

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

PEDRO HENRIQUE GOMES MUNIZ

FRONT RUNNING NO MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO

CURITIBA

2024

PEDRO HENRIQUE GOMES MUNIZ

FRONT RUNNING NO MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO

Relatório Técnico-científico apresentado ao curso de Especialização/MBA em Governança Corporativa e Compliance, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Especialista.

Orientador: Prof. Dr. Romualdo Douglas Colauto

CURITIBA

2024

RESUMO

O relatório técnico-científico explora uma situação de *Front Running* ocorrido no Brasil e punido pela Comissão de Valores Mobiliários. A prática de *Front Running* é caracterizada como uma ação em que intermediários, ao receberem ordens de negociação de grandes volumes, realizam negociações do mesmo papel intermediado por ele, para si ou terceiros antes de executar a ordem do cliente. Isso resulta em uma vantagem financeira indevida, quebrando a equidade do mercado. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é o órgão responsável por fiscalizar e punir tais práticas. É apresentado o "Caso da Vovó Trader", em que ficou provado que, após instrução e julgamento administrativo pela CVM, Luiz Mori utilizou práticas não equitativas para negociar ações por meio de sua avó e outro intermediário, obtendo lucros substanciais e ilegais. O caso ilustra como o *Front Running* pode comprometer a equidade e a confiança no mercado. Se enfatiza a importância de criar uma cultura de integridade, na qual tanto o Estado quanto as empresas de valores mobiliários devem adotar mecanismos de prevenção e supervisão. Normativas como a Instrução CVM 8/1979 e a Resolução 62/2022 surgem como mecanismos estatais para garantir a transparência e a confiança no mercado. A supervisão contínua e uma estrutura robusta de regulamentação são essenciais para proteger os investidores e promover um mercado de capitais saudável e confiável, tanto para participantes nacionais quanto estrangeiros.

Palavras-chave: Mercado de Capitais. Prática não equitativa. *Front Running*. Prevenção. Regulamentação.

ABSTRACT

The technical-scientific report explores a situation of Front Running that occurred in Brazil and was punished by the Securities and Exchange Commission. The practice of Front Running is characterized as an action in which intermediaries, upon receiving trading orders of large volumes, carry out trades in the same paper intermediated by them, for themselves or third parties before executing the client's order. This results in an undue financial advantage, breaking the fairness of the market. The Securities and Exchange Commission (CVM) is the body responsible for overseeing and punishing such practices. The “Grandma Trader Case” is presented, in which it was proven that, after instruction and administrative judgment by the CVM, Luiz Mori used unfair practices to trade shares through his grandmother and another intermediary, obtaining substantial and illegal profits. The case illustrates how Front Running can undermine fairness and trust in the market. It emphasizes the importance of creating a culture of integrity, in which both the state and securities companies must adopt prevention and supervision mechanisms. Regulations such as CVM Instruction 8/1979 and Resolution 62/2022 have emerged as state mechanisms to guarantee transparency and trust in the market. Continuous supervision and a robust regulatory framework are essential to protect investors and promote a healthy and reliable capital market for both domestic and foreign participants.

Keywords: Capital markets. Unfair Practice. Front Running. Prevention. Regulation.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	6
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA	6
1.2 OBJETIVO GERAL DO ESTUDO	7
1.3 IMPORTÂNCIA PRÁTICA DO ESTUDO	8
1.4 ASPECTOS CONCEITUAIS SOBRE PRÁTICAS NÃO EQUITATIVAS E FRONT RUNNING	9
1.5 METODOLOGIA	10
2 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS ACHADOS	12
2.1 DESCRIÇÃO DO CASO DA VOVÓ TRADER	12
2.2 ANÁLISE DO CASO	16
3 CONSIDERAÇÕES FINAIS	18
REFERÊNCIAS.....	20

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA

Tendo em vista o número cada vez maior de pessoas que investem na Bolsa de Valores do Brasil e os riscos inerentes a que estes estão sujeitos, é necessário que os prejuízos que sejam resultado de práticas ilegais sejam combatidos por aqueles que garantem o funcionamento correto da Bolsa de Valores (B3, 2024).

