

**A INTERVENÇÃO REGULATÓRIA SOBRE A INOVAÇÃO TECNOLÓGICA
NO MERCADO DE CAPITAIS: UMA VISÃO SOB A ÓPTICA DAS
SOCIEDADES CORRETORAS DE VALORES MOBILIÁRIOS E AS
OPERAÇÕES DE *HIGH FREQUENCY TRADING***

**REGULATORY INTERVENTION REGARDING TECHNOLOGICAL
INNOVATION AND CAPITAL MARKETS: AN OPTICAL VISION UNDER
THE SECURITIES BROKERAGE FIRMS AND HIGH FREQUENCY
TRADING OPERATIONS**

*Fernando Rodrigues da Motta Bertocello*¹

*Letícia Menegassi Borges*²

RESUMO

O *high frequency trading* (HFT) é um aparato tecnológico baseado em algoritmos que permite ao investidor, por meio de uma sociedade corretora de valores, o envio de ordens de compra e venda ao mercado de bolsa de valores, no entanto, essa mesma tecnologia pode ser empregada abusivamente como ferramenta para a prática de manipulações que colocam em risco a segurança e a confiabilidade do mercado de capitais, ameaçando todo o sistema. Apesar da iminência de tais riscos, até o momento, os órgãos de regulação e autorregulação do mercado de capitais brasileiro não exerceram suficientemente a atividade regulatória necessária para coibir e prevenir as fraudes e assegurar aos investidores a confiabilidade no sistema. Nesse sentido, o presente artigo examina a necessidade de regulamentação do HFT no Brasil. A supressão desse lapso normativo colocaria o Brasil em patamar de igualdade com a União Europeia, região que já tem mais adiantado o debate sobre a regulamentação da HFT, despontando como pioneira na regulamentação dessa tecnologia no mercado de capitais

PALAVRAS-CHAVE

High frequency trading; agências reguladoras; autorregulação; mercado de capitais.

ABSTRACT

The high frequency trading (HFT) is a technological apparatus which provides by the use of algorithm for the players in the capital markets sending purchasing and selling orders, nevertheless, the same technology can be misused as a tool for unfair practices that put at risk the credibility of the capital market system. Despite all the risk, until now the regulatory and the self-regulation body has not exercised sufficiently the regulatory activity demanded to refrain and avoid abuses and ensure to investors how

¹ Bacharel em Direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie e também mestrando em Direito Político e Econômico pela mesma instituição. É advogado do setor de *compliance* do Banco Bradesco de Investimentos.

² Bacharela em Direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie em 2013, mestranda em Direito Político e Econômico pela mesma instituição e advogada de uma grande instituição financeira, atuando na área consultiva e contenciosa tributária.

trustworthy the system is. Therefore, this paper examines the need for regulation of HFT in Brazil. The suppression of this regulatory omission would rise Brazil to the same level of European Union, region that has already developed discussions related to the regulation of HFT, emerging as pioneer for the regulation of such technology in the equity market.

KEY WORDS

High frequency trading; regulatory agencies; self-regulation; capital markets.

INTRODUÇÃO

Tendo em vista a necessidade de uma postura mais ativa do Estado frente ao impacto da conjuntura econômica na sociedade, pode-se dizer que o Direito Econômico e as primeiras concepções acerca de regulação surgiram em contraposição aos ideais da não intervenção estatal proposta pelo liberalismo econômico. Portanto, não se pode falar em Direito Econômico sem que se fale em República de Weimar e em Primeira Guerra Mundial.

Antes da celebração do armistício da Primeira Guerra, de 11 de novembro de 1918, a Alemanha foi palco de diversas disputas internas que culminaram na República de Weimar. Vale ressaltar que na noite de 7 de novembro, proclamou-se, na Baviera, uma República Democrática e Socialista, por meio dos partidos de esquerda mais radicais. Em 9 de novembro, o partido socialista alemão proclamou a República na chancelaria de Berlim. No final de 1918, já com uma nova lei eleitoral, realizaram-se as eleições para formar o congresso dos representantes das províncias imperiais, que, eleito, vota em janeiro de 1919 pela convocação da Assembleia Nacional Constituinte (BAGNOLI, 2005, p. 3).

Assim, o fim da Primeira Guerra Mundial acarretou, dentre outras consequências, o surgimento da Primeira República Alemã, instituída e elaborada na cidade da Saxônia: Weimar. A chamada “República de Weimar” seria então um dos primeiros estados a alçar a proteção dos direitos sociais e as limitações do poder econômico ao nível constitucional.

Gilberto Bercovici *apud* Carlos Miguel Herrera entende existir três níveis de organização econômica na Constituição de Weimar:

O primeiro nível seria o dos direitos fundamentais, sociais e econômicos, como o direito ao trabalho (art. 163), a proteção ao trabalho (art. 157), o direito à assistência social (art. 161), e o direito de sindicalização (art. 159). Outro nível social seria o do controle da ordem econômica capitalista por meio da função social da propriedade (art. 153) e da possibilidade de

socialização (art. 156). Finalmente, o terceiro nível seria o mecanismo de colaboração entre trabalhadores e empregados por meio de conselhos (art. 165). Com esta organização, a ordem econômica de Weimar tinha o claro propósito de buscar a transformação social, dando um papel central aos sindicatos para a execução desta tarefa (BERCOVICI, 2005, p. 18).

Percebe-se, assim, por meio da Constituição de Weimar, uma nova proposta: a de se construir uma atividade econômica voltada para o bem-estar social. Antes mesmo de sua promulgação, outros textos já exaltavam a mesma proposta, como a Constituição do México, de 1917, e a encíclica *Rerum Novarum* do Papa Leão XIII, de 1891, que tratava da condição dos operários e lhes propunha auxílio, inclusive por meio da forte intervenção estatal³.

