

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS  
ESCOLA DE DIREITO DO RIO DE JANEIRO  
FGV DIREITO RIO**

**JÚLIA DANTAS SAAVEDRA**

**ARTICULAÇÕES ENTRE INVESTIDORES EM REDES SOCIAIS E  
MANIPULAÇÃO DE MERCADO**

Rio de Janeiro

2023

**JÚLIA DANTAS SAAVEDRA**

**ARTICULAÇÕES ENTRE INVESTIDORES EM REDES SOCIAIS E  
MANIPULAÇÃO DE MERCADO**

Dissertação apresentada à Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas para a obtenção do grau de mestre.

Área de concentração: Direito da Regulação.

Linha de Pesquisa: Governança Regulatória, Instituições e Justiça.

Orientador: Thiago Bottino do Amaral

Coorientadora: Paula Wojcikiewicz Almeida

O presente trabalho foi realizado com apoio financeiro da Fundação Getulio Vargas, com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001, com apoio do XVII Prêmio ANBIMA de Mercado de Capitais, com apoio do *Max Planck Institute for Comparative Public Law and International Law*, por meio de *grant fellowship* da *Max-Planck-Society*, e com apoio da Bolsa de Excelência FGV – MPI.

Rio de Janeiro

2023

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)  
Ficha catalográfica elaborada pelo Sistema de Bibliotecas/FGV

Saavedra, Júlia Dantas

Articulações entre investidores em redes sociais e manipulação de mercado /  
Júlia Dantas Saavedra. - 2023.

141 f.

Dissertação (mestrado) - Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação  
Getúlio Vargas.

Orientador: Thiago Bottino do Amaral

Coorientadora: Paula Wojcikiewicz Almeida

Inclui bibliografia.

1. Mercado de valores mobiliários. 2. Comissão de Valores Mobiliários  
(Brasil). 3. Redes sociais. 4. Atos ilícitos. 5. Investidores (Finanças) I. Amaral,  
Thiago Bottino do. II. Almeida, Paula Wojcikiewicz. III. Escola de Direito do Rio  
de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas. IV. Título.

CDD – 341.38

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS  
Mestrado Acadêmico em Direito da Regulação  
Escola de Direito do Rio de Janeiro**

**JÚLIA DANTAS SAAVEDRA**

**“ARTICULAÇÕES ENTRE INVESTIDORES EM REDE SOCIAIS E MANIPULAÇÃO DE MERCADO”.**

**DISSERTAÇÃO APRESENTADO(A) AO CURSO DE Mestrado Acadêmico em Direito da Regulação para obtenção do grau de Mestre(A) em Direito da Regulação.**

**DATA DA DEFESA: 16/02/2023**

**ASSINATURA DOS MEMBROS DA BANCA EXAMINADORA**

**PRESIDENTE DA COMISSÃO EXAMINADORA: PROFº THIAGO BOTTINO DO AMARAL**

**PROFº THIAGO BOTTINO DO AMARAL  
ORIENTADOR(A)**

**PROFª PAULA WOJCIKIEWICZ ALMEIDA  
COORIENTADOR(A)**

**PROFª VIVIANE MULLER PRADO  
MEMBRO EXTERNO**

**PROFº PABLO WALDERMAR RENTERIA  
MEMBRO EXTERNO**

**MARCELO COSTENARO CAVALI  
MEMBRO EXTERNO**

**RIO DE JANEIRO, 16 DE FEVEREIRO DE 2023.**

---

**PROFº/ª SÉRGIO ANTONIO SILVA GUERRA  
DIRETOR(A)**

---

**PROFº ANTONIO DE ARAUJO FREITAS JUNIOR  
PRÓ-REITOR DE ENSINO, PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO**

## DEDICATÓRIA

À Maria do Carmo.

## AGRADECIMENTOS

Dedico meus agradecimentos, às pessoas e instituições, que contribuíram para a minha formação e sem as quais a minha trajetória, tal como foi, não teria sido possível.

Aos meus pais, agradeço pelo dom da vida, pelo amor e apoio incondicionais. À minha irmã, agradeço por ser meu anjo da guarda e minha grande parceira.

Aos professores Thiago Bottino e Paula Wojcikiewicz Almeida, agradeço pela confiança, pelo privilégio da orientação e da convivência durante esses anos, pelos conselhos e oportunidades únicas proporcionadas.

Aos professores que tive a honra de ter como membros da minha banca e que muito admiro, Marcelo Costenaro Cavali, Pablo Renteria e Viviane Muller Prado, agradeço pelas valiosas contribuições, pelos diálogos ao longo desses anos, compartilhamento de referências, leitura atenta das versões deste trabalho e pela amizade construída.