Dentre os diversos riscos aos quais o investidor da Bolsa de Valores está sujeito destacam-se “práticas não equitativas”, que são, resumidamente, situações que resultam em posição de vantagem indevida e ilegal de determinados investidores perante o mercado.

Diante da relevância crucial atribuída à Bolsa de Valores, enquanto indicador primordial da saúde econômica nacional, e considerando o crescente aumento de investimentos, tanto de pessoas físicas quanto de investidores institucionais, com o intuito de auferir ganhos financeiros, torna-se imperativo que todo investimento realizado neste contexto seja objeto de fiscalização e proteção meticolosos (VALOR INVESTE, 2023).

Ao garantir a proteção e supervisão adequadas da Bolsa de Valores, confere-se uma maior confiança aos investidores em relação às entidades emissoras de valores mobiliários e aos intermediários que negociam tais ativos.

Portanto, é essencial para a eficácia operacional da Bolsa de Valores que todos os investidores, independentemente de sua natureza jurídica ou individual, tenham acesso equitativo às mesmas oportunidades, eliminando quaisquer disparidades injustas que possam conferir vantagens indevidas a determinados participantes do mercado. A equidade no acesso às oportunidades é fundamental para a distribuição equitativa dos riscos entre todos os participantes da Bolsa de Valores.

Os investidores na Bolsa de Valores estão constantemente expostos a uma variedade de riscos e incertezas, que vão desde eventos incontroláveis, como pandemias e desastres naturais, até ações fraudulentas, como a que será abordada neste estudo.

É crucial a existência de mecanismos de identificação e prevenção de situações que possam ser exploradas por agentes do mercado visando obter vantagens financeiras ilícitas para si ou para terceiros por meio da manipulação do mercado de valores mobiliários.

Dentre os riscos enfrentados pelos investidores, destacam-se aqueles provenientes de “práticas não equitativas”, como definido pela Instrução Normativa 62/2022 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (CVM, 2022).

Embora não seja possível eliminar completamente os riscos associados à negociação na Bolsa de Valores, órgãos reguladores, como a CVM, empenham-se na aplicação de leis, normativas e procedimentos internos para proteger o mercado e fiscalizar atividades que representem riscos para seu funcionamento regular e íntegro.

A prática ilícita a ser analisada neste estudo tem um impacto adverso significativo sobre o funcionamento da Bolsa de Valores, uma vez que envolve uma vantagem injusta para aqueles que têm acesso e abusam de informações relevantes, em detrimento dos investidores que contam apenas com informações disponíveis publicamente.

Tal conduta contribui para a criação de um ambiente desigual, conferindo privilégios aos negociadores envolvidos em práticas não equitativas, à medida que operam em violação das regulamentações de valores mobiliários estabelecidas pelas autoridades competentes, como a CVM no Brasil.

Em decorrência, os indivíduos envolvidos na utilização de informações relevantes estão sujeitos a sanções civis, multas substanciais e até mesmo processos criminais. Para mitigar as “práticas não equitativas”, é fundamental que os órgãos reguladores e as autoridades governamentais exerçam uma supervisão diligente sobre os investidores e suas atividades, a fim de prevenir o abuso de posições indevidas de vantagem para obtenção de benefícios ilícitos, tanto para si quanto para terceiros.

1.2 OBJETIVO GERAL DO ESTUDO

O relatório técnico-científico tem como objetivo descrever um caso de *Front Running* no mercado acionário brasileiro.

1.3 IMPORTÂNCIA PRÁTICA DO ESTUDO

De acordo com estudo feito pela B3, (2022) nos últimos anos, o número de investidores registrados na Bolsa de Valores - Brasil, Bolsa e Balcão, ou B3, subiu quase 700%, saltando de 700.000 CPFs investidores em 2018 para mais de 5.000.000 em 2022.

Tendo isto em vista, cada vez mais pessoas ficam vulneráveis a um prejuízo causado por práticas desleais por pessoas que integram este sistema, dentre elas o *Front Running* e o *Insider Trading*, “práticas não equitativas”. Ações que resultem no desequilíbrio do Mercado Financeiro comprometem a integridade e a equidade desse ecossistema, minando a confiança dos investidores e prejudicando a eficiência do mercado, desta maneira é imperativo que o investidor seja protegido através do combate a tais práticas.