Esses ideais começaram a surgir como crítica ao Estado Liberal, que, por sua vez, surgiu em contraposição ao estado absolutista e, pautado nos ideais iluministas, contando com a força da burguesia, tinha por base a igualdade, a liberdade e a propriedade. Todavia, a liberdade proposta pelo Estado Liberal devia ser considerada como meramente formal, resumida à liberdade de mercado, uma vez que a propriedade era privada, ou seja, a beneficiária daquela propalada liberdade era a própria burguesia.

Dentro do Estado Liberal, acreditava-se que o melhor a ser feito era deixar os indivíduos à própria sorte, pois somente assim desenvolveriam a capacidade necessária para organizar a sociedade e o mercado. Ganhava força, então, a ideia de que as normas de preço, gastos e distribuição de renda bastariam por si só e manteriam a estabilidade social (SMITH, 1985, p. 119). Tais ideias ficaram conhecidas sob a expressão *laissez-faire*. Nasceram, então, como base nessas ideias, as constituições liberais.

Para Wahsington Peluso Albino de Souza, as constituições (ditas) liberais brasileiras – tanto a do Império, de 1824, quanto a (dita) Republicana, de 1981 – declaravam adotar a linha de abstenção do Estado na atividade econômica. Sendo assim, a técnica de legislar foi a de não se referir ao fato. Havia, portanto, um conjunto de princípios garantidores da liberdade de iniciativa e de uso pleno da propriedade privada, sendo que tanto o conceito de livre-iniciativa quanto o conceito de propriedade privada eram tidos como definidores das bases ideológicas necessárias e dos fundamentos da

³ Nesse sentido, leia-se o seguinte excerto: “Os direitos, em que eles se encontram, devem ser religiosamente respeitados e o Estado deve assegurá-los a todos os cidadãos, prevenindo ou vingando a sua violação. Todavia, na proteção dos direitos particulares, deve preocupar-se, de maneira especial, dos fracos e dos indigentes. A classe rica faz das suas riquezas uma espécie de baluarte e tem menos necessidade da tutela pública. A classe indigente, ao contrário, sem riquezas que a ponham a coberto das injustiças, conta principalmente com a proteção do Estado. Que o Estado se faça, pois, sob um particularíssimo título, a providência dos trabalhadores, que em geral pertencem à classe pobre”. Disponível em: http://www.vatican.va/holy_father/leo_xiii/encyclicals/documents/hf_1-xiii_enc_15051891_rerum-novarum_po.html. Acesso em: 17 de maio de 2014.

definição liberal (SOUZA, 2005). Influenciado por esses princípios, o Brasil copiou o modelo europeu de exploração da atividade econômica na época do surgimento e exaltação do liberalismo.

Em profunda reflexão acerca da crescente tensão entre o liberalismo e o protecionismo, Karl Polanyi observou que a autorregulação seria um remédio insuficiente para estancar as feridas provocadas pela economia de mercado, sobretudo o aprofundamento da pobreza. Tal cenário, presente em meados do fim do século XIX e início do século XX, passaria a ser o maior demandante por uma ação do Estado, que se viu obrigado a mudar de postura. Disse o referido autor:

Como último recurso, a autorregulação imperfeita do mercado levou a uma intervenção política. Os governos tiveram que responder às pressões quando o ciclo comercial deixou de corresponder e restaurar o emprego, quando as importações deixaram de produzir exportações, quando as regulamentações da reserva bancária ameaçaram os negócios com o pânico, quando devedores estrangeiros recusaram-se a pagar. Numa emergência, a unidade da sociedade afirmou-se por intermédio da intervenção (POLANYI, 2000, p. 243).

A verdade é que o modelo liberal sempre encontrou diversas críticas, mas a conjuntura econômica mundial adversa era muito mais forte, e a crise econômica gerou um sentimento antissemita e antimarxista. Esse contexto possibilitou o fortalecimento do Partido Nacional Socialista Trabalhador Alemão, sob a liderança de Adolf Hitler, um dos maiores fomentadores da Segunda Guerra Mundial (BAGNOLI, 2005). Posteriormente, notou-se a tendência da transferência do poder de direção da economia para o Estado, o que se intensificou no contexto pós-Segunda Guerra. O cenário requeria a figura de um mantenedor do equilíbrio econômico, político e jurídico. Surgiu, então, um novo Estado: o Estado Social.

É por isso que a intervenção do Estado no domínio econômico só passou a existir, de fato, no contexto pós-Segunda Guerra Mundial, momento que inaugurou, a partir da perspectiva do Direito Econômico, a intervenção regulatória, cujo intuito é estabelecer limites jurídicos ao poder econômico.

A noção de intervenção regulatória está amparada pelos conceitos de neoliberalismo⁴ e de keynesianismo⁵ das décadas de 1950 e 1960, e pode ser

⁴ Produto do liberalismo econômico neoclássico, o termo se refere a uma redefinição do liberalismo clássico, influenciado pelas teorias econômicas neoclássicas. Trata-se de nova hipótese de liberalismo, que prevê a intervenção do Estado na economia.

⁵ A escola keynesiana ou keynesianismo é a teoria econômica consolidada pelo economista inglês John Maynard Keynes, que consiste em uma organização político-econômica oposta às concepções

identificada como ato de natureza originariamente política, politizando, assim, o ato econômico (PELUSO, 2005).

Tal intervenção, contudo, exige um aperfeiçoamento crescente do comando da área econômica. Na contemporaneidade, a agência reguladora, a partir desse aspecto, tem sido elemento importante para o desempenho da atividade de normalização, uma vez que garante a referida especificidade no que tange aos limites do mercado regulado.

