

O Crime de *Insider Trading* nas Operações de *Equity Crowdfunding*

Robson Fernando Santos*

Vinícius dos Santos Neres da Cruz**

Introdução. 1 O equity crowdfunding e o mercado de capitais. 2 O dever de informar e a vedação do insider trading. 2.1 A criminalização do insider trading. 3 O crime de insider trading no equity crowdfunding. Considerações finais. Referências.

Resumo

O presente artigo analisa a possibilidade de aplicação do tipo penal de *insider trading*, previsto no art. 27-D da Lei 6.385/1976, em princípio delito típico de operações financeiras nas bolsas de valores, às condutas de uso de informação privilegiada praticadas no âmbito de operações de financiamento coletivo por plataformas virtuais, chamadas de *equity crowdfunding*, considerando a regulamentação do tema pela Comissão de Valores Mobiliários pela edição da Instrução CVM 588/2017. A análise se desenvolve a partir do estudo dos elementos caracterizadores do delito penal de *insider trading*, comparando as transações ocorridas do âmbito do mercado de capitais com aquelas operadas nas transações na modalidade de *equity crowdfunding*. Com base nessa análise, conclui-se que é possível a ocorrência de *insider trading* nas operações de *equity crowdfunding*, sendo aplicável o art. 27-D da Lei 6.385/1976 a esses casos.

Palavras-chave: : *Insider trading*. *Equity crowdfunding*. Bolsa de valores. Dever de informar.

* Pós Doutorando pela UnB/Flacso, Doutor em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Paraná (PUC/PR). Mestre em Direito pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Especialista em Direito Processual Civil pela Universidade Comunitária da Região de Chapecó (Unochapecó). Pós-graduado pela Escola do Ministério Público do Estado do Paraná (FEMPAR). Graduado em Direito pela Universidade do Vale do Itajaí (UNIVALI). Advogado, sócio do Escritório Braun Advogados Associados OAB/SC 1827/2011. Coordenador do Sistema Estadual de Fiscalização da Região Oeste da OAB Seccional de Santa Catarina. Professor de Direito Penal e Processual Penal de graduação e pós-graduação. Professor Permanente da ESA/SC. Pesquisador em ciências criminais e justiça restaurativa.

** Especialista em Direito Penal e Processo Penal pela Celer Faculdades. Graduado em Direito pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Advogado. Membro da Comissão de Estudo de Defesa da Concorrência e Regulação Econômica da OAB-SC. Mentor de Negócios da Incubadora de Negócios (INNE) da Universidade Federal da Fronteira Sul (UFFS).

The Criminal Type of Insider Trading in Equity Crowdfunding Operations

Abstract

This article analyzes the application of the criminal type of insider trading, foreseen in art. 27-D of Brazilian Law 6.385/1976, in principle a typical offense of financial transactions on stock exchanges, to insider trading practices practiced in the context of collective financing operations through virtual platforms, called equity crowdfunding, considering the regulation of the topic by the Brazilian Securities and Exchange Commission through the issuance of CVM Instruction 588/2017. The analysis is developed from the study of the elements that characterize the criminal offense of insider trading, comparing transactions that occurred in the scope of the capital market with those in equity crowdfunding modality. Based on this analysis, it is concluded that insider trading is possible in equity crowdfunding operations, being applicable art. 27-D of Brazilian Law 6.835/1976 to these cases.

Keywords: *Insider trading. Equity crowdfunding. Brazilian stock exchange. Duty to inform.*

Introdução

Há muito tempo o estudo do Direito se debruça sobre um problema fundamental que permanece de grande relevância: como a produção legislativa pode dar conta da dinâmica das relações sociais se, tradicionalmente, como esfera social eminentemente conservadora – no sentido de preservar seus institutos e pressupostos – tende a adaptar-se em um ritmo muito mais lento que as transformações da sociedade?

Sempre que um novo instituto é legitimado pelo ordenamento jurídico, a teia de inter-relações existente no sistema normativo é agitada em sua totalidade, mesmo que o foco do legislador, ou do órgão regulador, estivesse concentrado apenas naquele instituto em específico.

É o que ocorre com a edição da Instrução CVM 588/2017, que regulamentou de maneira específica as operações de financiamento coletivo por plataformas virtuais, chamadas de *equity crowdfunding*.

Mesmo antes de sua regulamentação, tais operações já ocorriam no Brasil através de plataformas pioneiras, que se inspiraram em outras já em atividade consolidada no exterior, mas careciam de uma legitimação pelo sistema financeiro nacional, tão rigoroso em sua regulação e regulamentação.

Se outras modalidades de *crowdfunding* não eram novidade no Brasil – como será abordado especificamente neste trabalho – a captação de recursos em troca de quotas sociais por meio do *crowdfunding* trouxe consigo uma particularidade que não pode ser desprezada: até então a única forma de oferecer a participação societária de uma empresa ao mercado era pelas bolsas de valores.

Operar na bolsa de valores não é dado a qualquer empresa. O processo de abertura de capital é complexo, burocrático e cercado de exigências formais e financeiras a fim de garantir um ambiente seguro e estável para negociação das participações acionárias ofertadas.

Dentre as várias garantias regulamentadas pelo mercado está o dever de informar, que tem como um de seus objetos a prevenção de que sejam utilizadas informações relevantes para a obtenção de vantagens particulares na negociação de ações, em detrimento dos demais atores de mercado.

É direito de todos ter acesso igualitário a todas as informações relativas ao mercado e às empresas cujas ações são ali negociadas, evitando-se assim a chamada assimetria informacional e, por

consequência, que aqueles que detenham informações privilegiadas sobre determinada companhia possam aproveitar-se delas para lucrar em detrimento do prejuízo daqueles que desconhecem essa informação.

