

A classificação penal e administrativa da prática de *front running* e o dano ao mercado de capitais

Luís Henrique Lins¹  0000-0002-1670-0277

Centro Universitário da Cidade Verde – Maringá – Paraná - Brasil

Resumo: O propósito deste artigo é esclarecer as práticas de mercado não equitativas e crimes contra o mercado de capitais, especialmente a prática de *front running*, além de destacar casos em que indivíduos agiram ilegalmente e indicar os prejuízos que ela tem causado ao mercado. Explica-se também quais são as possíveis sanções penais e administrativas aplicadas à prática de *front running* presentes na lei brasileira, e se o uso de HFT é considerada uma prática desse tipo. A conclusão é que o *front running* afeta o bom funcionamento do mercado de capitais devido ao dano à liquidez dos ativos e ao princípio da paridade de informação através do uso inapropriado de informação privilegiada. Além disso, apela-se ao endurecimento das penas privadas de liberdade por crimes contra o mercado de capitais, por ter maior força coercitiva que as multas.

Palavras-chave: Mercado de capitais, direito penal, crimes financeiros, *front running*, informação privilegiada.

¹ Acadêmico de Direito pela Faculdade de Tecnologia e Ciências e acadêmico de Economia pelo Centro Universitário Cidade Verde. Especialista em Investimentos, certificado pela Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais. Além disso, possui colunas de Economia e Mercado Financeiro publicadas nos sites Panóptico de Marfim e Consultor Jurídico. E-mail: luishlinsn@gmail.com.

La clasificación penal y administrativa de la práctica de *front running* y el daño al mercado de valores

Resumen: El propósito de este artículo es esclarecer prácticas de mercado no equitativas y delitos contra el mercado de valores, especialmente la práctica de *front running*, además de señalar casos en los que individuos actuaron ilegalmente e indicar los perjuicios esta práctica ha ocasionado al mercado. También explica cuáles son las posibles sanciones penales y administrativas aplicadas a la práctica de *front running* presentes en la ley brasileña y si el uso de HTF se considera una forma de *front running*. Se concluye que esa práctica afecta el buen funcionamiento del mercado de valores debido al daño a la liquidez de los activos y al principio de paridad de información por el uso inadecuado de información privilegiada. Además, se apela al endurecimiento de las penas privativas de libertad por delitos contra el mercado de valores, por tener mayor fuerza coercitiva que las multas.

Palabras clave: Mercado de valores, Derecho penal, delitos financieros, *front running*, información privilegiada.

The criminal and administrative type of *front running* practice and damage to the securities market

Abstract: The purpose of this article is to clarify non-equitable market practices and crimes against the securities market, especially the practice of *front running*, in addition to point cases in which individuals acted illegally and indicate the damages to the market that this practice has caused. It also explains the possible criminal and administrative sanctions applied to the practice of *front running* presently in Brazilian law and whether using HTFs is considered a way of *front running*. The conclusion is that the practice of *front running* affects the proper functioning of the securities market. It damages the liquidity of assets and the parity of information principle through the inappropriate use of inside information. In addition, there is an appeal for hardening custodial sentences on crimes against the securities market, as it has greater coercive power than regular fines.

Keywords: Securities market, Criminal law, financial crimes, *front running*, inside information.

Introdução

Assim como na esfera civil da vida em sociedade, o mercado financeiro, infelizmente, também é constituído de costumes que resultam em danos ao seu funcionamento. Em determinadas ocasiões, faz-se possível observar a prática de delitos contra o mercado de valores mobiliários, devido à ganância e inobservância da legislação por parte de uma minoria de seus afiliados. A corrupção, tão ampla e justamente denunciada na esfera política da sociedade brasileira, também se faz presente no sistema financeiro nacional e seus danos podem ser considerados como equiparáveis.

Parafraseando Pina (2012), em relação a tais atividades:

A prática de ilícitos contra o mercado de capitais é uma realidade criminal recente, inserida no que se convencionou designar por criminalidade econômico-financeira e interligada com a ideia do 'crime de colarinho branco' introduzida na primeira metade do século XX. (PINA, 2012, p. 1)

Representando o poder coercitivo estatal de repressão à criminalidade, os órgãos reguladores procuram coibir atividades ilícitas como o *insider trading*, o *pump-and-dump* e o *front running*, objeto de estudo do presente artigo, aplicando penalidades àqueles que avançarem contra o funcionamento do mercado de valores mobiliários. Em especial, a Comissão de Valores Mobiliários atua, primariamente, mediante a fiscalização de companhias de mercado aberto, enquanto o Banco Central do Brasil atua mediante a fiscalização de instituições financeiras atuantes no país. A CVM e o BCB possuem competência jurídica para interferir nas atividades das instituições no momento em que constatarem atividades impertinentes às boas práticas de mercado.