Nesse sentido, proferiu Washington Peluso Albino de Souza:

A atividade regulatória, por sua vez, pressupõe: I) a existência de um poder econômico central; II) o funcionamento de um aparelho de estudos; III) a administração paralela encarregada da execução das decisões econômicas; IV) planejamento; V) regulação propriamente dita (por meio de **agência reguladora**); VI) contratação com particular para efetuar medidas de responsabilidade natural do Estado (PELUSO, 2005, p. 343, grifo nosso).

Dessa forma, ainda que essa atividade regulatória seja fruto da mentalidade liberal, calcada na redução do papel do Estado como provedor de serviços públicos, a interferência da agência reguladora é um pressuposto para que exista a atividade regulatória autônoma.

Na área de investimentos, com *status* de agência reguladora, desponta no Brasil a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), criada pela Lei n. 6.385/1976, com a competência de regulamentar e fiscalizar o mercado de capitais. Já no que diz respeito às concessões de crédito e financiamentos, quem regula as instituições financeiras é o Banco Central do Brasil, como veremos a seguir.

Tais órgãos têm a missão de acompanhar a dinâmica do mercado de forma mais rápida e mais apropriada que o Poder Legislativo, criando o arcabouço jurídico do mercado de capitais. Isso porque normalmente o mercado inova, antecipando-se à lei. Na esteira de tais inovações, surge o *High-Frequency Trading* (HFT), uma forma inovadora de negociação baseada em algoritmos, cuja regulamentação, conforme se verá adiante, ainda não ocorreu no Brasil.

Portanto, propõe-se, por meio deste artigo, que seja desenhada uma regulação que tutele a inovação tecnológica, mas especificamente sob a óptica das sociedades corretoras de valores mobiliários.

1 A DINÂMICA DAS SOCIEDADES CORRETORAS E A SUA RELAÇÃO COM A TECNOLOGIA

neoliberalistas, fundamentada na afirmação do Estado como agente indispensável de controle da economia.

As sociedades corretoras têm papel de auxiliares do sistema financeiro nacional e foram regulamentadas pela Resolução n. 1.655, de 26 de outubro de 1989, o Banco Central do Brasil, sendo habilitadas à prática das atividades que lhe são atribuídas pela Lei n. 4.728/1965 e Lei n. 6.385/1976, estando também sujeitas à regulamentação emanada da CVM.

Tratam-se de instituições típicas do mercado acionário, operando com a compra venda e distribuição de títulos e valores mobiliários. Sendo assim, ela é considerada uma intermediadora do mercado: funcionando como ponte de acesso entre os investidores e o ambiente de bolsa, além de atuar como subcustodiante dos títulos, dentre outras atividades.

Até o início de março de 2009, com a edição da Decisão-Conjunta BACEN/CVM n. 17, as sociedades corretoras eram as únicas autorizadas a realizar a referida intermediação. Todavia, após a edição de tal decisão, estabeleceu-se que as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários também ficariam autorizadas a operar diretamente nos ambientes e sistemas de negociação dos mercados organizados de bolsa de valores. Da mesma forma que as corretoras, as distribuidoras de valores cobram taxas e comissões por seus serviços⁶.

Referir-se, contudo, às sociedades corretoras apenas como intermediadoras é simplificar demais um trabalho de intensa complexidade. Para tanto, faz-se necessário conhecer seu objeto social, o qual se estende a: operar em bolsa de valores⁷; subscrever, emissões de títulos e valores mobiliários para revenda⁸; intermediar oferta pública; comprar e vender títulos e valores mobiliários por contra própria e de terceiros, observada regulamentação baixada pela Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central do Brasil nas suas respectivas áreas de competência; subscrever carteiras; realizar custódia de títulos e valores mobiliários; administrar, transferir e autenticar endossos, desdobramento de cautelas, de recebimento e pagamento de resgates, juros e outros proventos de títulos e valores mobiliários; atuar com funções de agente fiduciário; instituir, organizar e administrar fundos e clubes de investimento; constituir

Decisão disponível em: <http://www.cvm.gov.br/Port/Atos/DecCon/Bccvm17.asp>⁶. Acesso em 29 de junho de 2014.

⁷ Neste sentido, faz-se saber que as operações em bolsa de valores necessariamente precisam ser realizadas por intermediário. Ou seja, diferentemente da prática em mercado de balcão, quando se fala em ambiente de bolsa, a intermediação da sociedade corretora faz-se necessária.

⁸ Nesse sentido, faz-se saber que a sociedade corretora não atua como escritor de ações, mas, tão somente, como intermediário que realiza subcustódia e negociações de ativos no âmbito da bolsa de valores e da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLIC).

sociedade de investimento – capital estrangeiro e administrar a respectiva carteira de títulos e valores mobiliários; exercer as funções de agente emissora de certificados; manter serviços de ações escriturais; emitir certificados de depósito de ações; emitir certificados de cédulas pignoratícias de debêntures; intermediar operações de câmbio, praticando operações no mercado de câmbio de taxas flutuantes; praticar operações de conta margem⁹; realizar operações compromissadas; praticar operações de compra e venda de metais preciosos; operar em bolsas de mercadorias e de futuros por conta própria e de terceiros, observada regulamentação baixada pela Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central do Brasil nas suas respectivas competências; prestar serviços de intermediação e de assessoria ou assistência técnica.

Ademais, também fica estabelecido, pela mesma resolução supramencionada, que as sociedades corretoras podem exercer outras atividades, desde que sejam expressamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários.

Para a consecução das diversas atividades mencionadas anteriormente, as sociedades corretoras colocam diferentes meios tecnológicos à disposição de seus clientes, a depender de seus perfis e demandas, conforme se verá mais detalhadamente adiante. Inclusive, algumas tecnologias como o *high frequency trading*, que apesar de seu potencial efeitos sobre o mercado, sejam eles positivos ou negativos, não se encontram regulados.

