III ENCONTRO VIRTUAL DO CONPEDI

TRANSFORMAÇÕES NA ORDEM SOCIAL E ECONÔMICA E REGULAÇÃO

MARCUS FIRMINO SANTIAGO

RICARDO HASSON SAYEG

Copyright © 2021 Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Direito

Todos os direitos reservados e protegidos. Nenhuma parte destes anais poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados sem prévia autorização dos editores.

Diretoria – CONPEDI
Presidente - Prof. Dr. Orides Mezzaroba - UFSC – Santa Catarina
Diretora Executiva - Profa. Dra. Samyra Haydêe Dal Farra Naspolini - UNIVEM/FMU – São Paulo
Vice-presidente Norte - Prof. Dr. Jean Carlos Dias - Cesupa – Pará
Vice-presidente Centro-Oeste - Prof. Dr. José Querino Tavares Neto - UFG – Goiás
Vice-presidente Sul - Prof. Dr. Leonel Severo Rocha - Unisinos – Rio Grande do Sul
Vice-presidente Sudeste - Profa. Dra. Rosângela Lunardelli Cavallazzi - UFRJ/PUCRio – Rio de Janeiro
Vice-presidente Nordeste - Profa. Dra. Gina Vidal Marcilio Pompeu - UNIFOR – Ceará

Representante Discente:
Prof. Dra. Sinara Lacerda Andrade – UNIMAR/FEPODI – São Paulo

Conselho Fiscal:
Prof. Dr. Caio Augusto Souza Lara – ESDHC – Minas Gerais
Prof. Dr. João Marcelo de Lima Assafim - UCAM – Rio de Janeiro
Prof. Dr. José Filomeno de Moraes Filho – Ceará
Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva – UFS – Sergipe
Prof. Dr. Valter Moura do Carmo – UNIMAR – São Paulo
Secretarias
Relações Institucionais:
Prof. Dra. Daniela Marques De Moraes – UNB – Distrito Federal
Prof. Dr. Horácio Wanderlei Rodrigues - UNIVEM – São Paulo
Prof. Dr. Yuri Nathan da Costa Lannes - Mackenzie – São Paulo
Comunicação:
Prof. Dr. Liton Lanes Pilau Sobrinho - UPF/Univali – Rio Grande do Sul
Profa. Dra. Maria Creusa De Araújo Borges - UFPB – Paraíba
Prof. Dr. Matheus Felipe de Castro - UNOESC – Santa Catarina
Relações Internacionais para o Continente Americano:
Prof. Dr. Heron José de Santana Gordilho - UFBA – Bahia
Prof. Dr. Jerônimo Siqueira Tybusch - UFSM – Rio Grande do Sul
Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Ramos - UFMA – Maranhão
Relações Internacionais para os demais Continentes:
Prof. Dr. José Barroso Filho – ENAJUM
Prof. Dr. Rubens Beçak - USP – São Paulo
Profa. Dra. Viviane Coêlho de Séllos Knoerr - Unicuritiba – Paraná
Eventos:
Prof. Dr. Antônio Carlos Diniz Murta - Fumec – Minas Gerais
Profa. Dra. Cinthia Obladen de Almendra Freitas - PUC – Paraná
Profa. Dra. Livia Gaigher Bosio Campello - UFMS – Mato Grosso do Sul

Membro Nato – Presidência anterior Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa – UMICAP – Pernambuco

T772
Transformações na ordem social e econômica e regulação [Recurso eletrônico on-line] organização CONPEDI
Coordenadores: Marcus Firmino Santiago; Ricardo Hasson Sayeg – Florianópolis: CONPEDI, 2021.

Inclui bibliografia
ISBN: 978-65-5648-297-2
Modo de acesso: www.conpedi.org.br em publicações
Tema: Saúde: segurança humana para a democracia

1. Direito – Estudo e ensino (Pós-graduação) – Encontros Nacionais. 2. Ordem social. 3. Regulação. III Encontro Virtual do CONPEDI (1: 2021 : Florianópolis, Brasil).

CDU: 34

CONPEDI

Conselho Nacional de Pesquisa
e Pós-Graduação em Direito Florianópolis
Santa Catarina – Brasil
www.conpedi.org.br

III ENCONTRO VIRTUAL DO CONPEDI

TRANSFORMAÇÕES NA ORDEM SOCIAL E ECONÔMICA E REGULAÇÃO

Apresentação

Depois de todas as dificuldades, desafios e novidades que o ano de 2020 trouxe, na esteira da catástrofe social e humanitária provocada pela pandemia do Covid-19, 2021 segue impondo restrições e exigindo boa vontade e criatividade para superá-las e seguir avançando. Novamente o Conpedi mostra sua resiliência e se mantém firme no compromisso de promover a pesquisa e o diálogo acadêmico em alto nível, mantendo abertos canais de comunicação qualificados tão necessários nestes tempos.

O III Encontro Virtual do Conpedi, realizado entre 23 e 28 de junho de 2021, permitiu que pesquisadores de todos os cantos do país se reunissem para compartilhar suas inquietações, aprender juntos e prosseguir na caminhada em busca de um Brasil melhor. Cada um em sua casa, todos juntos em um diálogo rico, construtivo e, acima de tudo, plural e respeitoso.

O Grupo de Trabalho Transformações na Ordem Social e Econômica e Regulação se reuniu no dia 25 de junho e, durante uma tarde inteira, pessoas do norte ao sul do Brasil estiveram juntas debatendo suas pesquisas. O encontro permitiu constatar como pesquisadoras e pesquisadores oriundos de diferentes escolas estão alinhados em torno de objetivos tão próximos. De fato, é nítida a conexão entre todos os artigos, denotando a interpenetração entre os campos jurídico, econômico e social e o cuidado em priorizar as necessidades humanas como foco da atuação estatal.