O Mercado de Capitais e a economia de um país estão expostos a diversos riscos, desde guerras, pandemias, decisões políticas e democráticas, até a atos de pessoas que possuem uma posição privilegiada em relação aos demais agentes do mercado, muitos desses riscos não podem ser controlados por agentes externos, como guerras e doenças, porém, riscos decorrentes da ação abusiva de agentes internos devem possuir cuidado maior por parte do Estado.

Conforme dito acima, existem órgãos responsáveis e competentes para manter o bom funcionamento da Bolsa de Valores, um destes órgãos é a CVM, responsável pela regulamentação, emissão, distribuição e funcionamento do Mercado de Capitais.

Dentre as diversas funções da CVM, está a de assegurar o funcionamento eficaz e perene dos mercados de bolsa e balcão e resguardar os proprietários de valores mobiliários contra negociações fora do padrão e de atos ilegais de agentes do mercado, entre eles os intermediários, de acordo com o que se observa no artigo 4º da, Inciso V, da Lei 6.385/1976:

Art . 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado. (BRASIL, 1976)

Portanto, o estudo e entendimento de práticas que trazem desequilíbrio ao mercado de capitais é essencial para despertar uma cultura de integridade, transparência, estabilidade e equidade neste ambiente, garantindo que todos os *stakeholders* do mercado estejam seguros quanto à integridade e transparência que envolvem este espaço tão utilizado pela população brasileira para acesso à investimentos e oportunidades de melhora na sua vida financeira.

1.4 ASPECTOS CONCEITUAIS SOBRE PRÁTICA NÃO EQUITATIVA E FRONT RUNNING

O Mercado Financeiro tem como característica e valor fundamental a oportunidade de que todos os “players” tenham acesso às mesmas informações, chances e possibilidades. Vale dizer, que é inerente ao mercado financeiro lidar com riscos, sendo impossível identificar os fatores que incorrem na volatilidade do mercado de renda variável como um todo.

Porém, alguns agentes do mercado, intermediários ou não, por terem acesso à informações privilegiadas e sigilosas de negociações de valores mobiliários, as utilizam em seu favor para benefício próprio ou de terceiro.

Este é o caso, por exemplo, daquele que pratica o crime de *Insider Trading*, através do abuso de informação privilegiada e não divulgada para obtenção de vantagem financeira ilícita na negociação de ações destas empresas em virtude de seu cargo ou função. (CVM, 2021).

Front Running, porém, se caracteriza, de maneira resumida, por uma prática ilegal em que o Intermediário abusa de movimento volumoso de algum de seus clientes para obter vantagens financeiras para si, antes de executar a ordem feita pelo seu cliente (CVM, 2017).

O *Front Running* pode ser identificado, portanto, como uma “prática não equitativa de mercado”, pois resulta na indevida posição de vantagem daquele que o

prática em relação aos demais agentes participantes da eventual operação. A prática acima é, inclusive, vedada pela CVM - Comissão de Valores Mobiliários, através da Resolução 62 de 2022, a qual diz:

É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preços, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas. (CVM, 2022)

Nesta mesma Resolução, a CVM equipara a prática não equitativa a uma infração grave, para efeito do disposto no § 3º do artigo 11 da Lei 6.385 de 1976, definindo penas que podem ir de advertência, passando por multas, e podendo chegar, por fim, na proibição temporária na atuação, direta ou indireta, em modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

1.5 METODOLOGIA

Este trabalho será desenvolvido, principalmente, a partir da exposição legislativa, doutrinária, jurisprudencial e midiática sobre o fenômeno do *Front Running*. Inicialmente, se preocupará em apresentar o entendimento administrativo a respeito de “práticas não equitativas”, dentre elas o *Front Running*.

Será, em um primeiro momento, apresentada a definição administrativa da prática não equitativa aqui estudada, através da apresentação de entendimentos da CVM, como a Instrução 8 de 1979, que ditava que “práticas não equitativas” são aquelas que resultem em um uma vantagem indevida de uma parte perante a outra em negociação de determinado valor mobiliários (CVM, 1979).

Esta resolução foi revogada pela Resolução 62/2022, que, atualmente, define prática não equitativa como

“aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, 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”(CVM, 2022).

Vencida a definição administrativa de prática não equitativa e Front Running, passaremos à definição doutrinária.