2 AS SOCIEDADES CORRETORAS E SEU RELACIONAMENTO COM OS OUTROS PARTICIPANTES DE MERCADO: UMA RELAÇÃO POR MEIO DA TECNOLOGIA

Os participantes do mercado de capitais podem ser vistos em dois grupos: os que normatizam e os que operacionalizam (PINHEIRO, 2008, p. 196).

Os agentes que normatizam os mercados de capitais no que tange às corretoras são basicamente a Comissão de Valores Mobiliários¹⁰ e a BM&FBovespa¹¹.

⁹ A conta margem constitui nada mais do que uma modalidade de crédito fornecida pela sociedade corretora para que o investidor possa comprar ativos.

¹⁰ A Comissão de Valores Mobiliários, embora seja a ferramenta mais eficiente do Estado de intervenção estatal, no que tange às sociedades corretoras, não é única ferramenta de intervenção. Isso porque o Banco Central do Brasil desempenha função subsidiária na regulação das sociedades corretoras, conforme elucida o art. 2º da Resolução n. 1.655, de 26 de outubro de 1989, em seu inciso XIX. Nesse mesmo sentido, versa o art. 6º da mesma resolução ao entender que o Banco Central do Brasil possui autonomia

As sociedades corretoras são agentes operacionais. Junto a elas relacionam-se os seguintes participantes de mercado: os investidores pessoas físicas; os investidores pessoas jurídicas não institucionalizados; os investidores institucionais; os agentes autônomos de investimento; e as companhias de capital aberto.

De todas estas figuras, três necessitam de uma análise mais minuciosa: as pessoas físicas, os investidores institucionais e os agentes autônomos de investimento.

2.1 AS PESSOAS FÍSICAS E O MERCADO DE CAPITAIS

Geralmente, os investidores pessoas físicas são captados por agências bancárias cujo conglomerado financeiro possua uma sociedade corretora ou via propaganda *on-line* cuja adesão dá-se por meio de contratação de sistema *Home Broker* (sistema exclusivo que permite que ordens de compra e venda de ativos sejam enviados à bolsa em poucos segundos, por meio da *internet*, após registro em infraestrutura tecnológica virtual da sociedade corretora).

Dada a maneira com que esses investidores são captados no mercado, variando em seus perfis e conhecimento a respeito de suas regras e tolerância a perdas, há forte discussão sobre aplicabilidade do Código de Defesa do Consumidor em demandas que envolvam pessoas físicas, o que ainda não é totalmente pacífico, uma vez o investimento no mercado de capitais é atividade em que o risco se apresenta como característica inerente¹².

2.1.1 Investidores institucionais

Os investidores institucionais são os maiores participantes do mercado de capitais e se dividem em: sociedades seguradoras, fundos de pensão, clubes de investimento em ações, fundos de investimento e sociedades de capitalização.

para cancelar o registro da sociedade corretora se verificado que ela não opera após seis meses de licença concedida.

¹¹ Lembra-se que a normatização da BM&FBovespa não é estatal, mas, sim, autorregulação de mercado.

¹² Nesse sentido, o STJ já chegou inclusive a aplicar a Súmula n. 297, segundo a qual “O Código de Defesa do Consumidor é aplicável às instituições financeiras”. No acórdão REsp n. 1.196.627, a corte entendeu ser nula a cláusula de eleição de foro em contrato firmado entre pessoa física e o banco atuante como corretor de ações”.

As *sociedades seguradoras* são obrigadas a destinar seus investimentos para a cobertura de sinistros conforme as regras do Conselho Monetário Nacional e do Conselho Nacional de Seguros Privados¹³.

Os *fundos de pensão* nada mais são do que entidades de previdência privada. Elas podem ser divididas em três grandes grupos, que são: entidades fechadas¹⁴, entidades abertas¹⁵ e fundos de aposentadoria individual.

Clubes de investimento são associações de investidores conforme disciplina o art. 1º da Instrução CVM n. 494, de 20 de abril de 2011. Não podem ultrapassar cinquenta pessoas e precisam necessariamente de três figuras: um administrador (obrigatoriamente membro de uma sociedade corretora), um gestor (ou um comitê formado por três pessoas) e um representante dos investidores (condôminos).

Os *fundos de investimento*, por sua vez, são condomínios cujos aplicadores/investidores compartilham riscos. É aplicação que se trata de hipótese de aquisição de cotas representativas do patrimônio do fundo.

Sociedades de capitalização são entidades, constituídas sob a forma de sociedades anônimas, que negociam contratos (títulos de capitalização) os quais tenham por objeto o depósito periódico de prestações pecuniárias pelo contratante, o qual terá, depois de cumprido o prazo contratado, o direito de resgatar parte dos valores depositados corrigidos por uma taxa de juros estabelecida contratualmente¹⁶.

Todos esses entes relacionam-se com as sociedades corretoras por meio de tecnologia e parcialmente reguladas.

2.1.2 Agentes autônomos de investimento

Agente autônomo é a pessoa física ou jurídica que obtém um registro na Comissão de Valores Mobiliários para intermediar os negócios realizados pelos investidores através das corretoras de valores mobiliários. Trata-se, portanto, de figura que no mercado funciona como captador de novos investidores com as sociedades corretoras.

O agente autônomo de investimento está autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para realizar, sempre sob a responsabilidade e como preposto de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, as atividades de:

13 Confirmam-se as seguintes normas Resolução n. 1.363/1987; Decreto-Lei n. 73/1966, art. 28; e Lei Complementar n. 109/2001.

14 Referem-se a um grupo restrito de trabalhadores. Por exemplo: OAB.

15 Voltadas para o público sem restrições.

16 Vide: <http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/sc.asp>. Acesso em: 17 de julho de 2013, às 12:13.

prospecção e captação de clientes; recepção de ordens de compra ou venda de valores mobiliários; registro de ordens de compra ou venda de valores mobiliários em sistemas de negociação eletrônica; transmissão de ordens de compra ou venda de valores mobiliários por meio de sistemas de negociação eletrônica; e prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado.

