FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS

ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

MARIA CAROLINA AKEL AYOUB

***Tipping*:**

contornos da responsabilidade penal do Diretor de Relações com Investidores

Projeto de pesquisa apresentado como requisito para aprovação no Mestrado Profissional em Direito Penal econômico da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas.

SÃO PAULO

2024

1. Identificação e apresentação dos problemas da pesquisa individual

O regime informacional é uma das balizas para que o mercado financeiro seja confiável e eficaz. Nesta perspectiva, há destaque para a atuação do DRI – Diretor de Relações com Investidores, que, como centro de imputação elencado pela legislação, é o canal de comunicação da companhia com o mercado e reguladores.

O exercício regular da função do DRI envolve, portanto, diálogos constantes com investidores, reguladores e demais atores do mercado financeiro. Esses diálogos ocorrem de forma coletiva ou mesmo em reuniões "one on one", oportunidade em que o mercado poderá entender melhor os negócios da companhia e se posicionar de acordo com esse entendimento. Em tais reuniões são esmiuçadas e explicadas de forma mais profunda informações públicas e de conhecimento geral, sendo vedado o repasse de informações privilegiadas.

Fato é que a prática de *tipping* já recebe há muito tempo tratamento jurídico no direito norte-americano. Todavia, no Brasil é algo novo, que apenas tinha relevância penal caso praticado o *insider trading*. Isso mudou. O legislador preferiu antecipar o momento de lesão ao bem jurídico tutelado para trazer maior segurança ao mercado de capitais e passou a prever o *tipping*, que consiste no *repasse* de informação sigilosa relativa a fato relevante de companhia aberta por quem tinha dever fiduciário. Dispõe a Lei nº 6.385/76:

> 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: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)
>
> Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
>
> **§ 1º Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor**. (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)
>
> § 2º A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no **caput** deste artigo valendo-se de informação

> relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo. (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)

Verifica-se, então, atrito entre as funções do DRI e o crime de *tipping*, pois uma informação mal interpretada ou um comentário não bem colocado podem ensejar a impressão da prática criminosa, o que não se revela o mais adequado para fins de tipificação penal.

Primeiro porque o direito penal como *ultima ratio* não deve abarcar situações de falhas não intencionais. Segundo, porque a aplicação rígida e irrestrita da legislação penal sem considerar as peculiaridades e dinâmicas das atividades do DRI pode inviabilizar a atividade, restringir o canal condutor fluído de informações e afastar bons profissionais.

Nesse contexto, mister se faz diferenciar as funções exercidas pelo DRI com o crime de *tipping* a fim de definir de forma segura os critérios de aplicação da norma penal.

Poder-se-ia afirmar que basta o DRI não repassar a terceiros informações privilegiadas e sigilosas. Mas o óbvio não é tão simples assim. A definição do que seria uma informação privilegiada e relevante encontra diversos percalços. Ainda, a definição de quando uma informação deixa de ser sigilosa também. De que forma deve o DRI atuar? Como trazer segurança para conceitos tão abstratos e indeterminados que podem culminar com um processo criminal? Neste ponto está a relevância da matéria.

A pesquisa busca contextualizar a atividade do DRI frente ao crime de *tipping*, visando tornar claro o âmbito de incidência da norma penal. A pergunta condutora que se coloca é: **quando a conduta do DRI pode configurar o crime de *tipping*?**

2. Manifestação do problema na jurisprudência nacional (e estrangeria, se o caso)

Como dito, o crime de *tipping* é tipo penal novo no Brasil. Assim, a jurisprudência nacional ainda está em desenvolvimento, notadamente diante da possibilidade de acordo de não persecução penal, que esvazia a cognição exauriente. Os casos existentes na jurisprudência nacional refletem em sua maioria a questão da competência para processo e julgamento, bem como a

análise do crime de *insider trading*. O primeiro julgado que tratou, ainda que forma indireta, do *tipping* foi a apelação criminal nº 5067096-18.2012.4.04.7100 julgada pelo Tribunal Regional Federal da 4ª Região em 18/12/2019.