Alguns eixos temáticos podem ser identificados, a conectar os estudos apresentados:

a) A falta de regulação ou a insegurança regulatória e o dilema entre garantia da liberdade individual e social, proteção aos interesses coletivos e contenção dos riscos de arbítrio estatal. Nesta linha, merecem destaque as análises trazidas acerca de experiências de autorregulação praticadas em plataformas digitais.

b) Definições conceituais acerca do âmbito de atuação das autoridades reguladoras, tema sempre relevante, dada a necessidade de toda análise crítica e propositiva precisar se assentar em bases sólidas, além das dúvidas que ainda persistem em diversos campos de atuação do Estado nas relações econômicas e sociais.

c) Discussões sobre a eficiência da atuação estatal, dentre as quais foram contemplados temas como o debate sobre o papel estabilizador do Estado diante da pandemia do Covid-19; a dificuldade de desenhar um currículo para os cursos de Direito diante das pressões de mercado; o sempre atual problema da gestão dos precatórios judiciais. Por fim, também se fez presente um debate intrincado vindo do outro lado do Atlântico sobre a compatibilização dos diferentes sistemas normativos vigentes na União Europeia.

Os artigos contemplados por esta coletânea traduzem algumas das mais atuais e relevantes discussões de Direito & Economia e funcionam como um convite a leitoras e leitores para refletir juntos sobre problemas e alternativas para o país.

Aproveitem as leituras!

Prof. Marcus Firmino Santiago, PhD.

Instituto Brasiliense de Direito Público – IDP

Prof. Ricardo Hasson Sayeg - Professor Titular

Universidade Nove de Julho

Professor Livre-Docente da PUC/SP

AS MESAS PROPRIETÁRIAS NO BRASIL E A FALTA DE REGULAÇÃO NO DIREITO EMPRESARIAL BRASILEIRO

THE PROPRIETARY BUREAU IN BRAZIL AND THE LACK OF REGULATION IN BRAZILIAN BUSINESS LAW

Almir Teixeira Esquárcio [1]
Sérgio Henriques Zandona Freitas

Resumo

A mesa proprietária atua no mercado financeiro com o objetivo de obter lucro através da especulação de compra e de venda de ativos na bolsa de valores. A atuação da mesa proprietária ainda que incipiente no Brasil, não tem nenhuma regulação, normatização ou legislação sobre este tipo de atividade empresarial nem mesmo nos órgãos de regulação e fiscalização específicas do mercado financeiro. Importante é um estudo quanto à atividade das mesas proprietárias e a sua compatibilidade com o ordenamento empresarial brasileiro, a fim de analisar a viabilidade, credibilidade, especificação e segurança deste tipo de atividade financeira no Brasil.

Palavras-chave: Mesa proprietária, Educação financeira, Inovação digital, Regulação, Direito empresarial brasileiro

Abstract/Resumen/Résumé

The proprietary bureau operates in the financial market with the objective of obtaining profit through speculation of buying and selling assets on the stock exchange. The performance of the proprietary board, although incipient in Brazil, has no regulation, standardization or legislation on this type of business activity or even in the specific regulatory and supervisory bodies of the financial market. Important is a study regarding the activity of proprietary tables and their compatibility with the Brazilian business system, in order to analyze the feasibility, credibility, specification and security of this type of financial activity in Brazil.

Keywords/Palabras-claves/Mots-clés: Proprietary bureau, Financial education, Digital innovation, Regulation, Brazilian business law

[1] Mestrando em Direito – Instituições Sociais, Direito e Democracia – PPGD da Universidade FUMEC (MG); Bacharel em Direito - Universidade FUMEC (MG); consultor financeiro autônomo.

1. Introdução

O contexto financeiro brasileiro é de intensa movimentação e interesse em investimentos na bolsa de valores. A pandemia causada pelo novo Coronavírus estimulou ainda mais as pessoas a investirem em busca de melhor rentabilidade para suas economias, sendo as chamadas mesas proprietárias um dos grandes focos de interesse dos investidores. O presente trabalho tem por objetivo instigar a discussão acerca da atividade empresarial das chamadas mesas proprietárias e da falta de regulação destas no Direito brasileiro. Tal discussão faz-se necessário na medida em que, devido a uma maior necessidade de incrementar os investimentos impulsionada pela nova política econômica, cada vez mais brasileiros estão procurando obter melhor desempenho para suas reservas financeiras através da diversificação de investimentos e da especulação no mercado financeiro pelo acesso direto aos bancos e às corretoras, bem como cada vez mais empresários estão aproveitando a demanda para atuarem no mercado, contudo oferecendo um serviço que não é regulamentado: as mesas proprietárias.

Ademais, vários são os casos de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários através de *trader*[1] e robô[2], com a inserção de ordens artificiais de compra e venda de ativos e do uso indevido de informações privilegiadas. Estas condutas, dentre outras, são proibidas, graves e vem sendo praticadas reiteradamente, auferindo vantagens indevidas para alguns, causando prejuízos financeiros para outros e prejudicando a imagem dos agentes financeiros certificados que atuam neste segmento.

Neste contexto, pertinente é a abordagem quanto à atuação das mesas proprietárias no mercado financeiro, bem como a falta de regulação desta atividade no Brasil. Para tanto, será apresentado o conceito de negócio de uma mesa proprietária, a descrição da atividade e a atuação no mercado financeiro brasileiro. Para possibilitar uma melhor compreensão e maior abrangência sobre o tema, salutar a exposição, ao longo do trabalho, sobre os termos específicos e peculiares utilizados no mercado financeiro. Para este trabalho, por uma questão de otimização, dar-se-á ênfase nas negociações de *day trade*[3] que é o foco das operações das mesas proprietárias. Continuamente, será realizada uma explanação sobre a falta de regulação desta atividade, seja pela lacuna da lei, pela imprecisão das normas ou a ausência de parâmetros para efetiva atuação dos órgãos responsáveis pela disciplina e fiscalização do

[1] *Trader* – negociador – é o nome da profissão de quem compra e vende ativos no mercado financeiro.
[2] Robô no mercado financeiro é a designação para softwares que são desenvolvidos e programados para automatizar as operações financeiras de compra e venda de qualquer ativo durante o pregão na bolsa de valores.
[3] Day trade é o termo usado no mercado financeiro para determinar a combinação de operações de compra ou de venda realizadas durante o horário de funcionamento do mercado, dos mesmos ativos, na mesma quantidade, em um mesmo pregão, e sendo tal operação iniciada e finalizada no mesmo dia.

mercado financeiro.