Eizrik *et al.* (2019, p. 705), entendem como “prática não equitativa” a realização de operações no mercado de valores que resultem de uma posição ilegal de desigualdade ou desequilíbrio, para alguma das partes, e que esta desvantagem ou desequilíbrio resulte em um benefício financeiro para o autor.

Portanto, o *Front Running* se caracteriza como uma prática em que os operadores do mercado, ao receberem ordem de negociação de determinado ativo, compram os mesmos ativos para si ou para outros terceiros, popularmente conhecido “laranjas”, antes de executá-la, beneficiando-se, assim, de iminente valorização do valor mobiliário negociado (Eizrik et al. 2019, p. 705).

Por fim, será apresentado o tratamento administrativo e punitivo sobre prática não equitativa de front running que ficou conhecido como o “caso da Vovó trader”. Conforme dados levantados no Relatório do Processo Administrativo Sancionador 03/2015, uma senhora de 92 anos, em pouco mais de um ano, entre 2012 e 2013 realizou 432 operações de day trade com ganhos em 311 delas, representando uma taxa de sucesso de 71% (CVM, 2020).

De acordo com a investigação da CVM, ficou provado Luiz Mori, funcionário do Credit Suisse à época dos fatos atuou através de laranjas, primeiramente sua avó de 92 anos e, posteriormente, Rafael Spinardi, para que, com posse de informações sobre ordens de clientes do seu empregador ainda não enviadas, e capazes de influenciar no preço dos ativos, as negociasse com o fim de obter vantagem indevida.

2. DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS ACHADOS

2.1 DESCRIÇÃO DO CASO DA VOVÓ TRADER

O caso em comento aconteceu entre os anos de 2012 e 2014, quando a senhora Mituco Haga e o senhor Rafael Spinardi, realizaram diversas operações de day trade em nome do senhor Luiz Mori, operador de ativos dos mercados Latino-Americanos na Credit Suisse em Nova Iorque, este com o intuito de obter vantagem indevida e lucro com estas negociações. O caso ficou conhecido como “Caso da Vovó Investidora”.

De acordo com a linha do tempo elaborada em 2017 pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2017), o senhor Luiz Mori, em razão de sua função, tinha acesso a negociações decorrentes de grandes ordens e investidores internacionais atendidos pelo seu empregador, que invariavelmente influenciariam a cotação dos ativos, antes de que fossem de fato efetivadas.

Dessa forma, Luiz Mori, utilizando intermediários ('laranjas'), inicialmente sua avó de 92 anos, Mituco Haga, e posteriormente Rafael Spinardi, ao tomar conhecimento de uma ordem volumosa de um cliente que passaria por sua mesa de operações na corretora americana, inseria, antes de executá-la, ordens de compra do mesmo ativo em nome de Mituco Haga, Rafael Spinardi e da corretora Catarsis, através da internet e do seu celular.

Com a movimentação do mercado favorecendo estas ordens particulares, ele encerrava as negociações com lucro.

De acordo com o processo investigatório, a senhora Mituco Haga, em nome de seu neto, realizou 432 operações de *Day Trade*¹ entre os anos de 2012 e 2014. Nestas operações, a senhora Mituco Haga obteve lucro em 311 delas, representando cerca de 71,99% de “aproveitamento”. De acordo com a acusação do processo, Mituco Haga teve lucro de R\$450.741,00 (quatrocentos mil e setecentos e quarenta e um reais) enquanto seu neto negociou no mercado de valores mobiliários através dela.

Ainda, dentre as operações realizadas pela senhora Mituco Haga, 39% das contrapartes utilizavam a corretora Credit Suisse Brasil S.A. CTVM para negociar os valores mobiliários que foram comprados e/ou vendidos por Mituco Haga.

Além destas “coincidências”, outras situações levaram a CVM (2020) a entender que foi, na realidade, o senhor Luiz Mori, que praticou Front Running no Mercado de Valores Mobiliários através de sua avó de 92 anos. Dentre essas “coincidências” podemos destacar o perfil de Mituco Haga incompatível com o avançado grau de sofisticação da operação, já que ela, supostamente, iniciou suas operações na Bolsa de Valores aos 92 anos de idade, idade atípica, levando em consideração o tipo de operação e a diversidade de ativos operados, através de celular ou tablets.