Tal prática é conhecida internacionalmente pelo termo *insider trading* e, em que pese já ser vedada pela legislação brasileira no âmbito administrativo desde os anos 1970, foi tornada crime pela Lei 10.303 de 31 de outubro de 2001, que tipificou a conduta com a inclusão do art. 27-D na Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976.

Proporcionar um ambiente transparente e seguro para os investidores é essencial na atração de investimentos e no fomento do desenvolvimento de novas ideias e empreendimentos no mercado brasileiro. Dentro dessa nova perspectiva de oferecimento de participação societária ao mercado pelo *equity crowdfunding*, é natural que os investidores sintam-se ameaçados, guardadas as devidas proporções, por riscos semelhantes aos que encontrariam ao negociar ações na bolsa de valores, mas com um qualificador muito importante: enquanto nas bolsas de valores a compra de ações protege os investidores de maneira mais efetiva, em razão da própria natureza *intuitu pecuniae* das sociedades anônimas, no *equity crowdfunding* a opção de tornar-se sócio de sociedades de responsabilidade limitada expõe o investidor a sérios riscos de responsabilização fiscal, ambiental e trabalhista, especialmente.

Em razão disso, analisar de que forma os instrumentos jurídicos aplicáveis às negociações nas bolsas de valores podem aperfeiçoar o novel instituto do *equity crowdfunding* torna-se urgente, principalmente naquilo que, sem dúvida, é um de seus valores mais caros: a transparência de informações disponíveis ao mercado.

Nesse sentido, o objeto do presente estudo é analisar a possibilidade de aplicação do art. 27-D da Lei 6.385/1976 ao uso de informações privilegiadas no âmbito das operações de *equity crowdfunding*.

Essa análise se dará através do estudo dos elementos caracterizadores do *insider trading* aplicáveis ao ordenamento jurídico brasileiro. A partir de tais elementos caracterizadores, serão analisados o próprio instituto do *equity crowdfunding* e a possibilidade de ocorrência de transações com informações privilegiadas em seu âmbito. Somente então se vislumbrará a aplicabilidade da tipificação do *insider trading* dada pelo art. 27-D da Lei 6.385/1976 a esses casos.

1 O *equity crowdfunding* e o mercado de capitais

O elemento central para a compreensão das consequências jurídicas da regulamentação do *equity crowdfunding* é a compreensão aprofundada do próprio instituto: afinal, do que se trata exatamente?

O *crowdfunding* – gênero do qual o *equity crowdfunding* é uma de suas espécies – pode ser traduzido de maneira elementar como “financiamento coletivo”, a captação de valores de maneira pulverizada em vários pequenos investimentos, oriundos de um grande número de indivíduos que disponibilizam aquela parcela de capital.

Em regra, tal captação ocorre por meio de plataformas virtuais, nas quais o captador apresenta seu projeto de captação e o objeto no qual tais valores captados serão aplicados.

Na definição de Martins e Silva (2014, p. 26):

[...] o *crowdfunding* consiste numa forma alternativa de financiamento que conecta diretamente, por meio da internet e das redes sociais, aqueles que podem ofertar, emprestar ou investir recursos com aqueles que necessitam de financiamento para projetos ou negócios específicos. Além disso, o *financiamento coletivo* é caracterizado pelo fato de que os projetos e negócios mencionados são financiados através de pequenas contribuições de um grande número de indivíduos, de forma anônima (grifos do autor).

O *crowdfunding* não é novidade no ambiente virtual brasileiro, já contando com um histórico vinculado especialmente a financiamento de projetos de cunho social, ou como suporte a produções artísticas independentes: em sites como Vakinha¹ e Catarse² há mais de dez anos já é possível contribuir com causas que vão desde a arrecadação de fundos para o tratamento de saúde de pessoas sem condições de arcá-las, até apoiar um projeto artístico independente (como Histórias em Quadrinhos, Jogos de Tabuleiro e Livros).

Segundo o site Catarse.me, somente na sua plataforma a captação para projetos ultrapassa noventa e dois milhões de reais, utilizados especialmente para o financiamento de artistas e projetos independentes, de modo que não se pode dizer que o modelo de *crowdfunding* não seja um sucesso.

O que diferencia o *equity crowdfunding* de tais modalidades já consagradas é seu objeto e retorno. Enquanto o financiamento coletivo de causas sociais ou de artistas independentes tem como resultado ao doador/investidor a satisfação da causa social/artística apoiada ou, no máximo, brindes relacionados ao projeto – nos casos de financiamento de obras pode incluir um exemplar do próprio produto financiado –, na modalidade de *equity* o investidor recebe participação societária correspondente ao investimento realizado e visa, em última instância, trazer retorno financeiro ao investidor (SIQUEIRA, DINIZ, 2017, p. 2).

Mesmo que a intenção do investidor de *equity crowdfunding* seja apoiar “ideologicamente” o projeto financiado – seja porque se identifica com o captador ou com a ideia de negócio proposta – o fato de ter como retorno participação no negócio ultrapassa os limites da mera doação, justamente por passar a fazer parte do quadro societário da empresa investida.

É o que se extrai do próprio termo, já que *equity* pode ser traduzido como “ativo financeiro”, “participação societária” ou mesmo “valor mobiliário”, unidade da divisão de capital de uma empresa, conforme definido pelo *Cambridge Dictionary*:

Equity noun (value). [C or U] specialized finance & economics the value of a company, divided into many equal parts owned by the shareholders, or one of the equal parts into which the value of a company is divided.