Faz-se cognoscível, portanto, de que o mercado de valores mobiliários brasileiro, em outras palavras, é superintendido pelo ordenamento jurídico nacional, o qual os órgãos reguladores buscam executar, a fim de inibir práticas que aviltem os princípios de seu bom funcionamento. Assim como o Código de Direito Penal busca punir aqueles que avançam contra o bom comportamento de um indivíduo em sociedade, a legislação referente aos crimes contra o mercado de valores mobiliários busca punir os agentes de mercado que acabem por obstruir a igualdade de condições entre os partícipes e operadores do mercado de valores mobiliários. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2017, p. 243)

Entende-se por práticas de obstrução à igualdade de condições entre os partícipes determinados comportamentos que visam obter vantagem indevida sobre outrem no âmbito do mercado de valores mobiliários. Tais condutas podem ser realizadas de inúmeras formas, entretanto se fazem presentes, principalmente, mediante o uso de informações não divulgadas ao público (informações privilegiadas) ou manipulação de preços no mercado à vista. Conforme se faz possível testemunhar nos artigos 27-C e 27-D da Lei 6.385/1976 (BRASIL, 1976), o direito brasileiro prevê o cerceamento de liberdade e o pagamento de multa a quem efetuar, respectivamente, manipulação de mercado ou usar indevidamente informações privilegiadas. Mediante a punição dos agentes que criam movimentos artificiais no mercado, a legislação visa

evitar uma possível leitura equivocada que outros partícipes possam ter após a intervenção no processo de formação dos preços, haja vista que tal processo fora alterado por um terceiro de má-fé. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2017, p. 244)

Destarte, faz-se mister evidenciar que as condutas ilegais supracitadas se fazem possíveis mediante a manipulação da informação, seja falsificando-a ou omitindo-a. Conforme leciona PINA (2012, p. 7):

A informação pode caracterizar-se como falsa se existir uma divergência entre o conteúdo da comunicação e a realidade a que esta se refere, como incompleta se essa realidade não se encontrar totalmente descrita nos seus elementos contextualmente relevantes, como exagerada quando se refere na comunicação uma dimensão qualitativa anormal segundo o contexto onde esta se insere. A comunicação é tendenciosa quando, a favor de um sujeito ou em prejuízo de terceiro, salienta um aspecto da realidade em detrimento de outro. (PINA, 2012, p. 7)

À vista disto, entra em voga a intervenção estatal mediante aplicação do Direito Penal Econômico, tendo por objetivo coibir, mediante a coação exalada pela legislação, a prática das condutas que acabem por danificar a estrutura de paridade de condições entre os participantes do mercado de valores mobiliários. Parafraseando LIMA (2021, p. 82):

Sob esse viés, [...] não seria razoável que atos atentatórios nessa seara não fossem passíveis de reprovação, fora do alcance das normas jurídico-penais, razão pela qual se justifica a classificação do Direito Penal Econômico como ramo do Direito Penal voltado para uma categoria de crimes que ocorrem nas relações comerciais ou na atividade empresarial, praticados tanto por administradores, como por diretores ou sócios, envolvendo, em regra, fraude ou abuso da relação de confiança. Com efeito, os crimes econômicos, sejam eles contra a ordem econômica, contra o sistema financeiro ou contra a ordem tributária, possuem uma característica primordial: caráter supra individual do bem jurídico atingido. (LIMA, 2021, p. 82)

1. As principais práticas não-equitativas e os crimes contra o mercado de valores mobiliários

Afirma-se que o conceito de prática não-equitativa pode ser resumido no comportamento de um agente de mercado que carrega uma díspar assimetria de informações em relação aos demais agentes, *i.e.*, todo aquele indivíduo relacionado ao mercado de valores mobiliários que age, seja diretamente ou indiretamente, com base em uma disparidade de informação em relação aos demais participantes do mercado. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2017, p. 255)

Como citado no tópico introdutório, sucedem-se diversos espécimes de práticas não-equitativas de mercado. Em um cenário onde a relação entre intermediários (sociedades corretoras e/ou distribuidoras) e os clientes (investidores) é estrita e direta, onde o segundo, ao negociar no mercado de valores, traz consigo uma grande quantidade de informação – em especial, os investidores institucionais – para o primeiro, que tem por dever não agir com base

nessa informação, a prática de ações respaldadas em informações não divulgadas ao mercado acaba por ocorrer inúmeras vezes. Sobre as práticas não-equitativas, em sua Instrução nº 8/79, item II, alínea “d”, a Comissão de Valores Mobiliários define:

II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como:

d) prática não eqüitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialidade, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação. (BRASIL, 1979)

Além dos delitos de uso de informação privilegiada, a manipulação de preços de mercado também pode ser considerada recorrente no dia-a-dia do mercado de valores mobiliários. Esta prática prevê a adulteração de elementos mercadológicos com o propósito de alterar os preços do mercado a vista e obter lucro indevido em cima de tal adulteração. Em geral, tais práticas envolvem a persuasão dos praticantes para com os investidores com a finalidade de induzi-los a realizar qualquer tipo de negociação a mercado, seja a compra ou a venda de um determinado ativo, onde o adulterador obtém seu lucro indébito mediante a antecipação dos movimentos causados pela recomendação feita pelo mesmo. Sobre tal conduta, a CVM leciona:

II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como:

d) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda. (BRASIL, 1979)

O órgão regulador ainda leciona, também, sobre “operações fraudulentas”, como pode-se testemunhar a seguir:

II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como:

c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros. (BRASIL, 1979)

Conforme fora mencionado na introdução do presente artigo, os crimes de *front running*, *insider trading* e *pump-and-dump* são os delitos mais conhecidos no meio do mercado de valores mobiliários. Os dois primeiros se tratam de práticas não-equitativas, ou seja, ação tomada a partir do uso de uma informação privilegiada, e o terceiro se trata de um delito de manipulação mercadológica, ou seja, ação tomada a fim de adulterar preços de ativos do mercado de valores mobiliários.