Assim, com fundamento no método dedutivo e tendo como referenciais teóricos a Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976), a Lei sobre o mercado de valores mobiliários (Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976) e a Instrução CVM 8 da Comissão de Valores Mobiliários, o presente estudo pretende instigar a discussão acerca da atividade empresarial das chamadas mesas proprietárias e da falta de regulação destas no Direito brasileiro.

A linha de pesquisa adotada no trabalho será o método dedutivo; com o propósito de explicitar o conteúdo das premissas, auxiliado pela pesquisa bibliográfica e reflexões, as quais se extrairá uma conclusão.

2. O que é uma mesa proprietária

A empresa denominada mesa proprietária, também conhecida como empresa de fundo de investimento, tem como atividade empresarial precípua a especulação financeira objetivando a obtenção de lucro de altíssimo risco através de técnicas e estratégias tradicionais tais como análise gráfica, análise técnica, *tape reading*[4], *ptax*[5] e outras formas especulativas para maximizar os lucros.

A mesa proprietária não é uma empresa com foco em investimentos; a sua principal atividade financeira exercida na bolsa de valores, tem como escopo a especulação de curto prazo (*day trade*) e médio prazo (*swing trade*[6]) através da compra ou da venda de ativos, com o objetivo de obter lucro direto do mercado. Esse tipo de atividade de negociação ocorre quando pessoas físicas interessadas em lucrar com as atividades do mercado financeiro buscam obter lucro próprio e comissão sobre lucro por meio desta atividade de negociação, para si ou para terceiros – em forma de comissões sobre negociações em nome dos seus clientes.

Contudo, esta descrição não existe no ordenamento brasileiro; não há lei, norma, instrução ou qualquer definição oficial do que seja uma mesa proprietária. Não existe nos órgãos oficiais critérios ou exigências para a abertura de uma mesa proprietária; simplesmente porque não existe regulação para tal. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade

[4] Tape reading, literalmente leitura de fita, é uma técnica operacional que consiste na leitura do fluxo de ordens de compra e venda no mercado financeiro; este nome é devido à antiga máquina que imprimia todos os negócios realizados no pregão com as melhores ofertas de compra e venda.

[5] Ptax é a taxa de câmbio de referência do real por dólar americano calculada durante o dia pelo Banco Central do Brasil e utilizada como principal referência para os contratos que envolvam negócios em dólar.

[6] Swing trade é a operação de compra e venda (ou venda e compra) que segue os mesmos critérios do day trade com exceção do tempo, pois a operação de swing trade é mantida em aberto por alguns dias, semanas ou meses.

vinculada ao Ministério da Economia, que tem como objetivo fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado brasileiro de valores mobiliários, é omissa quanto às mesas proprietárias.

A maioria das mesas proprietárias atuantes no mercado brasileiro, com situação cadastral de pessoa jurídica regular, estão inscritas na Receita Federal do Brasil com descrições incompatíveis sobre a sua atividade econômica principal ou que fazem referência a atividades secundárias. São empresas descritas como sendo de administração de fundos, auxiliares de serviços financeiros, edição de revistas, edição de livros, treinamento em desenvolvimento profissional e gerencial, consultoria e outras descrições genéricas.

Entretanto, a superficialidade está apenas no regramento. A atividade de uma mesa proprietária exige uma infraestrutura robusta e com tecnologia de ponta, equipamentos de informática de alta performance (computadores, laptops, nobreak, rede *wireless*, plataformas de serviço financeiro e serviço de internet), contratos com corretoras e, o mais importante, *traders* altamente capacitados com exímia expertise operacional e psicológica. Como a maioria das empresas, uma mesa proprietária necessita do um espaço físico, uma sala; além disso, um ótimo acesso à internet de alta velocidade, linhas telefônicas, computadores e laptops. É inerente à atividade ter um contrato junto a uma corretora ou banco que irá custodiar o dinheiro e intermediar as negociações junto à bolsa de valores. Ainda, é preciso ter mais um contrato junto a uma empresa que ofereça plataformas com serviços e ferramentas voltados para o mercado financeiro, tais como softwares, recursos de gestão de risco, manejo de dados, funcionalidades operacionais para os atores institucionais, análise gráfica e técnica, leitura de mercado por fluxo de ordens, notícias e cotação em tempo real, dentre outros.

Hoje, no Brasil, apenas uma única empresa oferece serviços de plataformas com as funcionalidades necessárias para operar no mercado financeiro. É um exemplo clássico de monopólio, assim como a B3[7], pois não há concorrente para exploração deste negócio à altura no país. Na esteira da tecnologia, as mesas proprietárias ainda contam, em termos de infraestrutura, com o uso cada vez mais frequente de robôs de investimento. Como já citado, trata-se do apelido dado aos poderosos softwares que criam algoritmos para executar operações automáticas em altíssima velocidade e em um curto espaço de tempo. A esta operação realizada por robôs dá-se o nome de negociação de alta frequência, no mercado financeiro comumente chamada pela sigla em inglês HFT – High Frequency Trading (Negociações de Alta Frequência). Esse tipo de negociação utilizando robô consiste na

[7] B3 é a referência ao nome da bolsa de valores brasileira – Brasil, Bolsa, Balcão.

compra ou venda de ativos em altíssima velocidade e por um período de tempo muito curto, por segundos ou alguns minutos, a depender da programação realizada, envolvendo uma grande quantidade de ordens (de compra ou de venda), em alta velocidade; sempre em grande quantidade e por um curtíssimo período de tempo.