Além destes dois pontos acima, a CVM (2020) destacou que a concentração de ordens tendo como partes contrárias os clientes do Credit Suisse (cerca de 39% das negociações) foi fator fundamental para configurar que Luiz Mori utilizou sua avó para realizar negociação no mercado de valores mobiliários através de práticas não equitativas.

O senhor Luiz Mori negociou com prática não equitativa de Front Running através de sua avó de junho de 2012 a março de 2013. Após esse período, parte dos recursos obtidos por Luiz, através de sua avó Mituco Haga, foi transferida para a Conta Corrente pessoal de Rafael Spinardi, que de acordo com o Voto da Relatora Flávia Perlingeiro, passou a realizar operações através da Catarsis, sua empresa, com características e resultados semelhantes aos de Mituco Haga (CVM, 2020).

Rafael Spinardi teve sucesso parecido com o de Mituco Haga, lucrando em 295 de 395, cerca de 74%, das operações que realizou entre maio e outubro de 2013, de acordo com relatório da Diretora Relatora Flávia Perlingeiro (CVM, 2020).

Outra coincidência que chamou atenção da CVM (2020) foi a alta concentração de clientes que utilizaram a Credit Suisse Brasil S.A. CVTM para negociar valores mobiliários com o Senhor Luiz Mori através de Rafael Spinardi, cerca de 36% das negociações em que Rafael Spinardi esteve envolvido, tiveram a Credit Suisse Brasil S.A. CVTM como representante do cliente.

No período em que negociou através de Rafael Spinardi, Luiz Mori obteve lucro de R\$525.497,00 (quinhentos e vinte cinco mil, quatrocentos e noventa e sete reais).

Por fim, Luiz Mori atuou uma última vez através de terceiros, quando a Catarsis, empresa de responsabilidade limitada de titularidade de Rafael Spinardi começou a negociar valores mobiliários, adotando o mesmo padrão de sucesso e partes envolvidas nas operações da senhora Mituco Haga e de seu titular, Rafael Spinardi, conhecedor e anuente destas operações, conforme relatório da Diretora Relatoria Flávia Perlingeiro (CVM, 2020).

Entre outubro de 2013 e abril de 2014, a Catarsis obteve lucro em 442 de um total de 532 operações de Day Trade, resultando num aproveitamento de 83%.

Quando observada a concentração de clientes, verificou-se que 43% deles utilizaram a Credit Suisse Brasil S.A. CVTM como representante.

Neste período, Luiz Mori realizou 532 day trades, com um lucro total de R\$868.246,00 (oitocentos e sessenta e oito mil, duzentos e quarenta e seis reais).

No total, de acordo com Relatório elaborado pela CVM, (2020) no período de junho de 2012 a abril de 2014, Luiz Mori, através de Mituco Haga, Rafael Spinardi e Catarsis, realizou 1359 operações de Day Trade, obtendo lucro em 1048 delas, o que representa uma taxa de sucesso de 77,11%. O lucro final das operações foi de R\$1.844.484,00 (um milhão, oitocentos e quarenta e quatro mil, quatrocentos e oitenta e quatro reais).

Estas negociações feitas por Luiz Mori representam um volume de R\$458.508.423,02 (quatrocentos e cinquenta e oito milhões, quinhentos e oito mil, quatrocentos e vinte e três reais e dois centavos). Luiz Mori e Rafael Spinardi foram denunciados pelo uso de prática não equitativa, conforme definido no item II, “d”, da Instrução CVM 8/1979, vedada pelo item I da mesma instrução e já apresentado neste artigo.

Em seu voto, a Relatora Flávia Perlingeiro (CVM, 2020) concluiu que Luiz e Rafael incorreram na prática de Front Running, uma vez que ficou comprovada a caracterização de todos os requisitos desta prática não equitativa, quais sejam:

- i. negociação com valores mobiliários pelas partes;
- ii. posição de desequilíbrio ou desigualdade para as partes, direta e efetiva a partir da posição que Luiz Mori ocupava como funcionário da Credit Suisse USA e que;
- iii. o desequilíbrio existente foi ilegal, já que Luiz Mori e, posteriormente, Rafael Spinard o causaram em decorrência de uma prática não equitativa.