Entende-se que para aprofundamento da presente pesquisa que as decisões proferidas nos Estados Unidos podem contribuir para o estudo do tema, justamente pela diferença entre *insider trading* e *tipping* ser mais antiga. Ainda, em âmbito nacional, serão analisadas as decisões da CVM, que refletem de forma mais célere as inovações legislativas, ainda que sob a perspectiva administrativa. Destacam-se os Processos Administrativos Sancionadores CVM nº 19957.001830/2021-16 e o nº 19957.003980/2023-26.

3. Concepções dogmáticas para a abordagem dos problemas

Para abordar os desafios jurídicos para responder à pergunta colocada, importante será análise dos princípios e conceitos basilares de Direito Penal visando conferir maior segurança no alcance da norma penal.

Após, firmadas premissas, serão analisadas decisões sobre o tema em sede administrativa e judicial. Acredita-se, ainda, que decisões proferidas no Estados Unidos também podem contribuir para a análise.

4. Soluções propostas e zonas cinzentas

Entende-se que a jurisprudência norte americana deve ser inspiração para o desenvolvimento do instituto no Brasil, mas que não é possível simplesmente transplantar os conceitos e conclusões norte-americanos, principalmente pela diferença de fundamento que justifica a proibição do *insider tranding* e a diferença de sistema entre o *common law* e o *civil law*. Enquanto nos Estados Unidos a proibição do *insider trading* e do *tipping* ocorre sob a concepção de violação de dever fiduciário, no Brasil a vedação a tais práticas decorre do princípio da simetria informacional. Além disso, enquanto o legislador norte-americano optou não definir o que é *insider trading* visando não limitar a incidência da norma incriminadora, no Brasil a abstração e generalidade do tema podem culminar com inconstitucionalidade, diante da incompatibilidade com o princípio da legalidade.

Para responder à pergunta condutora colocada, entende-se necessário primeiro olhar a lei nº 6.385/76. Como era o crime de *insider trading* e como a legislação passou a prever o tipo do *tipping.* Pode-se falar em autonomia normativa? O que levou o legislador à realizar a mudança? São indagações que passam pela análise do tramite legislativo da matéria. Entende-se que tais elementos podem fornecer critérios norteadores para interpretação da norma colocada.

Na sequência, será realizada análise de cada elementar do tipo penal, visando conferir maior segurança e definição aos conceitos colocados.

Obtida essa conclusão, parte-se para tema complexo: como o *tipping* se relaciona com as disposições penais do concurso de crimes e o concurso de agentes (*tipping chain*).

Assim, o objetivo do trabalho é analisar de forma crítica e analítica a estrutura do tipo penal previsto no art. 27-D, § 1º, da Lei nº 6.385/76 a fim de apurar limites para a responsabilidade penal sob a perspectiva da atuação do DRI. Ainda, destacam-se as seguintes indagações:

- Conceito de *insider tranding*: ambiente para o legislativo, judiciário ou doutrina?
- A ideia de benefício pessoal é exigida no direito brasileiro? Se sim, qual o fundamento, conceito e limites?
- Se trata de crime próprio? De mão própria?
- Se trata de crime de perigo abstrato ou de lesão?
- O tipo penal em questão admite coautoria e participação?
- É possível autoria mediata?
- É possível a insignificância?
- Quem pode ter acesso à informação?
- Qual o limite de atuação do DRI? É possível falar em exercício regular de direito?
- Haveria concurso de crimes quando o *tipper* também opera no mercado de capitais?
- A informação repassada deve ser precisa, objetiva e idônea para gerar responsabilidade penal? Como definir isso?
- Na *tipping chain*, o que ocorre em termos de responsabilidade penal quando há dissolução da informação, isto é, quando o *tippee* se torna *tipper*?
- Deve o recebedor da informação, ainda que remoto, saber que houve violação de dever fiduciário para responsabilidade penal?
- É possível concurso de agentes no *insider tipping*?