À FGV Direito Rio e à CAPES, agradeço pelo apoio financeiro que proporcionou a realização do curso de mestrado acadêmico. À ANBIMA, agradeço pelo recebimento do XVII Prêmio ANBIMA de Mercado de Capitais que muito me honrou. À Sociedade Max Planck, agradeço pela bolsa concedida, a qual proporcionou o desenvolvimento desta pesquisa no *Max Planck Institute for Comparative Public Law and International Law* (MPIL). Agradeço, às quatro instituições, pela confiança depositada.

Aos servidores da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Juliana Moraes de Souza, Marco Antonio Papera, Eduardo José Busato e Marcus Vinicius Carvalho, agradeço por sua disponibilidade em dialogar sobre o tema desta pesquisa e pelas profícuas interações, as quais contribuíram muito para o desenvolvimento deste trabalho.

Aos professores Marcelo Barbosa, Nelson Eizirik, Carlos Ragazzo, Julian Chediak, Luca Belli, Leandro Molhano, João Manoel de Lima Junior, Pierpaolo da Cruz Bottini, Katja Langenbucher e Matthias Goldmann, pessoas que muito admiro, agradeço pelo tempo que disponibilizaram para debater questões relacionadas ao tema desta pesquisa, por todos os conselhos, sugestões de referências, contribuições e provocações. Vielen Dank für alles, Katja und Matthias.

Ao professor Nelson Eizirik, agradeço, ainda, pelo gentil acesso à biblioteca do seu escritório, cujas referências foram utilizadas na elaboração deste trabalho.

Aos professores Armin Von Bogdandy, Mariela Morales Antoniazzi e Rodrigo Vianna, pessoas que muito admiro, agradeço pela oportunidade extraordinária de atuar como *visiting*

*scholar* no MPIL. Aos professores Armin Von Bogdandy e Mariela Morales, agradeço por todos os debates, reuniões e trocas. O MPIL ocupará, para sempre, um lugar especial no meu coração e em minhas memórias. Vielen Dank für alles. Muchas gracias por todo.

Às bibliotecárias do MPIL, Silvia Pérez Riveros, Sandra Berg e Susanne Hofner-Hill, agradeço por terem sido tão eficientes e prestativas, viabilizando o acesso a referências que foram essenciais para o desenvolvimento deste trabalho. Agradeço, ainda, pela amizade construída. Vielen Dank für alles.

Ao Stefan Hampele, responsável pela aquisição de livros no MPIL, agradeço por seu profissionalismo, eficiência e presteza, em especial, agradeço por ter viabilizado a compra, em tempo recorde, de livro utilizado na elaboração deste trabalho. Vielen Dank für alles.

À bibliotecária Raissa Melo da FGV Rio, agradeço também por ter sido tão solícita e eficiente na fase final da pesquisa, por ter viabilizado o acesso a referências que complementaram este trabalho.

Ao Raphael Xavier da equipe da Biblioteca Digital da FGV, agradeço pela eficiência e suporte na criação do *Dataverse*, utilizado para a disponibilização dos dados levantados na pesquisa empírica.

Ao Lucas Caminha, Marcus Paulus Rosa e Egmon Henrique Costa, agradeço pelos diálogos sobre o tema deste trabalho, pelo gentil compartilhamento de referências utilizadas na sua elaboração, assim como pelos laços construídos.

Ao professor Pablo Renteria e ao Pedro Brigagão, agradeço pela oportunidade de realizar o estágio docência e compartilhar a sala de aula no Laboratório de Assessoria Jurídica ao Mercado de Capitais da FGV Direito Rio, desenvolvendo pesquisas junto à CVM, durante o mestrado.

Aos professores Sérgio Guerra, Fernando Leal e Natasha Salinas da FGV Direito Rio e ao professor José Vicente Santos de Mendonça da UERJ, agradeço pelas oportunidades de publicações de estudos em capítulos de livros durante o mestrado.

Às professoras Elizabeth Süssekind e Patrícia Sampaio, pessoas que muito admiro, agradeço pelo apoio e incentivo para a realização do mestrado, por todos os conselhos durante o processo, por serem exemplos de profissionais e pessoas, sou imensamente grata pelo privilégio da nossa amizade.

Aos meus colegas de turma do mestrado, agradeço pelo excelente convívio, pelas confraternizações e pelas amizades construídas.

Ao Bruno, agradeço por sempre incentivar e apoiar meus sonhos, pelo nosso companheirismo e por ter tornado essa caminhada mais leve.