O *insider trading* é definido como “a utilização indevida de informação privilegiada sobre determinada companhia para negociar com valores mobiliários por ela emitidos, em situação de manifesta vantagem em relação aos demais investidores” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2017, p. 262). A informação privilegiada é toda e qualquer informação que não

seja de conhecimento público, revelando a assimetria de informações presente entre o *insider* e restante do mercado. Tal afirmativa é anuída por Bolson e Krieger, que lecionam:

Segundo a doutrina, informação relevante é toda aquela capaz de “influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado”, gerando “apetência pela compra ou venda de ativos”, de modo a “influenciar a evolução da cotação”. [...] é considerado crime de informação privilegiada, consistindo em dois atos, estes proibidos. Em primeiro momento, o ato delituoso é realizar negociações de certa informação não pública capaz de modelar o mercado mobiliário; e a segunda, chamada de *tipping*, é revelar essa informação para terceiros. (BOLSON; KRIEGER, 2018, p. 273)

O *insider* é passível de punição pelo art. 27-D da Lei 6.385/1976, que, referindo-se aos crimes cometidos contra o mercado de capitais, determina:

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:

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.

§ 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.

§ 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. (BRASIL, 1976)

O *pump-and-dump*, já explicitado anteriormente como uma prática de manipulação de mercado, pode ser definido na conduta em que um investidor (ou grupo de investidores), intencionalmente, eleva a demanda por um determinado ativo com valoração baixa – mediante a persuasão de outros investidores, por exemplo – lançando-o numa trajetória de alta de grau elevado, tendo montado posição anteriormente à ação motivacional de elevação dos preços e com a intenção de liquidá-las antes que o mercado regresse aos padrões de preços comuns. (XU; LIVSHITS, 2019, p. 1610)

De forma brilhante, Kamps e Kleinberg doutrinam:

A pump-and-dump scheme is a type of fraud in which the offenders accumulate a commodity over a period, then artificially inflate the price through means of spreading misinformation (pumping), before selling of what they bought to unsuspecting buyers at the higher price (dumping). Since the price was inflated artificially, the price usually drops, leaving buyers who bought on the strength of the false information at a loss. (KAMPS; KLEIBERG, 2018, p. 2)¹

¹“Um esquema de *pump-and-dump* é um tipo de fraude onde os ofensores acumulam um ativo ao longo de um período e inflam artificialmente seu preço através da disseminação de falsas informações (*pumping*), antes de venderem o que compraram para compradores desavisados em um preço maior (*dumping*). Como o preço fora inflado artificialmente, ele geralmente cai, deixando no prejuízo os compradores que compraram com base nas informações falsas”.

A Lei 6.385/1976 legisla sobre punições ao *pump-and-dumper* em seu art. 27-C:

Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (BRASIL, 1976)

No tocante ao delito de *front running*, objeto principal do presente artigo, já mencionado anteriormente como uma prática não-equitativa do mercado de valores mobiliários, defini-lo-emos como a conduta de um indivíduo que, munido de informação privilegiada, antecipa-se em executar posição no mercado à vista a fim de obter lucro quando a curva de demanda daquele ativo, adquirido pelo *front runner*, inclina-se vertiginosamente em seu favor, desprovido de risco de perda. Em outras palavras, pode-se afirmar que o *front runner*, como já expresso no significado da palavra da língua inglesa, “corre na frente” e se beneficia dos movimentos de mercado causados pelo indivíduo (ou instituição) cuja informação privilegiada pertence. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2017, p. 256)

A fim de exemplificar a conduta, Sannikov e Skrzypacz lecionam:

If new players enter the market, they take away market power from the large player. Specifically, any entrant would want to make profit from the momentum generated by the sales of the large player, by selling short early when the price is high and buying back later when the price is low. This is what we define as front running. (SANNIKOV; SKRZYPACZ, 2016, p. 20) ²

Em complemento aos autores supracitados, Cunha, brilhantemente, elucida:

Ocorre, igualmente, o front-running quando o intermediário tem conhecimento de uma ordem e opera essa mesma ordem, ganhando um diferencial entre a sua operação e a do cliente. O fato de mais tarde, os preços caírem ou subirem é irrelevante, pois o que caracteriza a prática é um conjunto de operações em um determinado espaço de tempo, durante o qual o cliente é lesado constantemente, à medida que o infrator se beneficia. (CUNHA, 2009, p. 43)

2. As sanções penais e administrativas atribuídas à prática de *front running*

Tratando-se de um ato de afronta à legislação financeiro-penal, a prática de *front running* não se encontrará distante das fortes mãos do Estado. A Comissão de Valores Mobiliários, órgão regulador do mercado financeiro e de capitais, é a instituição responsável pela instauração

² “Se novos negociadores entram no mercado, eles retiram poder de mercado dos grandes negociadores. Especificamente, qualquer participante iria querer lucrar com o *momentum* gerado pelas vendas do grande negociador, vendendo a descoberto anteriormente, quando o preço está alto, e comprando de volta depois quando o preço está baixo. Isso é o que definimos como *front running*”.

de procedimento a fim de julgar tal ilícito. Quanto às competências relativas à Comissão de Valores Mobiliários, Cunha (2009, p. 24) esclarece:

Nos termos do artigo 8º da Lei nº 6.385/76, cabe à CVM regulamentar a emissão, distribuição, negociação e intermediação de valores mobiliários e administração de carteiras, a custódia de valores mobiliários, auditoria das companhias abertas e os serviços de consultor e analista de valores mobiliários, sendo também responsável pela organização e funcionamento das operações das bolsas de valores e de mercadorias e futuros. São, portanto, submetidos à autoridade da CVM companhias abertas, empresas de auditoria, corretoras de valores mobiliários, agentes autônomos de investimento, fundos de investimento, administradores de carteira, enfim, todas as entidades que exercem atividades envolvendo valores mobiliários. Entre as responsabilidades da CVM inclui-se a de definir os tipos de instituições que poderão atuar no mercado mobiliário, assim como as espécies de atividades que podem ser exercidas. É, igualmente, de sua responsabilidade expedir normas relativas a informações mínimas e à periodicidade e apresentação dessas informações por pessoas que tenham acesso a informações privilegiadas. (CUNHA, 2009, p. 24)

As sanções penais cabíveis à prática de *front running* podem ser consideradas as mesmas aplicadas à prática de *insider trading*, com diferenças mínimas em relação ao caso concreto. Em geral, faz-se possível observar que, em sua grande maioria, os casos de *front running* se atribuem a agentes de mercado que trabalham em sociedades corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários, onde atuam como intermediários entre a bolsa de valores e seus clientes. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2017, p. 256)

Em consonância ao disposto pelo autor supracitado, a Comissão de Valores Mobiliários (2017, p. 283) estabelece:

A própria redação do tipo penal aqui tratado, além de estar em estrita consonância com o princípio do *full and fair disclosure*, alicerce fundamental do mercado de capitais, é bastante esclarecedora, exigindo apenas que a informação relevante seja capaz de propiciar a vantagem indevida. A lei busca, portanto, punir aquele que, tendo acesso, em razão do ofício, a informação relevante e privilegiada, dela se utiliza e realiza operações no mercado de capitais em flagrante desequilíbrio em relação aos demais participantes. Cuida-se, pois, de evitar o potencial desequilíbrio por meio do uso de informações relevantes e privilegiadas. Em suma, para a configuração do delito, basta a utilização da informação privilegiada e relevante, independentemente de benefício eventualmente auferido. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2017, p. 283)

Portanto, o *front runner* pode ser punido pelo regimento do art. 27-D da Lei 6.385/76, tendo a possibilidade de ficar recluso de um a cinco anos, além do pagamento de multa de até três vezes o valor obtido como lucro na prática executada (BRASIL, 1976). Quanto ao bem jurídico tutelado pelo ordenamento, no tocante à prática de *front running*, Palavra (2018, p. 23), de forma brilhante, dispõe:

A intenção não é apenas a protecção do investidor individual ou de uma sociedade emitente. [...] Embora possam existir lesados identificáveis neste tipo de crime, a sua determinação a nível pessoal acarretaria extrema dificuldade, e tal não asseguraria o fim que a norma deseja atingir. O que se pretende com a criminalização do abuso de informação privilegiada é, não

só a protecção dos intervenientes no mercado, como a subsistência do próprio mercado. (PALAVRA, 2018, p. 23)

No que diz respeito às sanções administrativas, a Lei 6.385/76 dispõe o que compete à Comissão de Valores Mobiliários executar em casos de violações às normas estabelecidas na referida lei. Faz-se possível testemunhar, a seguir, o arcabouço jurídico estabelecido pela Lei:

Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente:

I - advertência;

II - multa;

III - (revogado);

IV - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários. (BRASIL, 1976)

Quanto ao instrumento processual, como disposto por Cunha (2009, p. 33), “o processo administrativo sancionador conduzido pela CVM segue as disposições da Lei nº 9.784/99, obedecendo-se aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, proporcionalidade, contraditório, ampla defesa, publicidade e segurança jurídica”. (CUNHA, 2009, p. 33)

Destarte, em suma, faz-se possível coligir que a Comissão de Valores Mobiliários tem a possibilidade de aplicar sanção penal e administrativa a indivíduos que atuem não-equitativamente contra o mercado financeiro e de capitais, ou de valores mobiliários, além do uso de informação privilegiada, estabelecendo entraves ao princípio de paridade de informações que rege o bom funcionamento dos mercados. A fim de exemplificar o disposto acima, traz-se o conteúdo lecionado na análise do mérito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 03/2015 (CVM, 2020), onde o acusado, um agente intermediador de mercado, usou a pessoa da avó para cometer *front running*:

2. Como detalhado no Relatório, a apuração teve início pela atuação da BSM, que concluiu pela caracterização de *front running*, ensejando o envio de ofício à SMI, que, por sua vez, propôs a instauração de inquérito administrativo, por meio do qual SPS e PFE corroboraram o entendimento da BSM, porém tendo identificado o uso da prática não equitativa por período

mais abrangente do que o originalmente detectado e um maior número de envolvidos. 3. Tem-se, neste caso, uma contraposição de versões para os fatos apurados, tendo-se, de um lado, a assertiva da Acusação de que o principal articulador do esquema de front running foi Luiz Mori, inicialmente com a utilização de recursos em conta de titularidade de sua avó, M.H.; e, de outro lado, as declarações do Acusado Rafael Spinardi e de M.C.H.M, familiar do acusado Luiz Mori, no sentido de que Rafael Spinardi – e não Luiz Mori – foi o responsável por todas as operações analisadas pela CVM, mesmo aquelas realizadas em nome de M.H”. (CVM, 2020)

Ainda neste instrumento, faz-se possível observar:

17. Consoante assentado em diversos precedentes do Colegiado, o tipo administrativo de que ora se trata pode ser decomposto em três elementos necessários à sua configuração: (i) a ocorrência de negociações com valores mobiliários; (ii) uma posição de desequilíbrio ou desigualdade para qualquer das partes, direta ou indireta, efetiva ou potencial; e (iii) que o desequilíbrio existente seja indevido, leia-se, ilegal. Destaque-se, ainda, no aspecto subjetivo, tratar-se de conduta dolosa, como se afigura quanto a todas as infrações previstas na ICVM nº 8/1979.

