal de guardar sigilo acerca de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado poderão ser autoras do presente crime.

## REFERÊNCIAS

AMARAL, N. P. do. *Insider trading* ao serviço do terrorismo. In: COSTA, J. de F.; SILVA, M. A. M. da (Coords.). **Direito penal especial, processo penal e direitos fundamentais: visão luso-brasileira**. São Paulo: Quartier Latin, p. 1050-1084, 2006.

APRIGLIANO, R. de C. Jurisprudência comentada: “insider trading”. **Revista de direito mercantil industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, v. 109, p. 172-82, jan./mar., 1998.

AVOLIO, L. F. T. A criminalização do *insider trading* no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico. **Revista dos tribunais**, São Paulo, v. 850, p. 441-461, ago. 2006.

BAJO FERNÁNDEZ, M. Uso de información privilegiada. In: CEREZO MIR, J.; SUÁREZ MONTES, R. F.; BERISTAIN IPIÑA, A.; ROMEO CASABONA, C. M. (Eds.). **El nuevo código penal: presupuestos y fundamentos: libro homenaje al Profesor Doctor Don Ángel Torío López**. Granada: Comares, p. 637-650, 1999.

BARJA DE QUIROGA, J. L. El abuso de información privilegiada. In: BACIGALUPO, E. (Dir.). **Derecho penal económico**. Buenos Aires: Hammurabi, p. 431-467, 2000.

\_\_\_\_\_. El “insider trading”. **Anuario de derecho penal y ciencias penales**. Madrid, v. 46, n. 1, p. 1031-1060, en./abr., 1993.

COSTA, H. R. L. da; ALONSO, L.; COELHO, M. P. Dos crimes contra o mercado de capitais. **Revista Literária de Direito**, São Paulo, ano X, n. 53, p. 30-33, ago./set. 2004.

COSTA, J. de F.; RAMOS, M. E. **O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading): a informação enquanto problema jurídico-penal**. Coimbra: Coimbra, 2006.

D'URSO, L. F. B. Proteção penal dos mercados financeiros: a tipificação do *insider trading*. In: COSTA, J. de F.; SILVA, M. A. M. da (Coords.). **Direito penal especial, processo penal e direitos fundamentais: visão luso-brasileira**. São Paulo: Quartier Latin, p. 785-801, 2006.





DE SANCTIS, F. M. **Punibilidade no sistema financeiro nacional**. Campinas, SP: Millennium, 2003.

EIZIRIK, N. L.; CARVALHOSA, M. **A nova Lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002.

FERRANDIS CIPRIÁN, D.; MARTÍNEZ GARAY, L. Tratamiento penal del abuso de información privilegiada en el mercado financiero. **Estudios penales y criminológicos**. Santiago de Compostela, v. 23, p. 99-173, 2001/2002.

GONZÁLEZ AMADO, I. Utilización indebida de información privilegiada. **Derecho Penal y Criminologia**. Bogotá, v. 18, n. 59, p. 91-119, maio/ago. 1996.

GONZÁLEZ CUSSAC, J. L. El abuso de información privilegiada. Cuadernos de política criminal. **Cuadernos de política criminal**. Madrid, n. 37, p. 119-153, 1989.

GONZÁLEZ RUS, J. J. Delitos contra el patrimonio y contra el orden socioeconómico (VIII). Delitos relativos a la propiedad intelectual e industrial, al mercado y a los consumidores. In: COBO DEL ROSAL, Manuel (Dir.). **Curso de derecho penal español: parte especial**, v. I. Madrid: Marcial Pons, p. 768-824, 1996.

HERNÁNDEZ SAINZ, E. La nueva regulación penal de los abusos de información privilegiada. **Actualidad penal**. Madrid, n. 9, p. 173-216, 24 febr./2 mar. 1997.

LEITE FILHO, J. Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada: art. 27-D da Lei 6.385/76. **Revista brasileira de ciências criminais**, São Paulo, v. 60, p. 78-117, maio/jun. 2006.

LIMA, O. B. C. O conceito de valor mobiliário nos direitos brasileiro e norte-americano. In: **SIMPÓSIO SOBRE DIREITO DOS VALORES MOBILIÁRIOS**, 16, 1999, Brasília: Conselho da Justiça Federal, p. 90-100, 1999.