Ainda no conjunto necessário para compor uma mesa proprietária, existem as pessoas envolvidos nesta atividade. O mercado financeiro convencionou chamar de *traders*, que são os operadores ou colaboradores, que atuam nas negociações financeiras. Estes colaboradores deveriam ser em sua totalidade profissionais certificados, com especialização em operações de investimentos, análise e planejamento financeiro, gestão de risco e outras especialidades. Entretanto, apenas a minoria é qualificada. A B3 oferece vários cursos com certificados reconhecidos, bem como a CVM que reconhece também, dentre outros, os certificados da ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, sendo os principais o CEA (Certificação de Especialistas em Investimentos) e a CGA (Certificação de Gestores ANBIMA). Estes certificados são válidos para a CVM conceder o registro de consultor de valores mobiliários.

Neste caso, para exercer profissionalmente a função, existe uma determinação que está na Deliberação CVM 783, que diz quais exames comprovam a qualificação técnica para os profissionais que atuam no mercado financeiro. Infelizmente, nem todas as mesas proprietárias exigem tais certificados dos seus *traders*, bem como também não há nenhum controle para atuação destes profissionais em uma mesa proprietária. Seja para criar um robô, para atender um cliente, para fazer as análises das notícias e indicadores do mercado ou para executar as operações manualmente, ainda são necessários colaboradores – os *traders* – a maioria sem qualquer aprendizado formal.

Além disso, imprescindível é a matéria-prima de uma mesa proprietária: o dinheiro. É com dinheiro que uma mesa proprietária atua no mercado financeiro. Contudo, as mesas proprietárias não divulgam as demonstrações financeiras, não publicam relatórios patrimoniais ou de resultados, não informam balanço patrimonial, ou tão pouco apresentam Demonstração de Resultado do Exercício (DRE), Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC) ou Resultados Financeiros do Trimestre (RFT).

De modo geral, por exemplo, um analista financeiro certificado irá informar ao investidor que para atuar em uma mesa proprietária de forma autônoma, o capital inicial necessário ideal gira em torno R$20.000,00 (Vinte mil reais), com o objetivo de se atingir uma meta de R$5.000,00 (Cinco mil reais) por mês de lucro líquido – isto para um investidor também certificado, com experiência e conhecimento profundo do mercado financeiro e

habituado à prática de *day trade*. Entretanto, as mesas proprietárias informam aos investidores e ao público em geral que é possível iniciar com apenas R$1.000,00 (um mil reais), seguindo um plano de performance que nada mais é que um instrumento de avaliação para contratação e permissão de operação que as mesas proprietárias utilizam para prospectar clientes.

3. A atuação das mesas proprietárias no brasil

As mesas proprietárias surgiram no Brasil na década de 1990 atuando sempre de forma especulativa no mercado financeiro através de operações de *day trade* e *swing trade*. Algumas dessas mesas proprietárias pioneiras no mercado brasileiro derivaram de empresas de *asset management*[8], que são empresas que fazem parte ou não de um grande grupo financeiro, mas são sempre independentes quanto à tomada de decisões em relação à administração dos recursos de terceiros e do capital próprio que possuem. Essa atividade empresarial – *asset management* – é regulada e supervisionada pela CVM e, no segmento de seguros, pela Superintendência de Seguros Privados (SUSEP); a atividade da mesa proprietária não é regulada por nenhum órgão regulador do mercado financeiro brasileiro. Talvez por esta atividade não se tratar de investimento.

> Para se avaliar alternativas de investimentos, é usual a utilização de duas medidas: o retorno e o risco daquele investimento. Um investidor sempre buscará minimizar a probabilidade de perdas, maximizando, simultaneamente, o retorno do capital investido (MOTTA JUNIOR, OLIVEIRA e GUTIERREZ, 2007).

É de suma importância diferenciar o termo *investimento* do termo real que define a atividade das mesas proprietárias que é: *especulação*. Assim, pessoas interessadas em investimento procuram instituições tradicionais e reguladas, com altíssimo grau de confiabilidade no mercado, como bancos, corretoras ou as chamadas *asset management*, que utilizam estratégia de médio a longo prazo para realizar os lucros almejados. Neste caso, os investidores buscam maximizar os ganhos em um cenário controlado, tornando o lucro proporcional ao risco do investimento. É uma estratégia de investimento passivo, na qual um investidor compra ações ou outros ativos, e os mantém por um período de médio a longo prazo, independentemente das flutuações do mercado. O investidor que usa uma estratégia de compra e manutenção seleciona criteriosamente os investimentos, de forma autônoma ou junto a instituições oficiais, mas não se preocupa com movimentos de preços de curto prazo ou indicadores técnicos, pois ao analisar os fundamentos das empresas ou do cenário

[8] Asset management – gestão de ativos – é o termo usado para designar as empresas especializadas em administrar as finanças de pessoas físicas ou jurídicas.

econômico, tem-se a projeção de retornos positivos a longo prazo: “Considerando uma única ação, o retorno e o risco esperados tendem a apresentar uma correlação positiva: quando o risco do investimento aumenta, o investidor tende a exigir maiores retornos” (MONTEVECHI, PAMPLONA e GONÇALVES JUNIOR, 2002).

Por outro lado, o que fazem as mesas proprietárias é especular diariamente sobre os valores de quaisquer ativos na bolsa de valores. Até existe o investimento, mas a atividade precípua de uma mesa proprietária é utilizar do capital reunido de quaisquer indivíduos, pessoas físicas ou jurídicas, sendo que no Brasil, grande parte do capital advém de pequenos especuladores, pessoas físicas que almejam retorno financeiro líquido e rápido, para especular no mercado financeiro. Desta forma, as mesas proprietárias gerenciam coletivamente milhões ou até bilhões de reais, sendo apenas possível uma estimativa de montante, devido à falta de controle de dados. Tal gerenciamento envolve operações financeiras variadas, executadas em vários mercados, como os mercados de ações, balcão, opções, financeiro, fracionário, futuro, primário ou secundário. Este tipo de especulação, bem como os investimentos em fundos, sejam eles fundo de renda fixa, fundo de renda variável, fundo referenciado ou fundo imobiliário, dente outros, é notoriamente complexa.