O termo *equity crowdfunding* é também referido como “*crowdfunding* de investimento” ou, como preferiu definir a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) na redação da Instrução CVM 588/2017, “oferta pública de distribuição de valores mobiliários por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo”, conforme redação do art. 1º da referida Instrução Normativa:

¹ <https://www.vakinha.com.br/>

² <https://crowdfunding.catarse.me/>

Art. 1º Esta Instrução regula a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, e tem por fim assegurar a proteção dos investidores e possibilitar a captação pública por parte destas sociedades. (CVM, 2017).

Tal definição pela CVM traz consigo uma opção normativa essencial para aprofundarmos a discussão das consequências jurídicas da regulamentação do *equity crowdfunding*: a clara opção da CVM em definir a oferta pública de participação societária por plataformas virtuais como uma oferta pública de valores mobiliários.

Tal opção é fruto do alargamento da interpretação do conceito de valores mobiliários, trazida especialmente pela inclusão, pela Lei 10.303/2001, do inciso IX no rol do art. 2º da Lei 6.385/1976, conforme será abordado adiante.

Apesar da Instrução CVM 588/2017 indicar claramente a dispensa de registro para tais operações – uma espécie de “cumpram tais exigências mínimas e estejam por sua própria conta e risco” –, a regulamentação do *equity crowdfunding* é a única previsão normativa brasileira de oferta pública de valores mobiliários fora das bolsas de valores.

Ocorre que a oferta de participações societárias de maneira pública ao mercado tradicionalmente trouxe consigo um amplo e complexo arcabouço de responsabilidades definidas pela legislação e pelo próprio equilíbrio de mercado, desenvolvidos ao longo das décadas para fins de dar segurança aos investidores, tornando atrativo o investimento e transparentes as transações realizadas nesse ambiente de movimentação de capitais.

Um dos principais deveres dos sujeitos envolvidos nessas transações é o de informar – com a consequente proibição do *insider trading* – as negociações realizadas com uso de informações privilegiadas.

2 O dever de informar e a vedação do *insider trading*

A informação é certamente o bem mais valioso em uma negociação. De posse de informações relevantes, os investidores e agentes de mercado envolvidos em uma negociação tomarão suas decisões quanto ao futuro de seu investimento, alocação de capitais, e medidas estratégicas na gestão de seus negócios.

É natural, portanto, que em primeira análise se imagine que o fluxo das informações no mercado deva ser controlado. Ocultar informações negativas de uma companhia garantiria que os investidores aportassem capitais naquele negócio por desconhecerem os riscos envolvidos, ao passo que, ocultar informações positivas daria vantagem ao portador de tais informações de adquirir ativos financeiros da companhia com antecedência, garantindo-lhe vultosa margem de lucro em uma negociação futura.

Operações de tal natureza, realizadas com acesso às informações privilegiadas que poderiam alterar significativamente a cotação do valor de mercado de uma companhia, são chamadas de *insider trading*, prática vedada pela legislação brasileira e internacional.

A explicação é simples: um mercado no qual se admitiria que certos agentes detivessem o privilégio do conhecimento sobre a real situação das companhias se tornaria altamente suscetível a fraudes – afinal, ocultar informações é, em última instância, mentir sobre a situação da empresa – e pouco atrativo para investidores externos, que optariam por mercados nos quais o sucesso do

investimento dependeria predominantemente de suas habilidades de análise ao invés de seu tráfico de influência, conforme preleciona Eizirik (2011, p. 557):

O bem juridicamente protegido pelas normas societárias e penais que sancionam o *insider trading* é o da estabilidade e eficiência do mercado de capitais, tutelando o princípio da transparência de informações, essencial ao desenvolvimento regular do mercado. Também pode ser considerado como bem jurídico objeto da tutela a proteção da confiança e do patrimônio dos investidores que aplicam recursos no mercado de capitais.

Em razão disso, a legislação brasileira há muito consagrou dentre os deveres dos administradores de companhias abertas – aquelas que, conforme já apontado, eram as únicas cuja oferta pública de capitais era permitida até a legalização do *equity crowdfunding* – o de informar, empregando em nosso sistema normativo do princípio do *full disclosure*, inspirado na legislação estadunidense (EIZIRIK *et al.*, 2011, p. 557).

Exemplos da positivação do dever de informar são encontrados já na redação original da Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976, a chamada “Lei das Sociedades Anônimas”, insculpido no art. 157, §4º, que determina expressamente o dever de comunicar à bolsa de valores e divulgar na imprensa deliberações internas ou fato relevante que “possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia”.

As normas de *full disclosure* são essenciais para que haja o equilíbrio informacional no mercado de capitais, ou seja, para que todos os agentes possam ter acesso às mesmas informações – e de preferência a totalidade delas – a fim de que possam negociar em paridade e cientes dos riscos dos investimentos que realizarão.

A transparência informacional também tem a intenção de que o preço dos ativos financeiros negociados reflita com a maior precisão possível o real estado do empreendimento, de modo que sua análise seja a mais precisa possível para a tomada de decisões sobre gestão e investimento, consagrando no sistema jurídico e econômico brasileiro a Hipótese dos Mercados Eficientes, de Eugene Fama.

A Hipótese dos Mercados Eficientes (HME) de Fama (1970, 1991) sugere que, em um mercado equilibrado, os preços dos ativos sempre fornecem sinais adequados para a alocação de recursos, isto é, as empresas podem tomar decisões de produção e investimento e os investidores podem escolher ativos que representam a posse dessas empresas, sob a hipótese de que os preços desses ativos sempre refletirão todas as informações relevantes disponíveis. (MARTINS *et al.*, 2013, p. 352).