## EPÍGRAFE

Mesmo na rude disputa por mercados ou na trepidante competição pelas melhores posições no jogo financeiro, existem regras a serem observadas e, sobretudo, leis a serem respeitadas.

*José Carlos Tórtima*

## RESUMO

O presente trabalho visa apresentar parâmetros para a análise do tratamento que deve ser dado às recentes articulações realizadas entre investidores em redes sociais, envolvendo operações com valores mobiliários, nas esferas administrativa e penal. Buscou-se verificar, sobretudo, em quais circunstâncias essas condutas estariam ou não sujeitas ao escopo de atuação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e se poderiam configurar ou não algum crime. No início do ano de 2021, tais operações provocaram volatilidade no mercado brasileiro, no caso da IRB-Brasil Resseguros S.A. e de outras companhias, após a ocorrência de eventos nos Estados Unidos, sendo o caso da GameStop Corp. o mais conhecido. Nesse contexto, houve diversos debates sobre a possibilidade de tais movimentos poderem vir a ser caracterizados como manipulação, tanto nos Estados Unidos quanto no Brasil, inclusive com a instauração de processos pelas instituições responsáveis por regular os mercados de valores mobiliários em ambos os países, a fim de se apurar tais eventos. Aqui, o respectivo tipo penal está previsto no art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, como “manipulação do mercado”, e o ilícito administrativo de “manipulação de preços” encontra-se previsto na atual Resolução CVM nº 62/2022, antiga Instrução CVM nº 8/1979. Assim, o objetivo primário desta pesquisa consistiu em investigar quais seriam os parâmetros que poderiam ser utilizados para analisar se tais movimentos poderiam configurar os ilícitos administrativo e penal atualmente vigentes e em quais condições ou não, à luz dos casos julgados pela autarquia e pelo judiciário, sobre tais dispositivos, e da literatura jurídica especializada. Desse modo, para tanto, buscou-se compreender e definir o que se chamou de “nova modalidade de *short squeeze*”, assim como buscou-se traçar alguns critérios a serem utilizados para se avaliar se tal fenômeno estaria sujeito a algum tratamento regulatório pela CVM ou a eventual medida judicial na esfera penal ou, se, na verdade, seriam condutas consideradas legalmente compatíveis com o ordenamento jurídico brasileiro. Diante do surgimento desse novo cenário, também foram identificados os desafios e as perspectivas dos reguladores no Brasil e no mundo sobre questões relacionadas, propondo-se eventuais caminhos para possíveis abordagens regulatórias, de acordo com as experiências nacionais e estrangeiras.

**Palavras-chave:** Manipulação de Mercado, Comissão de Valores Mobiliários, Ilícito, Regulação, Redes Sociais

## ABSTRACT

This work aims to present parameters for the analysis of the treatment that should be given to the recent articulations made between investors on social media, involving securities transactions, in the administrative and criminal spheres. The goal was to verify, above all, under what circumstances such conduct would or would not be subject to the scope of action of the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) and whether or not it could constitute a crime. In early 2021, such operations caused volatility in the Brazilian market, in the case of IRB-Brasil Resseguros S.A. and of other companies, after the occurrence of events in the United States, with the GameStop Corp. case being the most famous. In this context, there have been several debates about the possibility that such movements could be characterized as manipulation, both in the United States and in Brazil, including the filing of proceedings by the institutions responsible for regulating the securities markets in both countries, in order to investigate such events. Here, the respective criminal type is provided in article 27-C of Law No. 6.385/1976, as “market manipulation”, and the administrative illicit of “price manipulation” is provided in the current CVM Resolution No. 62/2022, former CVM Normative Ruling No. 8/1979. Thus, the primary objective of this research was to investigate what parameters could be used to analyze whether such movements could constitute the administrative and criminal illicit acts currently in force and under what conditions or not, in light of the cases ruled by the securities authority and judiciary branch on such provisions and of the specialized legal literature. In this way, for this purpose, this study aimed to understand and define what was called “the new modality of short squeeze”, as well as to outline some criteria to be used to evaluate whether this phenomenon would be subject to any regulatory treatment by the CVM or to any judicial measure in the criminal sphere, or if, in fact, they would be considered conducts that are legally compatible with the Brazilian legal system. In view of the emergence of this new scenario, the challenges and perspectives for regulators in Brazil and worldwide on related issues were also identified, proposing potential paths for possible regulatory approaches, according to national and foreign experiences.