Os dois acusados acabaram por ser condenados pelo uso de prática não equitativa (CVM, 2020), conforme definido no item II, “d”, da Instrução CVM 8/1979, vedada pelo item I da mesma instrução e já apresentado neste artigo.

Ainda, Luiz foi condenado ao pagamento de multa pecuniária no valor de R\$500.000,00 (quinhentos mil reais), conforme disposto no item III da mesma instrução, que equipara a prática não equitativa à falta grave, passível de aplicação das penalidades previstas no artigo 11 da Lei 6.385/1976, já estudado no presente artigo.

Rafael e sua empresa, Catarsis Investimentos, por sua vez, foram condenados ao pagamento de multa pecuniária no valor de R\$250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais), conforme disposto no item III da Instrução CVM 8/1979.

Portanto, de acordo com o que a Diretora Relatora do caso estudado em tela trouxe em seu voto, ficou comprovado que tanto Luiz Mori quanto Rafael Spinardi incorreram na prática não equitativa do Front Running ao se anteciparem e adquirirem valor mobiliário sabendo que outro investidor, os compraria logo em seguida.

Com a valorização dos valores mobiliários em decorrência deste movimento, Luiz Mori negociou os valores mobiliários através de sua avó e de Rafael Spinardi, obtendo lucro em 77% das operações realizadas.

No total, Luiz Mori realizou 1359 operações de Day Trade, com lucro em 1048 delas. Ao longo dos 22 meses em que Luiz Mori utilizou de práticas não equitativas, obteve lucro de R\$1.844.484,00 (um milhão, oitocentos e quarenta e quatro mil, quatrocentos e oitenta e quatro reais).

Em uma conta simples, Luiz obteve lucro médio de R\$1.335,26 (mil trezentos e trinta e cinco reais e vinte e seis centavos). Para fins de comparação, entre 2013 e 2016, Chague e Giovanetti (2020, p. 3) conduziram um estudo com 98.378 *day traders*. Dentre estes, apenas 554 continuaram operando por mais de 300 pregões. Diferentemente do expressivo desempenho e lucro médio obtido por Luiz Mori, estes 554 *day traders* apresentaram, em média, um lucro bruto diário médio e geral, negativo de R\$ 49,00 (quarenta e nove reais), e apenas 127 deles conseguiram alcançar um lucro bruto diário médio superior a R\$ 100,00 (cem reais).

Esse comparativo nos demonstra que a prática não equitativa de front running incorre em explícito desequilíbrio, financeiro e

Recentemente foi deflagrada operação da Polícia Federal com o intuito de apurar esquema de manipulação de dados e combater a prática ilegal de Front Running. Conforme reportagem publicada na Agência Gov (2023), “o grupo criminoso possuía taxa de êxito em operações de day trade superior a 94%”.

Dessa forma, constata-se que a observância rigorosa aos dispositivos legais estabelecidos pela Lei das Sociedades Anônimas e pelas Instruções Normativas da Comissão de Valores Mobiliários, contribui significativamente para a eficácia no combate ao uso de práticas não equitativas. Esta abordagem legislativa e administrativa promove o desestímulo à prática de atos ilícitos, mitigando os riscos inerentes ao mercado de capitais e, conseqüentemente, à estabilidade da economia em sua totalidade.

Além de tudo a preocupação legislativa e administrativa exposta neste artigo, é responsabilidade das empresas que detêm e negociam valores mobiliários estabelecer mecanismos que previnam ações que comprometam a integridade e o equilíbrio do mercado de maneira artificial, garantindo, assim, um ambiente equitativo, tanto em termos de oportunidades quanto de riscos.

2.2 ANÁLISE DO CASO

O *Front Running*, de acordo com o entendimento doutrinário e administrativo já evidenciado neste artigo, pode se caracterizar por uma “prática não equitativa”, na qual o operador intermediário, ao receber uma ordem de compra ou venda de valores mobiliários de grande volume, negocia esses valores mobiliários para si próprio ou para terceiros conhecidos como laranjas antes de executar a ordem original recebida.

Após o valor mobiliário comprado por esse intermediário valorizar em decorrência da execução da ordem de grande volume para seu cliente, ele o negocia, resultando em uma posição de vantagem indevida e ilegal.