18. Como já mencionado, a prática não equitativa de que trata este PAS é, usualmente, denominada front running. A expressão em inglês reflete ação tomada em antecipação a outros comitentes (“correr na frente”), por alguém que, conhecendo a firme intenção de um grande investidor ou conjunto de investidores de apreçoar ordens expressivas, capazes de alterar, ainda que temporariamente, o preço de determinado ativo, antecipa-se, propositalmente, à atuação daqueles, com o objetivo de se posicionar no papel antes da revelação da ordem expressiva e, assim, lucrar com o esperado movimento do mercado.

19. Neste PAS, a Acusação reputou configurado esquema de front running consubstanciado na utilização por funcionário da Credit Suisse USA (o acusado Luiz Mori) de informações sobre ordens de clientes ainda não enviadas, capazes de influenciar no preço dos ativos transacionados. Segundo a Acusação, de posse de tais informações não disponíveis ao mercado, às quais teve acesso em razão de sua função (e, quanto aos clientes da Deutsche NY, em razão do repasse de informação por outro acusado), Luiz Mori efetuou, por meio de interpostas pessoas, operações com valores mobiliários, aproveitando-se para obter ganho indevido em tais transações. (CVM, 2020)

Ademais, o Processo Administrativo Sancionador supracitado continua:

27. De resto, houve registro de cinco transferências da conta corrente de M.H. para o acusado Bruno Guisard, ocorridas em setembro de 2012 e março de 2013, que totalizaram R\$ 36.578,00.

28. A partir desses fatos, a Acusação reuniu o que, a seu ver, constituiu um conjunto de indícios, robustos e convergentes, com vistas à comprovação do esquema de front running, e a responsabilização dos Acusados, enquanto as defesas alegaram a fragilidade do conjunto probatório indiciário e expuseram outra versão sobre os mesmos fatos. (CVM, 2020)

Em sua etapa de conclusão e dosimetria do caso apresentado, a diretora relatora Flávia Sant’Anna Perlingeiro determina:

97. Assim, com fundamento no artigo 11 da Lei nº 6.385/1976 (com redação anterior à entrada em vigor da Lei nº 13.506, de 13.11.2017), voto: I - pela condenação de: i) Luiz Gustavo Mori à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais), pelo uso de prática não equitativa, definida no Item II, “d”, da Instrução CVM nº 8/1979 e vedada pelo Item I da mesma Instrução; ii) Rafael Spinardi Marques ao pagamento de multa pecuniária no valor de R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais) pelo uso de prática não equitativa, definida no Item II, “d”, da Instrução CVM nº 8/1979 e vedada pelo Item I da mesma Instrução; e iii) Catarsis Investimentos e Participações Ltda ao pagamento de multa pecuniária no valor de R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais) pelo uso de prática não equitativa, definida no Item II, “d”, da Instrução CVM nº 8/1979 e vedada pelo Item I da mesma Instrução. (CVM, 2020)

Mediante o exposto, faz-se mister salientar a percepção de que as sociedades corretoras e distribuidoras são detentoras monopolísticas da atividade de intermediação entre a bolsa de valores e os investidores. Parafraseando Cunha (2009, p. 32), “esse monopólio tem como consequência a responsabilidade das corretoras de valores para com os seus comitentes e para com as outras sociedades com as quais hajam operado”.

Ainda sobre jurisprudência relativa à prática de *front running*, o Processo Administrativo Sancionador RJ 2017/04807 trata da manipulação de preços de mercado exercida pelo executivo de uma companhia de capital aberto do ramo de transportes e logística e sobre a prática de *front running* de um agente de mercado relacionado com a companhia. Tendo conhecimento da manipulação a ser executada, o *runner* posicionou-se previamente, como faz-se possível observar no disposto a seguir:

3. Tratam-se de operações realizadas com ações de emissão da JSL (“JSLG3”), nos dias 23, 26, 29 e 30.12.2014, pela própria Companhia, em que foi identificada a manipulação de preço do papel, bem como da realização de prática não equitativa por HAITONG BANCO em razão de negócios efetuados com o ativo no mesmo período. 4. O operador M., tendo conhecimento da intenção da Companhia e da ordem de FÁBIO CASTRO para executar os negócios de forma a conduzir e elevar o preço do ativo, informou a representante de HAITONG a respeito, que, por seu turno, entre os dias 23.12.2014 e Parecer do CTC 92 (0569252) SEI 19957.010277/2017-26 / pg. 230.12.2014, se posicionou na compra de JSLG3, antecipando-se ao movimento de alta do preço provocado pela atuação da JSL, e encerrou sua posição após a atuação da Companhia, caracterizando a adoção de prática não equitativa, denominada de *front running*. (CVM, 2018)

Após apresentação de Termo de Compromisso pela parte Ré do processo supracitado, o órgão regulador determinou:

59. Cabe lembrar que a proposta conjunta apresentada por HAITONG BANCO DE INVESTIMENTO DO BRASIL S.A. e UBIRAJARA AUGUSTO DA SILVA, respectivamente, no valor de R\$ 207.000,00 (duzentos e sete mil) e de R\$ 69.000,00 (sessenta e nove mil reais), ambos atualizados pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, a partir de dezembro de 2014 até seu efetivo pagamento, montantes a serem pagos individualmente (por meio de duas GRU’s individuais onde deverão constar, respectivamente, o CNPJ do HAITONG e o CPF de UBIRAJARA) e em parcela única, já havia sido aceita pelo Comitê em reunião realizada em 10.07.2018. 60. Por fim, o Comitê sugeriu a fixação do prazo

de 10 (dez) dias, contados da data de publicação do Termo no sítio eletrônico da CVM, para o cumprimento das obrigações pecuniárias assumidas, bem como a designação da Superintendência Administrativo-Financeira — SAD para os respectivos atestos. (CVM, 2018)

A fim de finalizar os exemplos usados no presente artigo para clarificar a conduta estabelecida como *front running* e suas sanções penais e, principalmente, administrativas, traz-se o testemunho do Processo Administrativo Sancionador nº 15/04, onde os indivíduos acusados estão relacionados em negociações de *day-trade* (onde se compra e vende ativos no mesmo dia, com o objetivo de auferir lucro no curto prazo) realizadas com base em informações não divulgadas a mercado. Destarte, o diretor-relator Marcos Barbosa Pinto determinou:

Ementa: Práticas não equitativas em negócios realizados no mercado de valores mobiliários, consistentes no uso de informações prévias sobre as operações feitas pela Fundação Petrobrás de Seguridade Social (PETROS) na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) no ano de 2002. Multas. Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por maioria de votos, vencido o diretor-relator tão somente no tocante à dosimetria das multas sugeridas, com fundamento no art. 11, § 1º, III, da Lei nº 6.385/76, decidiu aplicar aos acusados, pela realização de práticas não equitativas consistentes no uso de informações prévias sobre as operações da PETROS na BOVESPA no ano de 2002, na forma do inciso II, letra “d”, da Instrução CVM nº 08/79, as seguintes penalidades: i) Para Lúcio Henrique Ledo Gomes, que obteve lucro de R\$ 130.889,40, multa equivalente a três vezes o valor da vantagem econômica obtida, isto é, R\$ 392.668,20. ii) Para Rogério Rodriguez Almeida, que obteve lucro de R\$ 29.466,00, multa equivalente a três vezes o valor da vantagem econômica obtida, isto é, R\$ 88.398,00 e, por auxiliar o indiciado Lúcio Henrique Ledo Gomes nos day trades irregulares que este realizou, multa correspondente ao lucro obtido por este, R\$130.889,40, totalizando R\$ 219.287,40; iii) Para Guilherme Davies, que obteve lucro de R\$ 15.385,00, multa equivalente a três vezes o valor da vantagem econômica obtida, isto é, R\$ 46.155,00; iv) Para Jorge Davies, que obteve lucro de R\$ 23.580,00, multa equivalente a três vezes o valor da vantagem econômica obtida, isto é, R\$ 70.740,00; v) Para Claus Buckmann Cardoso de Mello e José Henrique Secco Peixoto, multa individual equivalente à soma do lucro auferido pelos acusados Raul Davies Mendez, Guilherme Davies e Jorge Davies, isto é, R\$ 54.360,00, por os auxiliarem nos day trades irregulares que este realizaram. (CVM, 2004)

No tocante ao delito principal que fora abordado no presente artigo, suspeita-se, no meio financeiro-jurídico, de que os algoritmos de negociação de alta frequência poderiam antecipar movimentos de negociadores humanos. Tais algoritmos de alta frequência (*high frequency trading*, ou HFT), conhecidos popularmente como “robôs de negociação”, são linhas de códigos programadas para realizarem operações de compra e venda de ativos em grande quantidade num curto período de tempo. Por executarem análises de mercado muito mais rapidamente que um operador humano (não-HFT), os algoritmos, teoricamente, poderiam antecipar a execução de ordens no mercado à vista, tomando por base uma informação não-pública que poderia alterar o preço de determinado ativo de forma desmedida. (PALAVRA, 2018, p. 63)

Decerto, pode-se declarar que o debate sobre o possível *front running* de HFTs ladeia o conceito de informação pública e informação não-pública. Segundo Mattia Pasqual (2020, p. 64), a legalidade dos “robôs” de negociação se ampararia na definição de informação pública

apresentada pela academia, sendo definida como “a informação encontrada na leitura de oferta e demanda mercadológica”. Em outras palavras, a leitura de informações presentes em feeds de dados, realizadas de forma automática por esses *high frequency trading bots*, não pode ser considerada como *front running*. Parafraseando Tichanék (2020, p. 72), “se a informação proveniente de feeds de dados é considerada pública, nenhum HFT deve infringir a legislação”. Portanto, de maneira teórico-conceitual, operadores robóticos, por si sós, não devem ser considerados *front runners*.

Em consonância ao argumento apresentado pelos autores supracitados, Kováč (2014, p. 192) dispõe:

All trades, broker or customer, must occur only at the prices set by the entire national market. Customer order information is only revealed if the customer chooses to do so. [...]. Without order information and the ability to stick a customer with an off-market price, these alleged scams [of front running by HFTs] are not possible. (KOVÁČ, 2014, p. 192)³

Ademais, de forma brilhante, mediante profundo estudo sobre as movimentações de preços e sua relação com as negociações de alta frequência promovidas pelos HFTs, Broogard (2010, p. 20) conclui, acompanhado por Chlistalla (2011, p. 5), além de outros resultados de suas pesquisas, que os robôs de negociação não apresentam comportamento de antecipação de ordens pendentes no mercado, em especial a de seus clientes – já que tais algoritmos são empregados, principalmente, por instituições financeiras. Assim sendo, torna-se atípica a conduta destas instituições, por não configurar prática não-equitativa contra o mercado de valores mobiliários, já que não ocorre *front running* nestes casos.