Atualmente, tem-se verificado uma alta demanda de ações trabalhistas propostas por agentes autônomos na qualidade de pessoa física, a partir das quais esses agentes frequentemente pleiteiam o reconhecimento do vínculo empregatício com as sociedades corretoras. Destarte, o Tribunal Superior do Trabalho tem se posicionado no sentido de reconhecer esse vínculo nos termos da decisão¹⁷ do Tribunal Superior do Trabalho, a seguir transcrita:

[...] Note-se que se discute até mesmo a partir de quando essa alteração formal se daria, sem qualquer indicativo de mudança na relação de fato existente" e que, portanto, "não se demonstrou alteração na relação de trabalho em tela, sob a ótica da subordinação, objetiva e subjetiva" e que não há "qualquer indicativo nos autos de que o reclamante tivesse o controle pleno na execução do serviço, que induzisse a crer na existência de trabalho autônomo". Por conseguinte, deu a exata subsunção da descrição dos fatos ao conceito contido nos artigos supracitados, bem como no artigo 9º da Consolidação das Leis do Trabalho, que dispõem, respectivamente:

Art. 2º – Considera-se empregador a empresa, individual ou coletiva, que, assumindo os riscos da atividade econômica, admite, assalaria e dirige a prestação pessoal de serviço.

Art. 3º – Considera-se empregado toda pessoa física que prestar serviços de natureza não eventual a empregador, sob a dependência deste e mediante salário..

Art. 9º – Serão nulos de pleno direito os atos praticados com o objetivo de desvirtuar, impedir ou fraudar a aplicação dos preceitos contidos na presente Consolidação.

Nesses termos, a própria Justiça do Trabalho não compreende a validade do agente autônomo de investimento enquanto instituição participante do mercado quando ele não for bem definido. É por isso que, no âmbito prático, as sociedades corretoras com um departamento jurídico preventivo mais ativo têm evitado a figura de agentes autônomos pessoa física: em especial, aqueles que trabalham dentro da própria sociedade corretora.

¹⁷ AGRADO DE INSTRUMENTO. RECURSO DE REVISTA. NEGATIVA DE PRESTAÇÃO JURISDICIONAL. VÍNCULO DE EMPREGO. SALÁRIO. Nega-se provimento a agravo de instrumento que visa liberar recurso despido dos pressupostos de cabimento. Agravo desprovido. Vistos, relatados e discutidos estes autos de Agravo de Instrumento em Recurso de Revista n. TST-AIRR-14541-13.2008.5.03.0143, em que é Agravante ÁGORA SÊNIOR CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A. e Agravado LEONARDO PEIXOTO ESTEVÃO.

2.1.3 Mercado secundário e a necessidade da sociedade corretora como intermediária entre bolsa de valores e investidor final

Como sabido, há basicamente quatro formas para o fomento da atividade empresarial: a aplicação de capital próprio; os financiamentos e empréstimos; a emissão de debêntures¹⁸; e a negociação de títulos e valores mobiliários.

A negociação de ativos, por sua vez, pode acontecer de duas formas: no mercado primário, em que os valores mobiliários são negociados diretamente entre a companhia e seus investidores, isto é, quando as ações negociadas e o dinheiro negociado vai para o caixa da empresa ou para uma projeto específico da companhia (no momento em que a empresa emite a ação); já o mercado secundário é um consequente do mercado primário, pois nele não há, de fato, a entrada de recursos no caixa das empresas. No mercado secundário, fala-se de dois investidores renegociando os títulos advindos do mercado primário entre si. Todavia, para viabilizar essa renegociação, que resultará na troca de titularidade dos valores mobiliários, faz-se necessária a presença de uma entidade chamada de bolsa de valores.

Quando se pensa em mercado secundário, faz-se bastante visível o aparato tecnológico necessário para seu funcionamento, uma vez que as negociações de ativos no mercado secundário se concretizam com a intermediação de bolsa de valores, exclusivamente por meio eletrônico.

2.1.4 Sobre a bolsa de valores e a relação tecnológica com as sociedades corretoras

A bolsa de valores é uma sociedade empresária cujo objetivo básico é proporcionar local ou sistema adequado para efetuar operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários. Sua principal função econômica é gerar liquidez para os títulos negociados. Dessa forma, mobiliza a captação de recursos por parte das empresas para financiar seus investimentos e atividades sem depender exclusivamente de capital de terceiros (empréstimos).

Atualmente, no Brasil, a única bolsa de valores com valor significativo para o mercado é a BM&F Bovespa, sediada na capital do Estado de São Paulo, e sua relação com as sociedades corretoras, no que diz respeito à negociação de ativos é inteiramente virtual, pois o pregão viva-voz foi encerrado há alguns anos, sendo substituído pelo pregão eletrônico, razão pela qual atualmente é oferecida toda uma gama de serviços voltados para a infraestrutura tecnológica do ambiente de negociação bursátil.

¹⁸ Trata-se de alternativa para aqueles que pretendem fugir da intermediação bancária.

2.1.5 A BM&FBovespa Supervisão de Mercados e seus processos administrativos

A BM&FBovespa Supervisão de Mercados (BSM) é uma associação civil, pessoa jurídica de direito privado, sem finalidade lucrativa, que atua na fiscalização do mercado de valores mobiliários, cuja integridade busca fortalecer¹⁹.

A constituição da BSM nesses moldes foi possibilitada pela Instrução CVM n. 461/2007 ao prever que o departamento de autorregulação deve ser provido com recursos financeiros apropriados e recursos humanos especializados para a supervisão de cada um dos mercados, adotando os mecanismos de segregação que se façam necessários para a correta fiscalização.