**Key-words:** Market Manipulation, Securities and Exchange Commission, Illicit, Regulation, Social Media

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

<b>Figura 1</b>	Aumento no uso de técnicas de <i>marketing online</i> (de acordo com as sociedades), em percentuais, conforme apurado pela IOSCO .....	30
<b>Figura 2</b>	Aumento no uso de técnicas de <i>marketing online</i> (de acordo com os reguladores), em percentuais, conforme apurado pela IOSCO .....	30
<b>Figura 3</b>	Planos das sociedades em usar ou aumentar o uso de técnicas de <i>marketing online</i> , conforme apurado pela IOSCO .....	31
<b>Figura 4</b>	Gráfico elaborado pelo Facebook sobre a evolução da quantidade de pedidos de informações realizadas por autoridades públicas globalmente de 2013 a 2022.....	36
<b>Figura 5</b>	Gráfico elaborado pelo Twitter sobre a evolução da quantidade de pedidos de informações realizadas por autoridades públicas brasileiras de 2012 a 2021 .....	36
<b>Figura 6</b>	Resultados de pesquisa da B3 sobre onde os entrevistados aprenderam a investir.....	41
<b>Figura 7</b>	Resultados de pesquisa da B3 sobre onde os entrevistados costumam se informar sobre investimentos.....	41
<b>Figura 8</b>	Cartoon ilustrado por Mike Shapiro: “Lembre-se, você pode enganar algumas pessoas o tempo todo. Essas são as pessoas nas quais devemos nos concentrar.” .....	45
<b>Figura 9</b>	Gráfico consolidando, por cada ano, a quantidade total de julgamentos cujas decisões foram indexadas como resultados no <i>website</i> da CVM, considerando a data base de 1º de janeiro de 2001 a 31 de dezembro de 2021, vs. apenas os de manipulação de preços que foram identificados por meio da referida pesquisa no <i>website</i> e do levantamento manual das notícias sobre sessões de julgamentos, considerando a data base de 1º de janeiro de 2018 a 31 de dezembro de 2021 .....	57
<b>Figura 10</b>	Gráfico consolidando, por cada ano, a quantidade total de julgamentos cujas decisões foram indexadas como resultados no <i>website</i> da CVM, considerando a data base de 1º de janeiro de 2001 a 31 de dezembro de 2021, vs. as quantidades de julgamentos reportadas em relatórios anuais da CVM, considerando o mesmo período.....	58
<b>Figura 11</b>	Linha do tempo referente ao caso envolvendo a GameStop Corp.....	102
<b>Figura 12</b>	Máxima histórica: evolução do preço das ações da GameStop Corp. – 13/02/2002 a 27/01/2021.....	104
<b>Figura 13</b>	Preço da ação da GameStop Corp. e Menções à companhia no Twitter .....	105
<b>Figura 14</b>	Interesse na posição de venda a descoberto ( <i>short</i> ) sobre as ações da GameStop Corp. vs. sobre as de outras companhias que não são do setor financeiro e são classificadas como ordinárias, de acordo com a regulamentação dos EUA .....	105
<b>Figura 15</b>	Volume diário de negociações de ações da GameStop Corp. e de dólares movimentados nelas durante o mês de janeiro de 2021 .....	106

<b>Figura 16</b>	Trechos com trocas de mensagens no Telegram sobre operações envolvendo a IRB, segundo reportagem publicada no Valor Econômico.....	110
<b>Figura 17</b>	Continuação de trechos com trocas de mensagens no Telegram sobre operações envolvendo a IRB, segundo reportagem publicada no Valor Econômico .....	111
<b>Figura 18</b>	Imagem publicada no grupo de mensagens no Telegram pelo “SS IRB”, segundo reportagem publicada no Valor Econômico.....	111
<b>Quadro 1</b>	Lista de precedentes envolvendo a acusação de manipulação de preços na CVM entre 1º de janeiro de 2001 e 31 de dezembro de 2021 .....	50-57

## LISTA DE SIGLAS

AFM	<i>Autoriteit Financiële Markten</i>
AIR	Análise de Impacto Regulatório
AMC	<i>AMC Entertainment Holdings Inc.</i>
AMF	<i>Autorité des Marchés Financiers</i>
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
B3	B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão
BSM	BSM Supervisão de Mercados
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EUA	Estados Unidos da América
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i>
FSA	<i>Financial Services Authority</i>
GME	<i>GameStop Corporation Common Stock</i>
ICVM	Instrução CVM
IOSCO	<i>International Organization of Securities Commissions</i>
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IRB	IRB-Brasil Resseguros S.A.
MVM	Mercado de Valores Mobiliários
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
OSC	<i>Ontario Securities and Exchange Commission</i>
PAS	Processo Administrativo Sancionador
SDM	Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM
SEC	<i>United States Securities and Exchange Commission</i>
STF	Supremo Tribunal Federal
STJ	Superior Tribunal de Justiça
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados
TRF	Tribunal Regional Federal
TI	Tecnologia da informação
UE	União Europeia
WSB	<i>Wall Street Bets</i>