O tratamento do tema seguiu em evolução constante, ao passo que o *insider trading*, que inicialmente era tratado apenas no âmbito das relações privadas, e sujeito à responsabilização daqueles que operassem com informações privilegiadas (vide art. 155, §3º, da Lei 6.404/1976), hoje também repercute na esfera penal, sem prejuízo das sanções civis e administrativas previstas em legislação específica, que não são objeto da presente análise.

2.1. A criminalização do *insider trading*

A prática do *insider trading* foi tipificada como ilícito penal apenas com a promulgação da Lei 10.303/2001, por meio da qual a Lei 6.385/1976 foi modificada com a inclusão, dentre outros, do art. 27-D, que criminalizou a prática de obtenção de vantagem indevida mediante negociação com uso de informações privilegiadas.

Importante que se destaque que a criminalização do *insider trading* era tese há muito ventilada no ambiente do mercado de capitais, destacando-se o precursor trabalho de Norma Janssen Parente publicado em 1978, no qual a autora admitia não haver previsão específica para a tipificação penal do uso indevido de informação privilegiada, mas defendia que sua prática fosse enquadrada no crime de estelionato, previsto no art. 171 do Código Penal (PARENTE, 1978, p. 11).

Segundo Francisco Antunes Maciel Müssnich, a criminalização do *insider trading* é uma resposta legislativa à suposta inefetividade do combate a tal prática nas esferas cível e administrativa, sendo compreendida pelo autor como positiva:

passou o direito penal a contar com norma penal especificamente voltada à repressão do *insider trading*, muito embora a conduta já pudesse ser submetida ao tipo genérico do estelionato (art. 171 do Código Penal). **A tutela penal, imbuída do caráter de *ultima ratio* que lhe é inerente, surge na esteira da inefetividade do combate ao ilícito tão somente pelas vias cível e administrativa** e, apesar das críticas dirigidas à utilização do poder punitivo do Estado, o potencial lesivo desta prática justifica a intensificação da resposta do Poder Público (MÜSSNICH, 2017, p. 31-32) (grifo nosso).

Não se pretende nesta análise o aprofundamento do tema sob a ótica criminológica, embora muito se tenha a discutir sobre a efetividade da criminalização de determinada conduta em sua prevenção, seja geral seja específica, mas sim abordar o tema sob um aspecto especialmente dogmático, também pouco aprofundado nas análises do tema.

Pois bem, a análise dogmática do tipo penal pressupõe a classificação do ilícito observado segundo categorias pré-definidas pela doutrina brasileira. Tal análise se torna ainda mais restrita considerando que são raríssimas as condenações no crime de *insider trading* com trânsito em julgado no Brasil. A primeira condenação definitiva ocorreu somente no conhecido caso envolvendo executivos da empresa Sadia S.A. no curso do processo de fusão da empresa com a companhia Perdigão S.A., que deu origem ao grupo Brasil Foods. A decisão definitiva, no tocante à matéria, deu-se no Superior Tribunal de Justiça (STJ), pelo acórdão prolatado no julgamento do Recurso Especial (REsp) n.º 1569171/SP, de relatoria do Ministro Gurgel de Faria.

Parte-se, portanto, da própria redação do art. 27-D da Lei 6.385/1976, o qual, destaque-se ainda, foi alterado pela Lei 13.506 de 13 de novembro de 2017, que, atualmente, tem a seguinte redação:

Art. 27-D. Utilizar **informação relevante** de que tenha conhecimento, **ainda não divulgada ao mercado**, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, **mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários** (BRASIL, 1976) (grifos nossos).

Da análise inicial da redação da norma podem-se extrair três elementos essenciais do tipo.

Primeiramente, o conhecimento utilizado pelo agente deve ser informação relevante, qual seja “capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida”. Eis a primeira fonte de discussão

no tocante à aplicação da lei, tendo em vista se tratar de evidente norma penal em branco, uma vez que é necessário valer-se de outros elementos para definir o que seja “informação relevante”, conforme enfrentado pelo julgamento do Recurso Especial (REsp) 1569171/SP, do Superior Tribunal de Justiça (STJ):

Percebe-se, pois, que **o crime previsto no art. 27-D da Lei n. 6.385/76 constitui norma penal em branco**, porquanto a legislação penal brasileira não explicitou o que venha a ser informação economicamente relevante, fazendo com que o intérprete recorra a outras leis ou atos normativos para saber o alcance da norma incriminadora. (REsp 1569171/SP, Rel. Ministro GURGEL DE FARIA, QUINTA TURMA, julgado em 16/02/2016, DJe 25/02/2016, p. 14-15) (grifo nosso).

O relator do REsp 1569171/SP, Ministro Gurgel de Faria, atendendo aos mesmos parâmetros do acórdão recorrido, valeu-se das definições de “informação relevante” encontradas no art. 155, § 1º, da Lei 6.404/1976, e especialmente no art. 2º da Instrução 358/2002 da CVM, todavia posicionando-se quanto à não exaustão do rol de hipóteses apresentadas:

Veja-se que a instrução normativa elenca 22 (vinte e duas) hipóteses como exemplos de fatos potencialmente relevantes, o que constitui, sem dúvida, importante fonte hermenêutica para a seara criminal, assim como a Lei de Sociedade Anônimas. Entretanto, **competete ao aplicador da lei a valoração em concreto da relevância da informação**, conforme o momento e a realidade em que ocorreram, até porque **o rol acima mencionado não é taxativo, mas exemplificativo**. (REsp 1569171/SP, Rel. Ministro GURGEL DE FARIA, QUINTA TURMA, julgado em 16/02/2016, DJe 25/02/2016, p. 16) (grifos nossos).