A definição doutrinária do Front Running preocupa-se em evidenciar a presença dos requisitos exigidos para a sua caracterização, tanto do ponto de vista administrativo e legislativo quanto doutrinário, como uma “prática não equitativa”.

O intermediário, ao se antecipar através de uma negociação efetiva em benefício próprio à ordem de alto volume feita por um de seus clientes, cria desequilíbrio e assimetria na negociação, com o intuito, ou dolo, de obter vantagem financeira para si, em detrimento dos demais participantes da negociação. Por fim, interessante trazer à tona conceituação dada pela CVM (2020), através do Julgado a respeito do “caso da Vovó Trader”, no voto da Diretora Relatora Flávia Perlingeiro.

No voto desta Relatora, se conceitua que Front Running ocorre quando determinado intermediário do mercado se antecipa e adquire valores mobiliários sabendo que outro investidor, geralmente seu cliente, os negociará logo em seguida, obtendo, assim, a oportunidade de negociar os mesmos valores mobiliários a preços favoráveis para si, com o objetivo de obter lucro (CVM, 2020).

Passaremos agora a entender como a CVM identifica uma prática como front running através da exposição de julgado administrativo do caso que ficou conhecido como “o caso da Vovó Trader”.

3. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O caso estudado neste estudo ficou midiaticamente conhecido como o “Caso da Vovó Trader”, no qual, em 2017, foi descoberto que o Senhor Luiz Gustavo Haga usou sua avó como laranja em operações de Day Trade, antecipando-se aos negócios efetuados pelos Clientes da Corretora do qual era funcionário e negociando, em nome dela, de forma antecipada, ações que seriam negociadas em grande lote pelos seus Cliente, lucrando com este movimento de negociação de grande volume (CVM, 2017). Ficou configurado que o Senhor Luiz Gustavo Haga praticou *Front Running* com informações sobre ordens de clientes ainda não enviadas, capazes de influenciar em ações por ele transacionadas previamente a estas através de sua avó.

O mercado de renda variável se consolidou como uma opção crescente para os investidores brasileiros. À medida que sua popularidade aumentou, tornou-se essencial intensificar a fiscalização e a prevenção de possíveis danos. Este artigo procurou demonstrar que as práticas não equitativas e o combate ao *front running* estão devidamente definidas e reguladas pela legislação, com o objetivo de proteger o mercado de capitais e seus principais atores: investidores, companhias de capital aberto e o Estado.

Inicialmente, buscou-se conceituar essas práticas, oferecendo definições que facilitam a compreensão do que são práticas não equitativas e como o *front running* se configura. Prática não equitativa pode ser definida, portanto, como uma operação no mercado de capitais que resulta de uma posição ilegal de desigualdade ou desequilíbrio que tenha como resultado um benefício financeiro para o autor.

Já o Front Running pode ser definido, como vimos no presente artigo, como uma prática em que os operadores ao receberem uma ordem de negociação de determinado ativo, adquirem o mesmo ativo para si ou para terceiros, frequentemente denominados "laranjas", antes de executá-la, beneficiando-se, dessa forma, da valorização iminente do valor mobiliário em questão.

Ficou evidente que o Estado adota medidas rigorosas para definir e coibir tais condutas, tanto na esfera administrativa, por meio da Lei 6.385/1976, que criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), quanto através de normativas

complementares, como a Instrução Normativa 8/1979 e a Resolução Normativa 62/2022.

A atuação da CVM é fundamental para definir e punir estas práticas. A eficiência do sistema repressivo estatal foi demonstrada pelo caso de um operador da Credit Suisse que utilizou informações privilegiadas para antecipar-se a ordens volumosas, obtendo vantagem ilegal. Nesse episódio, os envolvidos foram julgados pela CVM e punidos com sanções administrativas e financeiras, reforçando a eficácia do sistema repressivo.

Além da repressão, foi esclarecido que a prevenção de práticas não equitativas se dá através de uma robusta estrutura legal, liderada pela Lei 6.385/1976 e complementada por normas internas da CVM, como a Instrução Normativa 8/1979 e a Resolução 62/2022.

Assim, conclui-se que o arcabouço repressivo e preventivo em vigor é capaz de garantir a confiança e transparência necessárias para o bom funcionamento do mercado de capitais, tanto para investidores brasileiros quanto estrangeiros.