Não obstante, existe um complicador ainda maior, devido à liberdade reguladora no Brasil (desregulação), fica quase impossível de acompanhar qualquer movimentação financeira dessas empresas. Se uma mesa proprietária divulgasse às 19 horas um balanço que fechou dos negócios de um determinado dia, hipoteticamente é possível que às 11 horas da manhã do dia seguinte esse mesmo balanço não informe muito mais sobre o que eles estão fazendo naquele momento. A mudança no volume financeiro pode ocorrer em questão de horas.

As mesas proprietárias não são reguladas como as demais instituições financeiras de investimentos, as tradicionais como bancos e corretoras; isso leva insegurança aos investidores que não têm o mesmo nível de proteção legal. Por outro lado, as mesas proprietárias têm maior flexibilidade nos tipos de ativos em que podem especular. Ao contrário de um banco ou uma corretora, uma mesa proprietária pode especular em toda gama de renda fixa, renda variável, fundos imobiliários, moedas, ETFs[9] ou outros investimentos especulativos. Pode ser difícil rastrear exatamente onde os ativos de uma mesa proprietária são investidos.

No Brasil as empresas se autointitulam mesas proprietárias, mas não são registradas

[9] ETF é a sigla em inglês para Exchange Traded Funds – Fundos Negociados na Bolsa – que são fundos que projetam os índices da bolsa de valores.

em nenhum órgão oficial como mesa proprietária; isso ocorre por um motivo simples e objetivo: não existe na legislação empresarial brasileira essa designação. Algumas mesas proprietárias até fazem alguma referência à atividade financeira que de fato exercem – "atividades de administração de fundos por contrato ou comissão" –, mas a maioria das mesas proprietárias não fazem nenhuma referência à atividade de mesa proprietária ou têm como descrição da sua atividade econômica principal qualquer outra atividade genérica financeira, educacional ou até totalmente diversa como "varejista de livros", "varejista de artigos de papelaria", ou "treinamento em desenvolvimento profissional e gerencial", "outras atividades de ensino não especificadas anteriormente", "desenvolvimento e licenciamento de programas de computador customizáveis" e outras descrições desalinhadas com a realidade da atividade real deste tipo de empresa.

A descrição junto à Receita Federal é incompatível com a atividade da ampla divulgação que estas empresas fazem nas mídias sociais e em seus próprios sites oficiais na internet. Nos dados das companhias, fornecidos pela B3, geralmente a empresa está listada tendo como atividade principal "holding de instituições não financeiras" e como classificação setorial "outros"; idem para os dados de identificação de Pessoa Jurídica junto à Receita Federal. Já o site da empresa divulga como "O que fazemos?": aquisição de empresas, mesas *traders*, análises e estratégias, cursos para *traders*.

Assim, várias das mesas proprietárias existentes no país, as atividades são sempre voltadas para o mercado financeiro, sempre amplas, genéricas e envolvendo as áreas de gestão de finanças, ministração de cursos ou treinamento educacional. Praticamente não existe informação financeira oficial divulgada por estas empresas. Não se sabe sobre os relatórios de desempenho trimestrais, balancetes, balanço patrimonial, balanço patrimonial consolidado ou qualquer informação sobre as demonstrações financeiras dessas empresas. Várias das mesas proprietárias mais conhecidas no Brasil se mostram para o mercado como instituições que apenas oferecem cursos de investimento (que na prática não é investimento – mas sim especulação) para quem deseja conhecer processos e estratégias para especular com dinheiro próprio no mercado financeiro, treinamentos para aprendizado da operação de *day trade*, promessas de domínio de estratégias, desenvolvimento de habilidades e convívio com experientes profissionais do mercado financeiro.

Todas estas mesas proprietárias divulgam apenas informações subjetivas e genéricas, e nenhuma delas é devidamente regulada para exercer a atividade que de fato exercem, que é a especulação de alto risco no mercado financeiro (mesmo porque não existe tal designação no direito empresarial brasileiro). Ou seja, as mesas proprietárias brasileiras atuam de forma

especulativa, informal, por vezes até negligente e imprudente, e sempre à margem da legislação vigente no mercado financeiro.

Em resumo, as mesas proprietárias usam o dinheiro de clientes individuais para aplicar suas próprias estratégias, buscam lucrar com negociações próprias bem-sucedidas para receber comissões sobre estas negociações, tanto dos clientes corporativos quanto dos clientes individuais em operações especulativas. Se bem-sucedidos, os lucro são compartilhados entre a mesa proprietária e os clientes; se houver prejuízo, e este faz parte do risco, de acordo com as regras personalíssimas das mesas proprietárias, será único e exclusivo do cliente e dos operadores autônomos – *traders* – que operam através das mesas proprietárias.

4. A falta de regulação das mesas proprietárias no direito empresarial

A legislação brasileira ampara a atividade empresarial como um todo no Direito Empresarial a partir de três pilares: o Direito Societário, o Direito Cambial, o Direito Falimentar. Decretos, normas, leis e órgão específicos disciplinam o empresariado brasileiro a partir da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76), Lei de Recuperação de Empresas e Falência (Lei nº 11.101/05), Lei do Registro Público de Empresas Mercantis e Atividades Afins (Lei nº 8.934/94), Lei das Sociedade Anônimas (Lei 6.404/76) e outras. Além da legislação, vários órgãos regulam e fiscalizam o mercado financeiro brasileiro, tais como ANBIMA, CVM, SUSEP, Conselho Monetário Nacional (CMN), Banco Central (BC, BCB ou BACEN), Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) e a própria bolsa de valores B3.