LOPEZ PEREGRIN, M. C. El “insider trading” o abuso de información privilegiada bursátil. **Actualidad penal**. Madrid, n. 30, p. 421-442, 26 jul./1 ago. 1993.



LUZÓN CUESTA, J. M. **Compendio de Derecho Penal**: parte especial. Madrid: Dykinson, 1997.

MANNA, A. Tutela del risparmio, novità in tema di insider trading e manipolazione del mercato a seguito della legge comunitaria del 2004. **Rivista Trimestrale di Diritto Penale Dell'Economia**. Padova, v. 18, n. 3, p. 659-674, luglio/settembre 2005.

MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, C. **Derecho penal económico**. Valencia: Tirant lo blanch, 2002.

MELLO NETO, B. de S. **Alguns aspectos da tutela penal do mercado de capitais**. 182 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Estadual de Maringá, Maringá. 2007.

\_\_\_\_\_. **Crimes contra o mercado de capitais**. Curitiba: Juruá, 2015.

MONROY ANTÓN, A. J. **El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores**. Madrid: Dijusa, 2006.

MUCCIARELLI, F. **Speculazione mobiliare e diritto penale**. Milano: Giuffrè, 1995.

MUÑOZ CONDE, F. Principios politicocriminales que inspiran el tratamiento de los delitos contra el orden socioeconómico en el proyecto de código penal español de 1994. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**. São Paulo, v. 3, n. 11, p. 7-20, jul./set. 1995.

PAULA, Á. N. de. **Crimes contra o sistema financeiro nacional e o mercado de capitais**. Curitiba: Juruá, 2006.

PINTO, F. de L. da C. **O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código de Valores Mobiliários**. Coimbra: Almedina, 2000.

PRADO, L. R. **Bem jurídico-penal e constituição**. 3. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003.



PRIETO DEL PINO, A. M. **El derecho penal ante el uso de información privilegiada en el mercado de valores**. Pamplona: Aranzadi, 2004.

PROENÇA, J. M. M. **Insider Trading**: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

QUINTANAR DÍEZ, M. Análisis de la naturaleza jurídica y del objeto material del tipo de injusto del artículo 285 del Código Penal (Delito de abuso de información privilegiada). **Cuadernos de política criminal**: segunda época, Madrid, fasc. 88, p. 155-189, 2006.

RUIZ RODRÍGUEZ, L. R. El abuso de información privilegiada en derecho español, con referencias a la normativa bursátil argentina. In: CUESTA AGUADO, P. M. De la (Coords.). **Derecho penal económico**. Mendoza: Cuyo, p. 175-241, 2003.

\_\_\_\_\_. El delito bursátil a la luz de la Ley 37/1998, de reforma del Mercado de Valores. In: QUINTERO OLIVARES, G.; MORALES PRATS, F. (Coords.). **El nuevo derecho penal español**: estudios penales en memoria del Profesor José Manuel Valle Muñiz. Pamplona: Aranzadi, p. 1789-1819, 2001.

SEMINARA, S. **Insider trading e diritto penale**. Milano: Giuffrè, 1989.

\_\_\_\_\_. Riflessioni in margine al disegno di legge in tema di *insider trading*. **Rivista italiana di diritto e procedura penale**. Milano, v. 33, n. 2, p. 545-572, aprile/giugno 1990.

SERRANO GÓMEZ, A. **Derecho penal**: parte especial. 4. ed. Madrid: Dykinson, 1999.

SILVA, J. G. da. O crime de manipulação do mercado. **Direito e Justiça**: Revista da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa. Lisboa, v. 14, n. 1, p. 193-245, 2000.

TIEDEMANN, K. **Lecciones de derecho penal económico**. Barcelona: PPU, 1993.



TÓRTIMA, J. C. **Crimes contra o sistema financeiro nacional**: uma contribuição ao estudo da Lei n. 7.492/86. 2. ed. Rio de Janeiro: Lúmen Juris, 2002.

VANNINI, A R. La legge 17 maggio 1991, n. 157: I destinatari dei divieti di *insider trading*, tipping e tuyautage. L'estensione dei divieti. **Rivista italiana di diritto e procedura penale**. Milano, v. 35, p. 276-280, 1992.

VOLK, K. **Sistema penale e criminalità economica**: I rapporti tra dommatica, politica criminale e processo. Napoli: Scientifiche Italiane, 1998.