- Se o acesso à informação ocorreu por ataque virtual (*cyber insider trading*) ou oculta quais crimes podem incidir?

Tudo isso visa responder: quando o DRI se torna *tipper*?

Como visto, diversas questões importantes são levantadas para definir os contornos e limites da responsabilidade penal. Questões essas que se tornam mais complexas em contextos em que há a atuação, até então, regular do DRI.

Observa-se que as decisões da CVM sobre o tema serão abordadas ao longo do trabalho.

5. Proposta preliminar de roteiro para a abordagem do problema (sumário)

1. Introdução

2. O art. 27-D da Lei nº 6.385/1976
   2.1. Competência
   2.2. Bem jurídico tutelado
   2.3. Princípio da insignificância
   2.4. Conceito de informação relevante e não divulgada
      2.4.1. Teste da Relevância
      2.4.2. Dever de divulgação
   2.5. Conceito de informação sigilosa e de fato relevante
   2.6. Valor Mobiliário: *Howey Test*
   2.7. *Insider* primário e secundário
      - considerações gerais sobre o caput – Insider trading

   2.8. *Tipping - § 1º*
      2.8.1. Núcleo do tipo
      2.8.2. O dever de fiduciário
         2.8.2.1. As pessoas com dever fiduciário: emissor e fonte da informação
      2.8.3. Sujeitos ativo (art. 155, §2º, Lei SA – *leakage*) e passivo
      2.8.4. Autonomia típica
      2.8.5. Elemento subjetivo (ausência de dolo específico)
      2.8.6. Classificação jurídica

   2.9. *Tipping chain*: o desafio do concurso de agentes
      2.9.1. Principais teorias sobre concurso de agentes

2.9.2. Concurso de agentes nos crimes próprios
2.9.3. Adequação típica no *tipping chain*

3. Conclusão
4. Bibliografia

6. Bibliografia Preliminar

Cavali, Marcelo Costenaro. **Insider trading – Repressão Administrativa e Penal do Uso de Indevido de Informação Privilegiada**. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

Mussnich, Francisco Antunes M. **O insider trading no direito brasileiro** - DIG. Disponível em: Minha Biblioteca, Grupo GEN, 2017.

Two Individuals Plead Guilty To Participating In Insider Trading Scheme Based On SPAC Merger With Trump Media & Technology Group. United States Attorney's Office – Southern District of New York. 2024. Disponível em: <https://www.justice.gov/usao-sdny/pr/two-individuals-plead-guilty-participating-insider-trading-scheme-based-spac-merger >. Acesso em 09 de agosto de 2024.

Insider Trading. Investor.gov - US Securities and Exchange Commission. Disponível em: < https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/insider-trading >. Acesso em 04 de agosto de 2024.

Insider Trading Laws Haven't Kept Up With the Crooks. U.S. Securities and Exchange Commission. Disponível em: <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/jackson-insider-trading-laws-havent-kept-crooks>. Acesso em 04 de agosto de 2024.

The Bharara Task Force on Insider Trading. Disponível em: <https://static1.squarespace.com/static/5e1f2462d354fa5f5bac2699/t/5e2a1e9d12e

0c33aefc41303/1579818654541/Report+of+the+Bharara+Task+Force+on+Insider+Trading.pdf>. Acesso em 04 de agosto de 2024.

Del Pino, Ana María Prieto. **El Derecho Penal ante El Uso de Informacion Privilegiada em el Mercado de Valores**. Cizur Menor: Aranzadi, 2004.

Insider trading: dados e reflexões/ Viviane Muller Prado (coord.) ; Ary Oswaldo Mattos Filho. São Paulo : FGV Direito Rio, 2010.

José Marcelo Martins Proença. **Insider trading : regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais**. São Paulo : Quartier Latin do Brasil, 2005.

BITENCOURT, Cezar Roberto. **Crimes contra o sistema financeiro nacional & contra o mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010. 387 p. ISBN 9788537507476 (broch.).