Entretanto, não existe nenhuma menção na legislação brasileira sobre as mesas proprietárias, sobre essa atividade empresarial ou financeira, muito menos sobre os direitos e as obrigações perante os clientes, empregados e sociedade. A atividade empresarial e financeira que envolve as mesas proprietárias no Brasil não existe formalmente; não há lei, decreto, norma ou qualquer tipo de norteamento regulatório desta atividade.

O motivo supostamente é o incipiente incremento das atividades financeiras no país, bem como a grande variedade de programas de negociação financeira oferecidos pelas mesas proprietárias. A maioria destes programas exige que o cliente ou *trader* empenhe dinheiro, embora algumas mesas proprietárias ofereçam cursos educacionais como parte de um pacote de serviço que inclui, normalmente: curso, treinamento e operação durante o pregão eletrônico.

Todas as mesas proprietárias usam métricas de desempenho para monitorar resultados de negociação e distribuir remuneração. Os *traders* que possuem estratégias vencedoras, ou

seja, que entregam resultados positivos (lucro) para a mesa proprietária, costumam alocar um montante maior de capital de negociação, sendo que os *traders* com comprovados lucros consistentes frequentemente negociam contas muito maiores. O cenário de negociação de uma mesa proprietária exige que o *trader* mostre resultado comprovado antecipado de capacidade de negociação bem-sucedida.

Algumas mesas proprietárias usam uma abordagem de "torneio", exigindo que os candidatos negociem contas de demonstração on-line, para ao final proceder a seleção dos melhores candidatos a ocupar uma vaga na empresa. Outras, aceitam candidatos em seus programas de educação para *traders*, e acabam convidando a se juntar à empresa aqueles que obtêm os melhores desempenhos durante a fase de treinamento. Para os iniciantes que mostram potencial e bons lucros, geralmente é oferecida muita orientação e educação, além de suporte técnico e psicológico.

Em uma mesa proprietária, cabe a cada *trader* provar a sua capacidade de extrair consistentemente ganhos dos mercados cambiais. Com o tempo, o profissional bem sucedido recebe alocações de capital progressivamente maiores. Assim, a renda potencial do *trader* também cresce. Embora os valores possam ser sacados a qualquer momento, o dinheiro alocado nas mesas proprietárias geralmente é bloqueado por pelo menos alguns meses. Isso impede que os *traders* recuem se ocorrer momentos de uma queda significativa do mercado.

Por outro lado, na parte de cima da hierarquia, os donos das mesas proprietárias têm a possibilidade de ganhar muito dinheiro em um curto período por meio de alavancagem: usando o dinheiro dos especuladores movimentar valores múltiplos desta quantia real. Por exemplo, uma mesa proprietária pode usar um aporte inicial de 100 mil reais para obter junto à corretora uma margem de negociação muitas vezes este valor, até de 3 milhões de reais, o que dá aos administradores mais capital para despejar nas operações de especulação no mercado financeiro. Embora essa estratégia possa resultar em lucros massivos, também é incrivelmente arriscada - como demonstrou a crise financeira de 2008. Assim, a alavancagem, a insegurança na relação de trabalho, as oscilações do mercado financeiro e outras particularidades que envolvem a atividade, são apenas alguns dos riscos que correm todos os envolvidos em uma mesa proprietária: atividade empresarial que não é regulada pela legislação brasileira.

A atividade empresarial das mesas proprietárias é tão nova no Brasil que, neste momento não é pertinente fazer a pesquisa e análise do direito comparado, visto a densidade, complexidade e sortimento da matéria envolvendo o mercado financeiro. Inicialmente é necessário conhecer as nossas características, entender o básico do nosso mercado financeiro

na nossa particular realidade brasileira. A chamada mesa proprietária é uma "conchinha" ainda fechada e desconhecida na nossa ainda inexplorada "praia financeira". Como um todo, a atividade financeira envolvendo operações na bolsa de valores é tão insipiente no Brasil que, dentro de uma projeção no ano de 2019, de 210.772.525 milhões de pessoas que compõe a população do país[10], é menos de 1% a proporção do número de homens e mulheres cadastrados que investem na bolsa de valores: 1.510.937 pessoas cadastradas no mesmo ano na B3.

5. Por que regular as mesas proprietárias

É necessário ser previdente e ter visão de longo prazo; mesmo quando se vivencia períodos de geração de riqueza. Devido à falta de regulação, a crise global de 2008 foi, em vários países, justificada pelas "vistas grossas" dos governos e entidades fiscalizadoras. Segundo Adam Smith (1974): "É muito raro que as circunstâncias de uma grande nação sejam afetadas quer pela prodigalidade, quer pela má gestão dos indivíduos; pois a prodigalidade ou a imprudência de uns são sempre compensadas pela frugalidade e pela boa gestão de outros"

Os regulamentos protegem os clientes contra fraudes financeiras. Isso inclui ofertas abusivas e antiéticas de financiamentos, cartões de créditos, cheque especial, investimentos e outros produtos financeiros. A supervisão eficaz do governo evita a tomada excessiva de riscos pelas pessoas interessadas em proteger, manter e aumentar o patrimônio financeiro.

O principal motivo para o fomento da uma bolha imobiliária que culminaria em uma das maiores crises financeiras mundiais, partindo do colapso do mercado estadunidense, foi a política desregulamentadora vigente à época do ano de 2008. Se existissem mais e melhores regulamentos, talvez teriam sido impedidos o fracasso de instituições do porte do Lehman Brothers Holdings Inc. (banco de investimentos e de serviços financeiros de atuação global) e de outras grandes como Bear Stearns e Merrill Lynch, bem como teria sido evitado o vexame do governo ter sido pego desprevenido. Apenas como exemplo, a Lei 12.529 de 2011 – Lei Antitruste – impede a concorrência desleal, preza pela prática justa do mercado e pela proteção dos consumidores de modo geral. Sem regulamentação, um mercado livre cria bolhas de ativos. Isso ocorre quando os especuladores aumentam os preços de ações, casas, ouro ou qualquer outro ativo. Quando as bolhas estouram, elas criam crises e recessões.