3. Os danos causados ao mercado financeiro pela prática de *front running*

A determinação do mercado financeiro global de que a prática de *front running* deve ser proibida não se dá por mera discricionariedade. Tal delito traz danos preocupantes ao mercado de valores mobiliários e, por tal, é considerado normativamente proibido, visto que, embora não leve investidores ao prejuízo econômico, acabam abalando a reputação do bom funcionamento do mercado de valores (CUNHA, 2009, p. 42). De forma completa ao afirmado acima, o professor Luiz Regis Prado (2019, p. 344) leciona:

Afirma-se, a propósito, que o correto funcionamento do mercado, na formação dos preços, deve ser consequência da normal evolução das contratações. Constitui-se em garantia básica dos direitos dos investidores, que devem concorrer em condições de igualdade de risco, e cuja confiança na transparência do mercado é indispensável à sua manutenção e ao próprio sistema econômico-financeiro. (PRADO, 2019, p. 344)

³“Todas as negociações, por parte do corretor ou do cliente, devem ocorrer nos preços estabelecidos pelo mercado nacional. As informações das ordens de mercado do cliente só serão reveladas se o cliente anuir. Sem as informações das ordens e a capacidade de se emparelhar a um cliente com um preço fora do mercado, esses supostos golpes [de *front running* por HFTs] não são possíveis”.

Ademais, o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Regional (apud [COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2017](#), p. 256) dispõe:

O primeiro argumento gira em torno do fato de que tal prática acaba desviando dinheiro dos investidores institucionais para aqueles que a realizam. Com efeito, aqueles que possuem a informação não divulgada acerca da negociação em lote a ser realizada, beneficiam-se comprando os valores mobiliários respectivos por um preço inferior e vendendo-os a preços superiores ao destinatário final. Com isso, inevitavelmente, constata-se aumento desnecessário e indevido no custo dos negócios. ([BRASIL, 2013](#) apud [COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2017](#), p. 256)

Confirma-se, portanto, que a prática de *front running* afeta o mercado financeiro e de capitais ao interferir, indiretamente, na normalidade das negociações de investidores institucionais (grandes bancos, fundos de investimentos, fundos de previdência etc.) Ainda, ante ao exposto, continua-se:

O segundo argumento [...] seria no sentido de que tal conduta atinge o mercado como um todo. Isso porque aquele que vende valores mobiliários para pessoas que estão de posse dessas informações não divulgadas recebe valores menores do que lhe seria devido se a venda fosse realizada no momento em que o lote está sendo adquirido. Dessa forma, a oportunidade que poderia ser por ele aproveitada acaba ficando nas mãos de pessoas em posição de assimetria informacional. Tal fato, além de impactar na credibilidade do mercado como um todo, traz claros prejuízos às contrapartes, especialmente em mercados com pouca liquidez. ([BRASIL, 2013](#) apud [COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2017](#), p. 256)

Isto posto, pode-se afirmar que o *front runner* afeta a liquidez do mercado de valores mobiliários, danificando-lhe o normal funcionamento. Além do mais, como foi observado nos casos dispostos no capítulo anterior, o delito de *front running* poderá vir cumulado com outros delitos, como *insider trading* ou manipulação de preços de mercado, trazendo novos e indesejáveis danos ao mercado financeiro e de capitais, prejudicando ainda mais o capital dos investidores.

Conclusão

Faz-se mister a observância, no presente artigo, da elucidação sobre as práticas não-equitativas de mercado e os crimes de manipulação de preços de mercado, onde pôde-se testemunhar quais tipos penais e administrativos cabiam a quais delitos. Em especial, o *front running* prova ser uma conduta extremamente danosa ao funcionamento do mercado financeiro e de capitais, seja mediante manipulação da liquidez de um ativo negociado em mercado à vista ou até mesmo pelo mero uso de informação privilegiada para obtenção de lucro ilícito, ferindo o princípio da paridade de informações e da publicidade.

Tendo em vista a vasta legislação penal-administrativa sobre o caso, faz-se possível concluir que o Brasil lida de forma exemplar em relação às práticas não-equitativas de mercado. Inobstante, apela-se, apenas, para o endurecimento das penalidades no âmbito penal, de forma

a potencializar a força coativa e coercitiva da legislação promulgada no século XX, a fim de coibir ainda mais as práticas danosas ao mercado financeiro nacional.

De forma comparativa, faz-se imperiosa a comparação entre as penas aplicadas pela *U.S Securities and Exchange Commission*, a Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos da América, onde a privação da liberdade do sujeito violador do ordenamento normativo se faz muito mais comum do que as penas de pagamento de multas, contrariamente ao que é possível verificar no Brasil, onde as condutas contra o mercado financeiro são, em sua maioria, punidas com multas. Ainda que a pecúnia tenha valor elevado, acredita-se que a capacidade coativa da pena privativa de liberdade seja mais efetiva no combate à criminalidade do que o pagamento de multas.