Suas principais funções são: analisar, supervisionar e fiscalizar: operações e atividades; o cumprimento das normas legais, regulamentares e operacionais emitidas pelos órgãos reguladores e autorreguladores a que estejam sujeitos os participantes e as áreas operacionais da BM&FBOVESPA, inclusive em relação à fiscalização do cumprimento das obrigações dos emissores, apontando as deficiências verificadas no cumprimento das referidas normas e acompanhando os programas e as medidas adotadas para saná-las²⁰; manifestar-se, no âmbito de sua competência, sobre a adequação e eficácia das normas regulamentares e operacionais editadas pela BM&FBOVESPA²¹; tomar conhecimento de reclamações quanto ao funcionamento dos mercados organizados administrados pela BM&FBOVESPA, acompanhando seu andamento e as medidas adotadas para saná-las²²; instaurar, instituir, conduzir e julgar processos administrativos e disciplinares, para apurar as infrações às normas cujo cumprimento incumbe-lhe fiscalizar²³; aplicar penalidades em caso de infrações às próprias normas e às normas legais, regulamentares e operacionais e julgar os recursos contra as penalidades aplicadas²⁴; administrar o Mecanismo de Ressarcimento de prejuízos (“MRP”)²⁵; julgar as reclamações dirigidas por investidores ao MRP²⁶; colaborar com entidades nacionais ou estrangeiras que visem promover estudos, debates ou deliberações sobre temas relativos às atividades desenvolvidas por seus associados

¹⁹ Estatuto Social BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM, art. 1.

²⁰ Estatuto Social BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM, art. 3º, inciso I. alíneas “a” e “b”.

²¹ Estatuto Social BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM, art. 3º, inciso II.

²² Estatuto Social BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM, art. 3º, inciso III.

²³ Estatuto Social BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM, art. 3º, inciso VI.

²⁴ Estatuto Social BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM, art. 3º, inciso V.

²⁵ Estatuto Social BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM, art. 3º, inciso VI.

²⁶ Estatuto Social BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM, art. 3º, inciso VII.

ou pela própria BSM²⁷; participar de fóruns ou entidades nacionais e estrangeiras que visem a promover estudos, debates ou deliberações sobre temas relativos à autorregulação do mercado de valores mobiliários²⁸; estabelecer normas e regulamentos necessários ao desempenho de suas próprias funções²⁹; atestar que a admissão à negociação na BM&FBOVESPA está em conformidade com os requisitos previstos nas regras aplicáveis aos demais emissores, bem como monitorizar continuamente esta conformidade³⁰; fiscalizar as operações com valores mobiliários³¹.

Vale ainda ressaltar que a atuação da BSM é viabilizada pela ausência de subordinação hierárquica em relação à BM&FBOVESPA, por se caracterizar como autoridade administrativa independente e por sua autonomia financeira, administrativa e orçamentária.

Quando a BSM atua as sociedades corretoras, instaurando processo administrativo, cabe ao departamento jurídico da sociedade corretora elaborar suas defesas e recursos, as quais, via de regra, apresentam alto rigor técnico. Trata-se de alternativa vantajosa ao processo judicial, tanto pelo nível técnico mais adequado às especificidades do mercado de capitais, quanto pela maior celeridade na tramitação do processo administrativo em comparação com a morosidade normalmente encontrada no Poder Judiciário.

Assim, a BSM vem cada vez mais assumindo papel de protagonista na autorregulação das sociedades corretoras, paralelamente ao papel da própria CVM e, portanto, também se apresenta como fonte de demandas para os departamentos jurídicos daquelas sociedades na medida em que essas devem atender aos seus ofícios, a fim de padronizar minutas contratuais, bem como adequar os procedimentos internos e de mercado.

Vale notar que a atuação da BSM em várias facetas também se dá por meios eletrônicos, por exemplo, publicando boletins normativos e divulgando recomendações às corretoras, mas sobretudo na complexa tarefa de supervisionar as operações realizadas no âmbito da BM&FBOVESPA diariamente, atividade esta que envolve a busca por identificar condições artificiais de demanda, eventuais manipulações de preços, práticas não equitativas, e o possível uso de informações privilegiadas ou outras irregularidades.

²⁷ Estatuto Social BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM, art. 3º, inciso VIII.

²⁸ Estatuto Social BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM, art. 3º, inciso IX.

²⁹ Estatuto Social BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM, art. 3º, inciso X.

³⁰ Estatuto Social BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM, art. 3º, inciso XI.

³¹ Estatuto Social BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM, art. 3º, inciso XII.

3 ENTENDENDO A INOVAÇÃO TECNOLÓGICA, SUA IMPORTÂNCIA PARA A ECONOMIA E A NECESSIDADE DE UMA REGULAÇÃO FORTE NAS OPERAÇÕES DE ALTA FREQUÊNCIA: O *HIGH FREQUENCY TRADING*

A inovação tecnológica é hoje um ponto estratégico dos principais países do sistema mundial moderno, demandando alto grau de articulação entre empresas e Estados (OCTAVIANI, 2005).

Alice H. AMSDEM classifica a hierarquia do sistema mundial entre (i) países do “Atlântico Norte”, aqueles que se industrializaram, cresceram e se tornaram globais no século XIX; (ii) países “resto”, aqueles que se industrializaram tardiamente, no século XX; e (iii) países “resquício”, aqueles que ainda não se industrializaram.

O mercado de capitais não fica alheio às inovações tecnológicas e, no âmbito das sociedades corretoras de valores mobiliários, já foi possível constatar que não apenas é importante como também necessária a regulação do emprego de ferramentas tecnológicas em todas as relações que as sociedades corretoras estabelecem, haja vista que a confiança (ou ao menos a menor incerteza possível) é a pedra fundamental do sistema e sua ausência é capaz de gerar crises profundamente danosas (CALADO, 2009, p. 41).