Os regulamentos são um problema quando inibem o livre mercado. É a maneira mais eficiente de definir preços. Melhora a eficiência corporativa e reduz os custos para os

[10] Fonte IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

consumidores. Na década de 1970, a regulamentação dos preços dos salários distorceu o mercado e causou uma situação de estagflação. Os regulamentos são eficazes e necessários contra certos tipos de atividades, especialmente as financeiras. As empresas criam produtos lucrativos em áreas imprevistas; a política reguladora acompanha os perigos que esses produtos inovadores costumam apresentar. A partir dos anos 1980 iniciou-se então um esforço desregulador. Não vamos aqui nos debruçar sobre o direito comparado devido à incipiente natureza da conduta ilícita e à própria falta de legislação no direito empresarial brasileiro para fazer o devido cotejamento. Entretanto, é pertinente evocar alguns fatos ocorridos no mundo financeiro para nos advertir sobre a falta de prevenção regulatória quanto às atividades financeiras.

Na década de 1980, nos EUA, os mercados e serviços financeiros foram desregulados e a força motriz dessa liberalização foi Alan Greenspan, presidente do Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos de 1987 a 2006. Os bancos e as empresas de empréstimo eram mais livres para apostar com o dinheiro de seus depositantes; eles próprios estavam mais livres para emprestar mais, bem como estavam livres para oferecer aos investidores instrumentos financeiros vertiginosamente complexos, com fluxos de renda de diferentes dívidas agrupados, incluindo empréstimos à habitação com juros altos oferecidos a mutuários de alto risco - o chamado mercado subprime[11] que oferecia retornos de alto lucro.

Os bons tempos foram confirmando a bonança, os bancos aumentaram seus lucros, sempre oferecendo aos clientes bônus alucinantes para incentivar a arrogância, a lealdade corporativa e uma busca de lucro neuroticamente motivada. Ferguson argumenta que, crucialmente, os bancos foram autorizados a garantir dívidas incobráveis com contratos derivativos de inadimplência de crédito - qualquer número dessas apólices de seguro poderia ser comprado contra um risco específico. Friamente, os bancos agora tinham interesse em vender produtos insanamente arriscados, já que eles próprios eram luxuosamente segurados com esses contratos derivativos.

Economistas renomados das oito maiores universidades norte americanas foram convocados pelos bancos para compor relatórios que sustentavam a desregulamentação imprudente. Eles foram massivamente pagos por essas consultorias. Os bancos compraram o

[11] Subprime é uma classificação de mutuários com um histórico de crédito manchado ou limitado, ligados a empréstimos de segunda linha e que possuem maior risco de inadimplência que o convencional. Os credores usam um sistema de pontuação de crédito para determinar a quais empréstimos um mutuário pode se qualificar. Os empréstimos subprime apresentam maior risco de crédito e, como tal, também apresentam taxas de juros mais altas. O termo subprime recebe esse nome da taxa básica de juros norte americana, que é a taxa pela qual pessoas e empresas com excelente histórico de crédito podem emprestar dinheiro.

prestígio dos acadêmicos e o prestígio de suas universidades também. Junte-se a isso a falta de regulação do mercado financeiro e temos a força fomentadora da bolha imobiliária que provocou a crise de 2008. Após os catastróficos eventos causados pela crise, medidas foram tomadas para haver uma maior regulação do mercado financeiro nos Estados Unidos da América, bem como em todo o mundo.

No Brasil, ao contrário dos grandes bancos e instituições financeiras tradicionais, as mesas proprietárias passam como sardinhas em rede de tubarões pela regulação do direito empresarial e dos órgãos fiscalizadores financeiros especializados, permanecendo amplamente desreguladas, o que significa que coisas ruins podem acontecer.

Assim é que, o passado instiga-nos ao questionamento sobre o fato de as mesas proprietárias no Brasil estarem desreguladas, erroneamente lastreadas à classificação de ensino, cursos, treinamentos e, ao mesmo tempo, distanciadas das efetivas atividades que exercem no mercado financeiro. A realidade é que as mesas proprietárias deveriam cumprir as leis reguladoras federais e estaduais, se essas existissem, em seus respectivos locais de atuação. No Brasil, os regulamentos e restrições para os que especulam utilizando as mesas proprietárias diferem daqueles que investem os seus recursos em bancos de varejo ou fundos de investimento. Estes, diferentemente das mesas proprietárias, estão sujeitos às leis empresariais, bancárias e financeiras, bem como à fiscalização e autorização da CVM, os quais formam um regime regulatório altamente detalhado e abrangente – mas que ainda assim não abarcam as mesas proprietárias. No Brasil, por não existir regulação e fiscalização para tal atividade, as mesas proprietárias estão à margem da obrigação de cumprir muitos requisitos para atuação no mercado financeiro, tais como registro específico junto aos órgãos fiscalizadores, intenção de abertura, descrição do projeto, relatórios informativos e outros. Assim, o que temos é o risco iminente gerado pela desregulamentação e que pode ser prejudicial para as mesas proprietárias e para os seus empreendedores.

Algo comum é a manipulação de mercado, que de acordo com as normas vigentes é uma prática ilegal que envolve fazer grandes movimentações de ordens de compra ou venda e depois cancelar todas as ordens antes da conclusão das operações a fim de influenciar os preços de mercado. E tal atividade é sempre ativada por alguma mesa proprietária. Esta, por sua vez, atua ainda sob uma bruma jurídica, sendo urgente a aclaração das especificidades desta atividade empresarial e o provimento de regulação pelo direito empresarial brasileiro. Ainda, existe uma lacuna na literatura nacional sobre as mesas proprietárias, sendo assim necessário não somente uma pesquisa abrangente e aprofundada, mas também a produção legislativa e doutrinária para viabilizar o devido cotejamento.