O segundo elemento essencial do tipo é o ineditismo da informação, ou seja, que ela não tenha sido divulgada no mercado. É natural que se tal informação for de conhecimento público, não haverá qualquer assimetria informacional que possa caracterizar sua utilização como indevida, afinal, a valoração das informações disponíveis de modo igualitário aos agentes de mercado é algo atinente exclusivamente às habilidades dos investidores e demais interessados (COSTA, RAMOS, 2006, p. 43).

Quanto a esse aspecto, é importante pontuar que não haverá a tipificação do *insider trading* quando a informação utilizada tenha sido divulgada irregularmente, uma vez que basta que haja o conhecimento público da informação relevante para que o mercado opere simetricamente em relação àquela informação, tornando-a irrelevante para a responsabilização penal (COSTA, RAMOS, 2006, p. 43).

Naturalmente, o responsável pelo “vazamento” da informação deverá ser responsabilizado, uma vez que ofendeu o sigilo daquela informação, mas a utilização da informação – que então será de conhecimento público – não caracterizará o *insider trading*.

O terceiro elemento do tipo é que a informação relevante, e inédita, seja efetivamente utilizada para negociar valores mobiliários, em nome próprio ou de terceiros.

Eis a verdadeira “alma” do delito: ocorrendo a negociação, e sendo tal negociação fundada sobre conhecimento de informação relevante e não divulgada no mercado, haverá o delito de *insider trading*.

Ademais, é dispensável a obtenção de vantagem financeira com essa negociação. Mesmo que a operação realizada resulte em prejuízo financeiro ao agente, diante da falta de habilidades ou má interpretação da informação relevante e inédita da qual detinha conhecimento, ainda assim estará

caracterizado o crime de *insider trading*, por se tratar de delito formal, conforme posicionamento de Sanctis (2015, p. 286) adotado no julgamento do REsp 1569171/SP:

O delito previsto no art. 27-D contempla situações nas quais alguém, antes mesmo que a generalidade dos investidores possa conhecer, utiliza no Mercado de Valores Mobiliários informação economicamente relevante e que teve acesso de forma particular. **Deve ser classificado como delito formal, já que o resultado vantagem indevida não é indispensável para a sua consumação, bastando que o sujeito ativo pratique a conduta, ou seja, utilize informação obtida.**

Quanto à necessidade de obtenção de vantagem com a utilização da informação relevante, ressalve-se o posicionamento contrário de Castellar (2008, p. 119), que defende a obtenção de vantagem como elemento essencial do tipo.

A compreensão de que o *insider trading* se caracterizaria como delito material ocorre, possivelmente, de um resquício da interpretação de sua prática como conduta típica do crime de estelionato, defendido por muitos autores, dos quais se destaca o já mencionado trabalho de Norma Jonssen Parente.

No crime de estelionato, tipificado pelo art. 171 do Código Penal, a obtenção de vantagem é elemento textual explícito do tipo, devendo ser demonstrado para que o crime de estelionato seja tipificado. No caso do *insider trading*, com a tipificação penal específica de sua prática, optou-se pela não utilização do termo “obtenção de vantagem”, ao passo que o verbo nuclear do tipo se deslocou para a prática de negociar, independente de esse ato de negociação resultar ou não em vantagem ao agente.

Se o contrário fosse a intenção do legislador, isso certamente estaria disposto de modo expreso no tipo penal do *insider trading*, o que não ocorre, razão pela qual se entende que a obtenção de vantagem é dispensável na tipificação do referido delito.

Para além das informações relacionadas ao tipo penal, subsiste a discussão sobre o bem jurídico tutelado pelo art. 27-D da Lei 6.385/1976.

Conforme apontado anteriormente, Eizirik (2011, p. 557) indica pelo menos duas tutelas na criminalização do *insider trading*, a “estabilidade e eficiência do mercado de capitais” e a “proteção da confiança e do patrimônio dos investidores”.

Trata-se de debate extremamente relevante, visto que a definição do bem jurídico tutelado da norma penal também reflete no sujeito passivo de sua transgressão: afinal, utilizar informação privilegiada na negociação de valores mobiliários atenta também contra o patrimônio pessoal dos investidores, ou somente contra a confiança do mercado mobiliário?

Sobre tal assunto espinhoso, Castellar (2008, p. 106) afirma não podermos reduzir o bem jurídico tutelado pelo *insider trading* ao mero “funcionamento” do mercado de capitais, justamente por não se poder afirmar que o funcionamento do mercado de capitais seja um interesse individual ou coletivo determinável.

Castellar defende que o verdadeiro bem jurídico tutelado pelo art. 27-D da Lei 6.385/1976 seja a confiança no mercado de valores mobiliários, essencial, aí então, para o correto funcionamento deste mercado:

Consideramos, portanto, **que o bem jurídico objeto da tutela penal do delito de uso de informação privilegiada estará na proteção da confiança que deve imperar no mercado de valores mobiliários, pois é este o bem que estimula os investidores a aplicarem seus recursos**

neste mercado, e, **concomitantemente, na proteção do patrimônio dos investidores** que negociarem com o *insider* desconhecendo determinada informação relevante, pois estes correm o risco de sofrerem diminuição do seu patrimônio em virtude de desvantagem com o que operam. (CASTELLAR, 2008, p. 108) (grifos nossos).

Ainda sobre o bem jurídico tutelado, deve-se notar que, em diversas passagens do julgamento do REsp 1569171/SP, o STJ posicionou-se em defesa da “confiabilidade do mercado de capitais”, endossando posicionamento sobre este bem jurídico adotado por Eizirik e Castellar.