Nessa ordem de ideias, cabe esclarecer que o *high frequency trading* consiste em um sistema de ordens comandado por fórmulas e algoritmos³² matemáticos que, aplicados a um roteador de ordens, captam e interpretam as oscilações do mercado de bolsa e emitem inúmeras ordens automatizadas de compra ou venda, de pequeno volume, por meio da internet, realocando rapidamente o capital em transações que chegam a ocorrer em milésimos de segundos.

O objetivo do HFT é realizar inúmeras operações dentro do mesmo pregão, com resultados extremamente baixos em termos de valores (em torno de centavos), isto é, fazer dinheiro no menor prazo possível.

³² De acordo com a definição dada por Bruno Tonet e Cristian Koliver (data não conhecida), em material didático elaborado pelo Núcleo de Apoio à Aprendizagem de Programação da Universidade de Caxias do Sul, um algoritmo é “uma sequência de instruções finita e ordenada de forma lógica para a resolução de uma determinada tarefa ou problema”. Disponível em: http://www.cefetsp.br/edu/adolfo/disciplinas/lpro/materiais/Linguagem_Visualg2.0.pdf. Acesso em: 22 de maio de 2014.

Na prática, pode-se dizer que o HFT substituiu o investidor, pessoa natural, que demoraria muito mais tempo do que a máquina para analisar as situações e tomar decisões. Assim, em um primeiro olhar, pode-se imaginar que as operações realizadas por HFT prescindem da presença de um investidor, no entanto, é fácil vislumbrar que a frieza da máquina talvez não seja capaz de captar as diferenças e particularidades de cada empresa na qual se pretende investir, ademais, é o próprio investidor que deve definir as estratégias aplicadas ao roteador. Por isso, espera-se que o investidor continue sendo diligente para acompanhar os resultados e mesmo para controlar as variáveis que podem interferir nesse processo, como eventuais erros no sistema ou a instabilidade dos servidores de internet.

Em diversos mercados ao redor do mundo, o HFT tem sido cada vez mais utilizado, passando de 60% das operações realizadas em *Wall Street* e apesar dos resultados positivos apresentados quando do uso do HFT, tal ferramenta encontra críticas, entre as quais pode ser citada o fato de que os investidores do HFT podem manipular o mercado emitindo ordens de compra ou venda, que podem dar a impressão artificial de que um ativo está se valorizando ou se desvalorizando rapidamente.

Exemplo emblemático disso foi o acontecimento chamado de *flash crash* (“quebra instantânea”). No dia 6 de maio de 2010, uma queda súbita no valor dos ativos negociados em *Wall Street* provocada por uma única ordem de venda de bilhões de dólares abalou ainda mais o mercado financeiro ao redor do mundo, já assombrados com os efeitos ainda fortes da crise iniciada em 2008. Naquele dia, muito se especulou sobre de onde teria surgido tal ordem.

No mercado de capitais brasileiro, seu uso é relativamente recente, e tem crescido de forma bastante lenta, ainda que a CVM tenha propiciado aos investidores mais formas de acesso direto ao mercado. Isso porque, conforme demonstrado em relevante artigo científico da Lavra e Araújo e Montini (2013) em que os pesquisadores analisaram estatisticamente a relação entre preço e volume na bolsa de valores brasileira em momentos antes e pós-iniciação das operações em HFT, o número de negociações baseadas nessa estratégia não tem sido suficiente para influenciar o volume de negócios na BMF&Bovespa.

Mesmo assim, há quem considere que o atual momento é propício para o crescimento das operações de alta frequência, haja vista que pode ser observada uma crescente demanda de busca de informações sobre o tema por parte dos investidores, que nem sempre encontram publicações capazes de elucidar suas dúvidas.

Recentemente, o Parlamento Europeu aprovou dois novos diplomas normativos, sendo um regulamento destinado a ampliar a transparência e o acesso a plataformas de negociação, e uma diretiva dispendo acerca da autorização e organização de plataformas de negociação e proteção de investidores que, entre outros pontos, regula o uso do HFT. Agora, as duas novas normas precisam ser publicadas no Diário Oficial da União Europeia.

Em termos de regulamentação, não há no Brasil um referencial, seja por parte dos órgãos oficiais, notadamente a CVM, seja por parte dos organismos autorregulamentadores. O mais próximo de uma autorregulamentação à qual é possível fazer referência no país, são os ofícios circulares publicados pela BM&FBovespa, especialmente a Carta Circular n. 028/2010, dispendo sobre a política de tarifas aplicáveis aos investidores HFT. É interessante notar que o referido documento traduz a intenção da BM&FBovespa de incrementar os negócios de HFT ao dizer que o Brasil é atraente para os *high frequency traders* nacionais e internacionais porque esses agentes trazem maior liquidez ao mercado, beneficiando todos os investidores. Além disso, verifica-se que o valor das tarifas é menor quanto maior o volume de transações praticadas.

Adicionalmente, para que um investidor seja cadastrado como *high frequency trader* e mantido nessa condição, é necessário que a pessoa preencha determinados requisitos, avaliados por um comitê próprio, como equipamento que atenda as especificações técnicas mínimas necessárias e o volume de transações a serem negociadas. A comunicação entre o investidor e a BM&FBovespa para fins de cadastramento do *high frequency trader* não ocorre diretamente, mas sim por meio de uma sociedade corretora de valores.

A respeito do assunto, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima) já se pronunciou no sentido de que não há no mercado um consenso em torno da necessidade de regulação do HFT³³ e em quais moldes se daria essa regulação. Publicou ainda um estudo a respeito daquelas que, para a referida entidade, seriam as principais medidas estudadas para o tratamento regulatório do HFT.