6. Conclusão

O direito empresarial brasileiro é omisso quanto à atividade das mesas proprietárias. A legislação complementar como a Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976 que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários nada diz, assim como a Comissão de Valores Mobiliários que também é omissa, quanto à atividade das mesas proprietárias. É imperioso uma regulação específica para as mesas proprietárias que seja capaz de proporcionar maior segurança jurídica aos envolvidos nessa atividade precipuamente monetária, de ampla abrangência territorial e grande agilidade das negociações. A facilidade de utilização, a rapidez das transações, a possibilidade de lucro rápido e a liberdade geográfica de atuação, instiga um número cada vez maior de interessados em atuar no negócio das mesas proprietárias. São milhares de brasileiros movimentando diariamente valores vultosos no mercado financeiro.

Não obstante, apesar da iminente pujança do mercado financeiro e a bolsa de valores brasileira contando com milhares de novos CPFs interessados em especulação e investimentos de renda variável, há que se atentar para o fato da oscilação do mercado ser perene, vide os acontecimentos recentes devido a fatores externos causados pela pandemia do novo coronavírus Covid-19, quando as negociações na B3 foram interrompidas quatro vezes em apenas uma semana no mês de março de 2020, algo até então inédito; pois é uma atividade suscetível aos efeitos advindos de diversas áreas do cenário global, tais como política, diplomacia, economia, saúde, produção, segurança; ou seja, trata-se de uma atividade na qual deve ser analisado vários fatores como a microeconomia, a macroeconomia, mercado global, volatilidade e risco.

Muitos brasileiros não se limitam mais à tradicional poupança ou em aplicar dinheiro com o gerente do banco de varejo; estão abertas as portas da percepção financeira autônoma diante das possibilidades do mercado financeiro digital. A educação financeira como parte integrante do currículo básico das escolas sinaliza essa tendência. A padronização de um programa de ensino financeiro deve ser amparada por uma adequada regulação para proporcionar segurança jurídica aos brasileiros que lidam com um ativo tão básico: dinheiro.

Conclui-se que é grande o potencial das mesas proprietárias no Brasil. As vantagens de utilização dos serviços de uma mesa proprietária formam ensejo de maximização do capital com redução de custos; mas para se tornar uma atividade formal, respeitada e reconhecida, tanto os empreendedores das mesas proprietárias quanto o governo e órgãos reguladores devem entrar em consenso para estabelecer normas e diretrizes desta atividade empresarial. As questões regulatórias formais trazem segurança para todos os envolvidos.

REFERÊNCIAS

AEF-BRASIL. **Sítio eletrônico da Associação de Educação Financeira do Brasil**. Disponível em: https://www.aefbrasil.org.br/index.php/educacao-financeira-compor-base-nacional-comum-curricular-bncc/. Acesso em 13 mar. 2021.

BOLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO. **Dicionário do mercado de capitais e bolsas de valores**. 2. ed. Rio de Janeiro. 95 p.

BRASIL BOLSA BALCÃO (B3). **Histórico pessoas físicas.** Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/historico-pessoas-fisicas/. Acesso em 13 mar. 2021.

BRASIL. (Constituição 1988). **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em 13 mar. 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 8**. Dispõe sobre condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipulação de preço, operações fraudulentas e práticas não equitativa. Publicada no DOU de 15.10.79. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst008.html. Acesso em 13 mar. 2021.

BRASIL. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). **Projeção da população do Brasil e das Unidades da Federação**. Sítio Eletrônico do IBGE. https://www.ibge.gov.br/apps/populacao/projecao//index.html. Acesso em 13 mar. 2021.

BRASIL. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976**: Dispões sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em 13 mar. 2021.

BRASIL. **Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976**: Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm. Acesso em 13 mar. 2021.

CASSIDY, John. **Como os mercados quebram: a lógica das catástrofes econômicas**. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2011. 390 p.

COMER, Michael J.; PRICE, David H. **Fraude, corrupção e desonestidade nos negócios**. São Paulo: McGraw-Hill, 1990. 253 p.

CRUZ, André Santa. **Direito empresarial**. 8. ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: MÉTODO, 2018.

MONTEVECHI, J. A. B.; PAMPLONA, E. O.; GONCALVES JUNIOR, C. **Seleção de Carteiras Utilizando o Modelo de Markowitz para Pequenos Investidores**. In: IX Simpósio de Engenharia de Produção - SIMPEP, 2002, Bauru. Anais do IX SIMPEP, Bauru: UNESP, 2002.

MOTTA JUNIOR, N.; OLIVEIRA, U. R.; GUTIERREZ, R. H. **Minimização de riscos de investimentos em carteira de ações através da pesquisa operacional**. In: IV Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia - IV SEGET, 2007, Resende. Anais do IV SEGET,

Resende: EADB, 2007.

OLIVEIRA, Miguel Delmar Barbosa de. **Introdução ao mercado de ações**. Rio de Janeiro: CNBV, c1991.

PATROCÍNIO, Daniel Moreira do. **Direito empresarial: teoria geral, direito societário, títulos de crédito, recuperação de empresa, falência**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017. 436 p. ISBN 9788551902721.

POSTIGLIONE, Marino Luiz. **Direito empresarial: o estabelecimento e seus aspectos contratuais**. Barueri, SP: Manole, 2006.

QUIROGA MOSQUERA, Roberto (Coord.). **Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais**: 2. Volume. São Paulo: Dialética, 2000. 207 p. ISBN 8586208930.

ROCHA JUNIOR, Francisco de Assis do Rego Monteiro. **Fraudes corporativas de compliance**. Curitiba: InterSaberes,2012.

SMITH, Adam. **A Investigação Sobre a Natureza e as Causas da Riqueza das Nações**. Os Pensadores, Abril S.A., 1ª edição, 1974.

SOBEL, Robert. **Wall Street: A história da bolsa de Nova York**. Rio de Janeiro: A Casa do Livro, 1967. 414 p.

TREVISAN, Antoninho Marmo. **Como participar do mercado de capitais**. 5. ed. São Paulo: Trevisan, 2007. 47 p.

VENOSA, Sílvio de Salvo. **Direito empresarial**. 8. ed. – São Paulo: Atlas, 2018.