Referências

BOLSON, Alex Luiz; KRIEGER, Jorge Roberto. Crime de insider trading e a aplicabilidade do direito penal máximo. In: SOUZA et al. (org.). **Inovação em segurança pública**. Capivari de Baixo: Editora Fucap, 2018. Disponível em: <https://www.fucap.edu.br/biblioteca/livros/arquivo6.pdf>. Acesso em: 16 mar 2021.

BRASIL. **Lei 6.385**, de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 15 mar 2021.

BROGAARD, Jonathan. **High frequency trading and its impact on market quality**. Evaston: Kellogg School of Management Northwestern University, 2010. Disponível em: https://secure.fia.org/ptg-downloads/HFT_Trading.pdf. Acesso em 17 mar 2021.

CHLISTALLA, Michael. **High-frequency trading: better than its reputation?**. Research Briefing, Economics and politics - Deutsche Bank Research, 2011. Disponível em: https://www.palmislandtraders.com/econ136/hft_dbank.pdf. Acesso em: 17 mar 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. São Paulo, 2017. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf. Acesso em: 15 mar 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução**. CVM nº 8. 8 de outubro de 1979. Disponível em: <https://www.in.gov.br/web/dou/-/resolucao-cvm-n-8-de-14-de-outubro-de-2020-282703020>. Acesso em: 16 mar 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador**. CVM nº 03/2015. Rio de Janeiro, RJ, 22 de setembro de 2020. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2020/20200922_PAS_CVM_SEI_19957_001813_2020_06_voto_diretora_flavia_perlingeiro.pdf-e9a15daae15544a190bcc06e6ab1a819. Acesso em: 17 mar 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador**. CVM nº RJ2017/04807. Rio de Janeiro, RJ, 31 de julho de 2018. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2018/20180814_PAS_SEI_19957010277_2017_26_parecer_comite_termo_de_compromisso.pdf. Acesso em: 17 mar 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador**. CVM nº 15/2004. Rio de Janeiro, RJ, 04 de agosto de 2009. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2009/20090804_PAS_1504.pdf. Acesso em 17 mar 2021.

CUNHA, Leopoldo Faiad da. **Práticas não-equitativas de mercado e sua repressão na esfera administrativa**. Monografia (Bacharelado em Direito). Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais, Centro Universitário de Brasília. Brasília, 2009.

KAMPS, Josh; KLEINBERG, Bennett. To the moon: defining and detecting cryptocurrency pump-and-dumps. **Crime Science Journal - BioMed Central**, v. 7, n. 18, 2018. Disponível em: <https://crimesciencejournal.biomedcentral.com/articles/10.1186/s40163-018-0093-5>. Acesso em: 16 mar 2021.

KOVÁČ, Peter. *Flash Boys. Not So Fast: An insider's perspective on high-frequency trading*. Nova York: Directissima Press, 2014.

LIMA, Mariana Almeida de. O crime de insider trading em Portugal e no Brasil: análise comparativa. **Revista De Ciências Jurídicas e Sociais**, IURJ, v. 2, n. 1, 2021. Disponível em: <https://revista.institutouniversitario.com.br/index.php/cjsiurj/article/download/29/23>. Acesso em: 16 mar 2021.

PALAVRA, Jorge Miguel Cunha. **O abuso de informação privilegiada**: enquadramento jurídico da negociação algorítmica de alta frequência (high frequency trading). Mestrado Profissionalizante em Ciências Jurídico-Empresariais. Faculdade de Direito, Universidade de Lisboa. Lisboa, 2018. <https://repositorio.ul.pt/handle/10451/37461>. Acesso em: 17 mar 2021.

PASQUAL, Mattia. **High Frequency Trading**: an analysis of the phenomenon and the effect of the human component. Master's Degree in Economics and Finance. Università Ca' Foscari Venezia. Veneza, 2020. Disponível em: <http://dspace.unive.it/bitstream/handle/10579/18125/853246-1243140.pdf?sequence=2>. Acesso em: 04 mai 2021.

PINA, Cláudia Verdial. Crime de Manipulação de Mercado: Elementos Típicos e Recolha de Prova. **Revista Julgar**, n. 17, Coimbra Editora, 2012. Disponível em: <http://julgar.pt/wp-content/uploads/2014/07/02-JULGAR-Crime-de-manipula%C3%A7%C3%A3o-do-mercado.pdf>. Acesso em: 16 mar 2021.

PRADO, Luiz Regis. **Direito penal econômico**. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

SANNIKOV, Yuliy; SKRZYPACZ, Andrzej. Dynamic trading: price inertia and front-running. **Research Papers**, Stanford University, n. 3487, 2019. Disponível em: <https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/working-papers/dynamic-trading-price-inertia-front-running>. Acesso em: 17 mar 2021.

TICHÁNEK, Denis. **Applicability of European insider dealing regulation to particular high frequency trading strategies**. Master's thesis on Commercial Law. Faculty of Law, Masarykova Univerzita. Brno, 2020. Disponível em: https://is.muni.cz/th/w6blr/Applicability_of_European_Insider_Dealing_Regulation_to_Particular_High-Frequency_Strategies_-_Denis_Tichanek.pdf. Acesso em: 04 mai 2021.

XU, Jiahua; LIVSHITS, Benjamin. **The anatomy of a cryptocurrency pump-and-dump scheme**. Proceedings of the 28th USENIX Security Symposium - Cornell University. Disponível em: <https://arxiv.org/abs/1811.10109>. Acesso em: 17 mar 2021.

ENVIADO EM: 17 DE MARÇO DE 2021.

APROVADO EM: 28 DE MAIO DE 2021.