Todavia, o respeitável acórdão em nenhum momento atenta-se em mencionar a proteção do patrimônio pessoal dos investidores como tutela da norma penal.

Tal situação induz à conclusão que, ao crivo do Judiciário, a tutela do patrimônio pessoal dos investidores fica restrita ao âmbito privado, não sendo objeto da norma penal, conforme se posiciona Neves (2013, p. 108):

Sendo assim, não se pode negar que o patrimônio dos investidores pode ser afetado com a prática efetuada pelo *insider trading*. No entanto, dado o caráter supra-individual do bem jurídico do crime de uso indevido de informação privilegiada, **não é congruente afirmar que esse seria representado pelo interesse patrimonial de cada investidor. O que justifica a repressão do delito é o dano causado (pelo menos em potencial) à coletividade e não a um investidor específico.** (grifo nosso).

A previsão disposta no art. 27-D da Lei 6.385/1976 tem como bem jurídico tutelado exclusivamente a confiabilidade do mercado de capitais, sendo, portanto, uma norma voltada à proteção do reflexo público da prática do *insider trading*.

Como desdobramento disso, entende-se também que, apesar de a tutela da norma recair sobre a confiança do mercado mobiliário, não é necessário que se comprove efetivo dano para que o crime se consubstancie, de modo que o crime de *insider trading* se caracteriza como um crime de perigo.

Quanto à espécie de perigo, note-se que o legislador optou pela fórmula “capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida” para qualificar a “informação relevante”. Tal redação indica que há necessidade de demonstrar concretamente o potencial de obtenção de vantagem pela informação utilizada, de modo que se conclui que o crime de *insider trading* no direito brasileiro deva ser classificado como crime de perigo concreto (ALONSO, 2009, p. 140).

Anote-se posicionamento diverso de Sanctis (2015, p. 288), que afirma “tratar-se de delito de perigo abstrato, no qual a tarefa do Ministério Público restringir-se-á a demonstrar que a conduta foi realizada (utilização, com negociação, da informação relevante)”.

Assim, é necessário mencionar que por algum tempo discutiu-se se o crime de *insider trading* poderia ser cometido somente por agentes que teriam acesso direto a informação relevante e sigilosa em razão de sua função – por comporem conselho de administração, ou ocuparem cargo ou função técnica na qual poderiam ter acesso a tais informações – ou se o crime poderia ser cometido por qualquer pessoa em posse de informação relevante, independentemente de sua ocupação.

Entende-se que tal discussão se encontra superada com o advento da Lei 13.506/2017, que reformou a redação do art. 27-D da Lei 6.385/1976, suprimindo do tipo penal a qualificação “da qual deva manter sigilo” a respeito da informação privilegiada, consolidando o entendimento de que não apenas agentes específicos possam incidir no tipo penal apresentado, mas qualquer pessoa, mesmo externa à companhia, que tenha acesso àquela informação.

Note-se que tal posicionamento – de que a função ocupada pelo agente é dispensável na caracterização do delito – já era defendido por Sanctis (2015, p. 286) antes mesmo da alteração da legislação, afirmando que “qualquer pessoa que tenha acesso a essa informação, seja em razão do cargo, ou não, poderá ser enquadrada no dispositivo, desde que negocie com valores mobiliários”.

Atravessadas tais discussões, pode-se concretizar a classificação do tipo penal em definitivo.

Utilizando-se os parâmetros classificatórios de Pacelli e Callegari (2016), trata-se de crime unissubjetivo (visto que pode ser praticado por um único agente), comum (visto que pode ser praticado por qualquer pessoa que tenha acesso a informação privilegiada, seja ele parte da companhia ou não), formal (visto que a vantagem financeira pretendida pelo agente é dispensável na existência do delito, que se consubstancia pela mera negociação), instantâneo (consuma-se no momento de ter sido efetivada a negociação de valores mobiliários), comissivo (exige a prática comissiva do agente de negociar utilizando informação privilegiada ainda não divulgada), de perigo concreto (deve-se demonstrar o potencial concreto de lesividade da informação relevante utilizada), unissubsistente (pois necessita de um único ato, o de negociar, para que seja concretizado) e uniofensivo (atinge apenas um bem jurídico tutelado, qual seja o da confiabilidade do mercado de capitais).

3 O crime de *insider trading* no *equity crowdfunding*

Tendo sido esmiuçada a classificação do crime de *insider trading* segundo a dogmática penal, e considerando também a já abordada inovação do instituto do *equity crowdfunding* de ofertar publicamente valores mobiliários de empresas em ambiente externo às bolsas de valores, surge a grande questão: é possível aplicar o art. 27-D da Lei 6.385/1976 a operações com uso de informações privilegiadas ocorridas no âmbito de operações de *equity crowdfunding*?

A resposta encontra-se na simples análise da lei e do tipo penal.

O crime de *insider trading*, conforme se extrai da redação do art. 27-D da Lei 6.385/1976, deve ser aplicado a qualquer negociação de valores mobiliários ocorrida com a utilização de informações privilegiadas ainda não divulgadas no mercado.

O conceito de valores mobiliários é, portanto, a resposta para a questão levantada, e sua definição encontra-se na própria Lei 6.385/1976, em seu art. 2º, que apresenta um rol exemplificativo do que a Lei define por valores mobiliários, optando por deixar sua definição em aberto, especialmente em razão da definição ampla trazida pelo inciso IX do referido artigo.