A Anbima também mostrou, com base em um estudo feito pelo governo britânico, que a regulação do HFT deveria abordar entre outros pontos: (i) a notificação

³³ Íntegra do documento publicado pela ANBIMA disponível em http://www.anbima.com.br/arqs/radar_ri/201304/201304_radar_anexo_HFT.pdf. Acesso em: 22 de maio de 2014.

de algoritmos ao regulador para que sejam evitados os envios errôneos de ordens ao mercado; (ii) *circuit breakers*, que são mecanismos de interrupção, limitação ou suspensão dos negócios em um ambiente de negociação para o caso de determinados acontecimentos anômalos ou movimentos bruscos no mercado; (iii) limites de intervalos mínimos de apregoação, que são as diferenças mínimas entre os preços cotados; obrigações para os formadores de mercados, o que obrigariam os investidores HFT's a permanecerem no mercado com seus algoritmos, mesmo em um ambiente de estresse; (iv) um tempo mínimo de vigências das ordens, com o objetivo de evitar o cancelamento de ordens postadas em um período muito curto de tempo; e (v) um imposto sobre essas transações, com a finalidade de desestimular as transações muito rápidas quando necessário.

Muitas fraudes, todavia, já foram detectadas não apenas no Brasil, mas também em diversos outros mercados, tendo sido efetuadas com tal espécie de transação e, apesar disso, nenhuma forma de regulação foi editada pelas autoridades brasileiras, notadamente a CVM, e tampouco as entidades de autorregulação se articularam no sentido de tutelar essa espécie de inovação no âmbito das sociedades corretoras. O mesmo deve ser feito com outras tecnologias pouco reguladas ou não reguladas nas relações que as sociedades corretoras estabelecem.

Tendo em vista esse impacto que a tecnologia exerce sobre o mercado de capitais, a regulação do uso de ferramentas tecnológicas tem o condão proporcionar a todos os participantes do mercado maior igualdade de condições, maior segurança aos investidores, o que confere maior confiabilidade ao sistema e, logo, fortalece-o.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A interferência das inovações tecnológicas em todas a tessitura social, assim como a constante necessidade de regulação do mercado financeiro, que está em constante transformação, são realidades que não podem ser desconsideradas pelos órgãos reguladores e autorreguladores, sobretudo porque a experiência recente mostra que a liberdade excessiva pode gerar efeitos imprevisíveis. Prova disso foi a última crise econômico-financeira que assolou os mercados a partir de 2008, com consequências ainda sentidas ainda em 2014, e das quais não se pode prever o fim.

As sociedades corretoras desempenham papel de importância na economia, haja vista que ao colocar em contato os poupadores e os recebedores de recursos, impulsionam as bolsas de valores e, portanto, são essenciais para o funcionamento do

universo dos mercados de capitais. Todavia, verifica-se que a tecnologia é essencial para o funcionamento da própria sociedade corretora de valores mobiliários, uma vez que a maioria das suas relações se estabelecem por meio dela.

Nessa seara, o HFT ainda é incipiente no Brasil e seus benefícios e malefícios ainda não estão totalmente claros. Com base nas fontes pesquisadas, verifica-se que não há provas de que a adoção do HFT traga impactos positivos sobre a liquidez e a volatilidade dos mercados.

Por outro lado, a tecnologia, por si só, não é a culpada pelas falhas no sistema, e tampouco a salvadora. Tudo irá depender dos parâmetros éticos e regulatórios adotados no emprego dessa ferramenta. Precisa-se, portanto, de uma regulação que tutele fortemente o uso dessas tecnologias e, principalmente, uma tutela mais próxima e direta das operações de *high frequency trading*, uma vez que diversas fraudes vêm ocorrendo sem que nenhum posicionamento formal dos reguladores de mercado ainda foi constatado, seja para viabilizar a aplicação de sanções ou mesmo para prevenir tais atitudes.

5 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABASCAL, Eduardo M. *Investir em Bolsa*. Madrid: McGraw-Hill, 1999.

AGUILLAR, Fernando. *Direito Econômico: do direito nacional ao direito supranacional*. 3. ed. Atlas, 2012.

ALDRIDGE, I. *High-Frequency trading: a practical guide to algorithmic strategies and trading systems*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2010.

ARAÚJO, A. C.; MONTINI, A. A. “High frequency trading: abordagem clássica para análise de preço-volume em uma nova microestrutura de mercado”. In: *Seminários em Administração*. São Paulo: XVI Seminários em Administração, 2013.

BAGNOLI, Vicente. *Direito e Poder Econômico*. São Paulo: Atlas, 2005.

BERCOVICI, Gilberto. *Constituição e estado de exceção permanente: atualidade de Weimar*. Rio de Janeiro: Azougue Editorial, 2004.

CALADO, Luiz Roberto. *Regulação e autorregulação do mercado financeiro: conceito, evolução e tendências num contexto de crise*. São Paulo: Saint Paul, 2009.

GRAU, Eros Roberto. *Interpretação e crítica da ordem econômica na constituição de 1988*. São Paulo: Malheiros, 2010.

NUSDEO, Fábio. *Curso de Economia – Introdução ao Direito Econômico*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010.

PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas*. São Paulo: Atlas, 2008.

POLANYI, Karl. *A grande transformação: as origens da nossa época*. Tradução de Fanny Wrobel. 2.ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

OCTAVIANI, A. *Hegemonia e direito: uma reconstrução do conceito de Gramsci*. Dissertação de Mestrado. São Paulo: Departamento de Ciência Política da FFLCH-USP, 2005.

KEYNES, John Maynard. *The end of laissez-faire*, 1926, acessado em *Panarchy – a gateway to selected documents and web sites*, no sítio <http://www.panarchy.org/keynes/laissezfaire.1926.html>. Acesso em 26 de outubro de 2012, às 21 horas.