Cabe, por fim, ao setor privado colaborar ativamente na criação de uma cultura de integridade, promovendo igualdade de oportunidades e riscos para todos os participantes do mercado.

REFERÊNCIAS

AGÊNCIA GOV. **Operação Rabbit da PF apura esquema de informação privilegiada no mercado financeiro**, © 2024. Disponível em:

<https://agenciagov.ebc.com.br/noticias/202408/pf-operacao-rabbit-contr-front-running-no-mercado-financeiro>. Acesso em: 18 set. 2024.

BRASIL, BOLSA E BALCÃO (B3). **Pessoas Físicas: Uma análise da evolução dos investidores na B3**. São Paulo: B3, 2020. E-book. Disponível em:

https://www.b3.com.br/data/files/E8/53/50/73/74EB19104FE62719AC094EA8/Book%20Pessoa%20Fisica%20-%20T2024%20_final_.pdf. Acesso em: 4 jun. 2024.

BRASIL. Lei Ordinária nº 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para seu desenvolvimento. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 16 jul. 1965. Disponível em:

<https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=LEI&numero=4728&ano=1965&ato=bbciTWq1UeZRVT68b>. Acesso em 13 jun. 2024.

BRASIL. Lei Ordinária nº 6.385 de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 9 dez. 1976. Disponível em:

https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm. Acesso em 21 jun. 2024.

BRAZIL JOURNAL. **O incrível caso da Vovó-trader**, © 2017 Disponível em:

<https://braziljournal.com/o-incrivel-caso-da-vovo-trader/>. Acesso em 13 set. 2024.

CHAGUE. F. GIOVANETTI. B. É possível viver de day trade em ações? **Revista Brasileira de Finanças**, Rio De Janeiro, v. 18, n.3, p. 1-4, set. 2020. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/rbfin/article/download/81949/78263/176074>. Acesso em 13 set. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Processo Administrativo Sancionador 03/2015. Relatório Final**. Rio De Janeiro, 21 set. 2021. Disponível em: [https://www.gov.br/cvm/pt-](https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2020/20200921_PAS_CVM_SEI_19957_001813_2020_06_relatorio_diretora_flavia_perlingeiro.pdf-6ab33629ab3346918e91a0d3fe829144)

[br/assuntos/noticias/anexos/2020/20200921_PAS_CVM_SEI_19957_001813_2020_06_relatorio_diretora_flavia_perlingeiro.pdf-6ab33629ab3346918e91a0d3fe829144](https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2020/20200921_PAS_CVM_SEI_19957_001813_2020_06_relatorio_diretora_flavia_perlingeiro.pdf-6ab33629ab3346918e91a0d3fe829144).

Acesso em 21 ago. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Processo Administrativo Sancionador 03/2015. Voto**. Rio De Janeiro, 22 set. 2021. 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 20 ago. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Comitê de Termo de Compromisso. Ata de Reunião de Colegiado nº 24 de 26 de junho de 2017**. Rio de Janeiro, 18 abr. 2017. Disponível em:

https://conteudo.cvm.gov.br/decisooes/2017/20170626_R1.html. Acesso em: 17 set. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Presidência. **Instrução normativa CVM nº 44/2021, de 23 de agosto de 2021**. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários, e revoga as Instruções CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, nº 369, de 11 de junho de 2002, e nº 449, de 15 de março de 2007. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>. Acesso em 20 jul. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Presidência. **Resolução CVM nº 62/2022, de 19 de janeiro de 2022**. Veda as práticas de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipulação de preço, realização de operações fraudulentas e uso de práticas não equitativas, e revoga a Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979, e a Deliberação CVM nº 14, de 23 de dezembro de 1983. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol062.html>. Acesso em 18 jul. 2024.

EIZRIK, Nelson. GAAL, Adriana. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

VALOR INVESTE. **Volume investido pelo brasileiro aumenta 20% em 2023, puxado pela renda fixa**. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/objetivo/hora-de-investir/noticia/2023/12/12/volume-investido-pelo-brasileiro-aumenta-20percent-em-2023-puxado-pela-renda-fixa-veja-em-quais-ativos.ghtml>. Acesso em 13 mai. 2024.