A opção legislativa de adotar um tipo legal aberto para a definição de valores mobiliários permite que a legislação não precise se adaptar a cada surgimento de novos institutos, conforme pontua Eizirik (2011, p. 57):

A vantagem da adoção desta acepção mais ampla de valores mobiliários, ao invés de mera enumeração, é que, assim, evitar-se-á a reformulação periódica da legislação sobre o mercado de capitais. O alargamento do conceito de valores mobiliários tem o condão de incluir as situações futuras em que serão ofertados novos produtos ao investidor, tendo sido, por via de consequência, aumentado o âmbito de atuação e fiscalização da CVM.

Partindo dessa análise, conclui-se que os títulos de participações societárias ofertados por plataformas virtuais, cuja operação é definida como *equity crowdfunding*, podem ser considerados valores mobiliários, pois adequam-se exatamente à definição do art. 2º, IX, da Lei 6.385/1976.

IX - quando **ofertados publicamente**, quaisquer outros **títulos ou contratos de investimento coletivo**, que **gerem direito de participação**, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, **cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros**. (BRASIL, 1976) (grifo nosso).

Ademais, a redação do art. 1º da Instrução CVM 588/2017 deixa claro que os títulos ofertados publicamente sob a regulação desta instrução são considerados valores mobiliários:

Art. 1º Esta Instrução regula a **oferta pública de distribuição de valores mobiliários** de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, e tem por fim assegurar a proteção dos investidores e possibilitar a captação pública por parte destas sociedades. (CVM, 2017) (grifo nosso).

Superada tal questão mais simples da caracterização do crime previsto no art. 27-D da Lei 6.385/1976, deve-se enfrentar um novo dilema, essencialmente pragmático: no mundo dos fatos, no mundo “real”, haverá situações nas quais o crime de *insider trading* possa ser caracterizado em operações de *equity crowdfunding*?

As operações de financiamento coletivo por meio de plataformas virtuais predominantemente envolvem projetos em seu estágio inicial de desenvolvimento, no qual os empreendedores buscam capital financeiro para financiar, em regra, os primeiros passos de seus negócios.

O fato de tratarmos de empreendimentos ainda “jovens”, e muitas vezes com baixo grau de complexidade administrativa, não significa que deixem de portar informações relevantes, de alto valor agregado, e cujo conhecimento seja relevante para a captação de recursos pelas plataformas virtuais.

Além disso, deve ser considerado o fato de que as plataformas são meras intermediárias, não podendo promover o investimento em projetos específicos, cabendo essencialmente aos empreendedores promover a captação de recursos para alavancar o seu projeto.

Nesse ambiente ainda instável, e por vezes pouco estruturado, é natural que especialmente as plataformas virtuais e seus colaboradores tenham uma vantagem na obtenção de informações relevantes a respeito do negócio que busca captação de recursos, o que lhes daria evidente vantagem competitiva.

Note-se que, no especial caso das plataformas, a Instrução CVM 588/2017 não veda aos seus sócios, administradores e funcionários a aquisição de quotas de investimento pela própria plataforma, limitando-se a vedar que detenham mais de 20% (vinte por cento) da participação societária antes da oferta pública, conforme disposto no art. 28, XVII da referida instrução.

Ademais, em que pese a Instrução exigir que as plataformas elaborem um código de conduta que aborde eventuais conflitos de interesse, aderência à legislação e regulamentação de ofertas públicas de valores mobiliários e regras de procedimentos e controles internos (vide art. 13, §1º, III da Instrução), a norma editada pela CVM dispensa o registro no órgão das ofertas realizadas via plataforma, afastando a análise da CVM e, por consequência, aumentando o risco dos investimentos realizados pelas operações de *equity crowdfunding*.

Por tais razões, deve-se considerar que as plataformas virtuais desempenham um papel fundamental na transparência das informações trazidas pelos empreendedores, conforme já enfrentado por Martins e Silva (2014, p. 44-45):

[...] plataformas *on-line* que intermediam os recursos do *crowdfunding* necessitam de adotar diversos controles, procedimentos para evitar conflitos de interesse, verificação de precificação, técnicas de mitigação de risco e salvaguardas operacionais, especialmente no momento de eleger e selecionar projetos e negócios a serem financiados. Algumas obrigações de divulgação de informação e transparência são também desejáveis.

Além disso, deve-se analisar a questão sob uma ótica global. Conforme indicado, em que pese a tipificação do *insider trading* ter surgido punir a prática no âmbito de operações nas bolsas de valores, mesmo nessa seara as condenações penais são raras. Todavia, isso não significa que tal prática seja pouco usual, muito pelo contrário.

Estudos realizados por inúmeros autores apontam que a prática de *insider trading* é uma realidade concreta no Brasil. Os dados levantados demonstram que as operações realizadas na BM&F Bovespa (hoje B3) possuem probabilidade de utilização de informações privilegiadas entre de 12,5% (BARBEDO *et al.*, 2009, p. 56) e 22,9% (MARTINS *et al.*, 2013, p. 357; GIRÃO *et al.*, 2014, p. 468).

Se em um mercado altamente regulamentado e fiscalizado pela CVM, como é o da Bolsa de Valores, os índices de *insider trading* são altíssimos, é razoável concluir que em operações de *equity crowdfunding*, nas quais a fiscalização é consideravelmente menor, sua prática tenha probabilidade de ocorrer em proporções muito maiores.

Diante de tais elementos, constata-se que a tipificação do crime de *insider trading* a operações de *equity crowdfunding* não somente atende aos requisitos formais da norma – afinal, tais títulos negociáveis via plataforma virtual são valores mobiliários, de modo a estarem abrangidos pela tipificação do art. 27-D da Lei 6.385/1976 – como também atende à proteção do bem jurídico específico da norma, diante da real possibilidade da existência de transações com informações privilegiadas não divulgadas nesse tipo de operação.