HERNÁNDEZ SAINZ, Esther. **El abuso de información privilegiada en los mercados de valores.** Cizur Menor, Espanha: T. Civitas, 2007. 889 p. ISBN 9788447027194 (enc.).

PRADO, Viviane Muller et al. **Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil.** 2. ed. Belo Horizonte: Arraes: FGV Direito SP, 2020. xiv, 78, il. Inclui bibliografia. ISBN 9786586138849.

PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora Matilde; VILELA, Renato. **Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil.** São Paulo: FGV Direito SP, 2016. 102 p. (coleção acadêmica livre. Série pesquisa). ISBN 9788564678293. Disponível em: https://sb.fgv.br/catalogo/index.asp?codigo_sophia=126822. Acesso em: 28 nov. 2024.

INSIDER trading: dados e reflexões. São Paulo: FGV Direito SP, 2010. 62 p. (Cadernos Direito GV. Seminário, 38). Inclui bibliografia. ISBN (Broch.). Disponível em: http://www.direitogv.com.br/interna.aspx?PagId=HTKCNKWI&IDCategory=4&IDSubCategory=232. Acesso em: 28 nov. 2024.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2005. 352 p., il. Inclui bibliografia. ISBN 857674015x (broch.).

COSTA, José de Faria. **O crime de abuso de informação privilegiada: (insider trading) : a informação enquanto problema jurídico-penal**. Coimbra, Portugal: Coimbra, 2006. 118 p. Inclui bibliografia. ISBN 9789723214086 (broch.).

Colombo, Ronald J. **Tipping the scales against insider trading: adopting a presumption of personal benefit to clarify dirks**. Disponível em: https://heinonline-org.sbproxy.fgv.br/HOL/Page?handle=hein.journals/hoflr45&id=127&collection=journals&index

NAGY, D. M. Beyond Dirks: Gratuitous **Tipping and Insider Trading**. Journal of Corporation Law, [s. l.], v. 42, n. 1, p. 1–58, 2016. Disponível em: https://research-ebsco-com.sbproxy.fgv.br/linkprocessor/plink?id=595cc2d2-2910-3f51-9669-a6fdfd96e595. Acesso em: 28 nov. 2024.

VERSTEIN, A. **Insider Tainting: Strategic Tipping of Material Nonpublic Information**. Northwestern University Law Review, [s. l.], v. 112, n. 4, p. 725–787, 2018. Disponível em: https://research-ebsco-com.sbproxy.fgv.br/linkprocessor/plink?id=ba05c1ec-d7bf-3e7c-974a-29bb120588e1. Acesso em: 28 nov. 2024.

IRVINE, P.; LIPSON, M.; PUCKETT, A**. Tipping.** Review of Financial Studies, [s. l.], v. 20, n. 3, p. 741–768, 2007. DOI 10.1093/rfs/hhl027. Disponível em:

https://research-ebsco-com.sbproxy.fgv.br/linkprocessor/plink?id=e132224b-e331-3e1f-83f6-6fc432544e7f. Acesso em: 28 nov. 2024.

RUNDFELT, R. **Insider Trading: Regulation in Europe. Journal of Accounting, Auditing & Finance,** [s. l.], v. 1, n. 2, p. 125–130, 1986. DOI 10.1177/0148558X8600100205. Disponível em: https://research-ebsco-com.sbproxy.fgv.br/linkprocessor/plink?id=9a34e239-27c7-35c9-993f-d7ad4ee7d95e. Acesso em: 28 nov. 2024.

JOHNSON, D. L.; GREFFENIUS, R. **Insider Trading by Friends and Family: When the SEC Alleges Tipping**. Business Law Today, [s. l.], v. 2011, n. 8, p. 1–4, 2011. Disponível em: https://research-ebsco-com.sbproxy.fgv.br/linkprocessor/plink?id=7ea6ce46-093e-36a8-a2ab-cc6e405d885d. Acesso em: 28 nov. 2024.