Considerações finais

A análise da tipificação do crime de *insider trading* em operações de *equity crowdfunding* esbarra em muitos questionamentos. Se já são raras as aplicações do art. 27-D da Lei 6.385/1976 em operações nas bolsas de valores, teorizar sobre a aplicação desse dispositivo a situações mais excepcionais – note-se que não há nenhum precedente na jurisprudência brasileira sobre o tema – torna-se ainda mais complexo.

O que se pode concluir da análise inicial desta tese é que a legislação já possui os elementos mínimos de aplicabilidade deste crime nas operações de oferta pública de quotas sociais em plataformas virtuais.

A cultura do empreendedorismo é muito incipiente no Brasil, tendo ainda muito a ser trilhada. Ao mesmo tempo, a estrutura legislativa brasileira torna o investimento pouco atrativo aos investidores amadores – foco principal das plataformas de *equity crowdfunding*.

A edição da Instrução CVM 588/2017 também não ocorreu em época exatamente propícia aos investimentos. Saindo de uma longa recessão econômica, seria muito exigente esperar uma explosão do instituto do *equity crowdfunding* sem que haja, primeiramente, uma estabilização da situação econômica brasileira.

Fato é que, conforme abordado, a possibilidade de *insider trading* em operações de *equity crowdfunding* existe, mas ainda não se pode subjugá-la a norma do art. 27-D da Lei 6.385/1976. Isso

só ocorrerá quando o volume de investimentos dentro das plataformas virtuais for expandido e multiplicado, tornando-se elemento relevante no mercado de capitais brasileiro.

Até lá apenas se pode teorizar sobre a legislação existente, demonstrando que o arcabouço teórico para a proteção dos investidores, e especialmente da confiabilidade do mercado, o bem jurídico tutelado pelo art. 27-D da Lei 6.385/1976, encontra-se pronto para ser utilizado pelos tribunais pátrios.

Referências

ALONSO, Leonardo. **Crimes Contra o Mercado de Capitais**. 163 f. Dissertação (Mestrado) – Departamento de Direito Penal, Medicina Forense e Criminologia da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2009.

BARBEDO, Claudio Henrique *et al.* Probabilidade de Informação Privilegiada no Mercado de Ações, Liquidez Intra-Diária e Níveis de Governança Corporativa. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 63, n. 1, p. 49-60, jan./mar. 2009.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 588 de 13 de julho de 2017**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst588.html>. Acesso em: 7 dez. 2018.

BRASIL. Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários**. Brasília: dez./1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm. Acesso em: 4 jan. 2019.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n.º 1569171/SP**, Relator: Ministro Gurgel de Faria. Brasília, 25 de fevereiro de 2016, Diário de Justiça Eletrônico. Disponível em: https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ATC&sequencial=55461605&num_registro=201401067916&data=20160225&tipo=5&formato=PDF. Acessado em: 15 jun. 2020.

CASTELLAR, João Carlos. **Insider trading e os novos crimes corporativos: uso indevido de informação privilegiada, manipulação de mercado e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função**. São Paulo: Lumen Juris, 2008.

COSTA, José Faria da; RAMOS, Maria Elisabete. **O crime de informação privilegiada (insider trading): a informação enquanto problema jurídico-penal**. Coimbra: Coimbra Editora, 2006.

EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de Capitais Regime Jurídico**, 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

EQUITY. In: **Cambridge Dictionary**. Cambridge: Cambridge Dictionary Press, 2018. Disponível em: <https://dictionary.cambridge.org/pt/dicionario/ingles/equity>. Acesso em: 7 dez. 2018.

GIRÃO, Luiz Felipe de Araújo Pontes *et al.* Avaliação de empresas e probabilidade de negociação com informação privilegiada no mercado brasileiro de capitais. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 49, n. 3, p. 462-475, jul./ago./set. 2014.

MARTINS, Norberto Montani; SILVA, Pedro Miguel Bento Pereira da. Funcionalidade dos sistemas financeiros e o financiamento a pequenas e médias empresas: o caso do crowdfunding. **Revista Economia Ensaios**, Uberlândia, v. 29, dez. 2014.

MARTINS, Orleans Silva *et al.* Negociação com informação privilegiada e retorno das ações na BM&FBOVESPA. **Revista de Administração de Empresas FGV-EAESP**, São Paulo, v. 53, n. 4, p. 350-362, jul./ago. 2013.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider Trading no Direito Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2017.

NEVES, Heidi Rosa Florêncio. **Direito administrativo sancionador e o crime de insider trading**. 175 f. Dissertação (Mestrado) – Departamento de Direito Penal, Medicina Forense e Criminologia da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2013.

PACELLI, Eugênio; CALLEGARI, André. **Manual de Direito Penal: Parte Geral**, 2ª ed. rev. e atual. São Paulo: Atlas, 2016.

PARENTE, Norma Jonssen. **Aspectos Jurídicos do “insider trading”**. Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, jun. 1978. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf. Acesso em: 7 dez. 2018.

SANCTIS, Fausto Martin de. **Delinquência Econômica e Financeira**, Rio de Janeiro: Forense, 2015.

SIQUEIRA, Érica Souza; DINIZ, Eduardo Henrique. Equity Crowdfunding no Brasil: Características dessa Modalidade de Investimentos, Novos Aspectos Regulatórios e o Perfil do Investidor. *In: Seminários de Administração*, XX, 2017, São Paulo, **Anais eletrônicos...** Disponível em: <http://login.semead.com.br/2osemead/arquivos/2237.pdf>. Acesso em 15 jun. 2020.