## SUMÁRIO

1	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	14
2	<b>AS REDES SOCIAIS</b> .....	14
2.1	O papel das redes sociais na transformação da dinâmica do mercado de valores mobiliários (MVM).....	21
2.2	O fenômeno do ativismo digital e os seus reflexos no MVM .....	26
2.3	Os influenciadores digitais no MVM .....	28
2.3.1	A liberdade de expressão e os atuais limites da atuação dos influenciadores digitais no MVM no Brasil.....	33
2.4	Reflexos nos comportamentos de investidores.....	39
3	<b>A REPRESSÃO À MANIPULAÇÃO NO MVM</b> .....	45
3.1	A manipulação de preços na esfera administrativa.....	47
3.1.1	Principais elementos que configuram a manipulação de preços com base nos precedentes da Comissão de Valores Mobiliários .....	48
3.2	A manipulação do mercado na esfera penal.....	75
3.2.1	Principais elementos que configuram a manipulação do mercado com base nos precedentes dos tribunais.....	77
4	<b>AS ARTICULAÇÕES ENTRE INVESTIDORES NA ERA DAS REDES SOCIAIS</b> .....	88
4.1	<i>Short selling, short squeeze</i> e a sua nova modalidade.....	89
4.1.1	Casos nos Estados Unidos da América.....	100
4.1.2	Casos no Brasil.....	108
4.1.3	As fronteiras entre o lícito e o ilícito.....	112
4.2	Os desafios e perspectivas regulatórias relacionadas.....	127
5	<b>CONCLUSÃO</b> .....	129

## INTRODUÇÃO

A partir dos recentes eventos de articulações entre investidores em redes sociais, muitos questionamentos surgiram em relação aos limites inerentes ao ilícito administrativo de “manipulação de preços” e ao penal de “manipulação do mercado”. Sendo um fenômeno que tem por características a possibilidade de ultrapassar fronteiras, ser reproduzido em escala e causar diversos efeitos imprevisíveis, é natural que ele chame atenção. Nesse sentido, este trabalho busca jogar luz sobre os caminhos percorridos até o momento, demonstrando o que o passado pode ensinar, quais ferramentas já seriam possíveis de usar para se lidar com o presente e o futuro do mercado de valores mobiliários na era das redes sociais.

Para tanto, no primeiro capítulo, foi abordado o cenário atual sobre as redes sociais e os impactos no mercado de valores mobiliários, o ativismo digital nas redes, o papel dos influenciadores digitais, os reflexos no comportamento dos investidores, assim como os movimentos em massa. No segundo, foi apresentado o quadro técnico sobre a regulação da manipulação de preços e a criminalização da manipulação do mercado, tendo sido realizada extensa pesquisa empírica de processos administrativos sancionadores na CVM e de processos judiciais nos Tribunais Regionais Federais, no Superior Tribunal de Justiça e no Supremo Tribunal Federal.

Por sua vez, no terceiro, buscou-se demonstrar: (i) o panorama sobre a atividade de venda a descoberto, chamada, em inglês, de “*short selling*”; (ii) como tem ocorrido as articulações entre os investidores nesse cenário; (iii) como tem se dado a nova modalidade dos chamados “*short squeezes*”, nos Estados Unidos da América e no Brasil, assim como suas consequências em ambos os países; e (iv) como a regulação se relaciona com esses movimentos. Foram analisadas, sobretudo, as fronteiras entre o lícito e o ilícito nesses contextos, com a sugestão de alguns parâmetros para essa análise. Não obstante, também foram enfrentados os desafios e as perspectivas regulatórias atuais, a níveis local e global, relacionados a tais movimentos. Por fim, sintetizou-se a conclusão do trabalho.

## 2. AS REDES SOCIAIS

Os avanços tecnológicos que culminaram na expansão do acesso e do uso em massa dos celulares, internet e redes sociais, como os fóruns *online* de discussões, provocaram diversas

transformações em muitos diferentes setores da vida e da economia, incluindo o surgimento de novos riscos<sup>1</sup>. Houve mudanças significativas na forma como as pessoas interagem todos os dias, que foram decorrentes da disseminação, em escala global, desses instrumentos. A instantaneidade e a desfronterização do acesso a informações são características essenciais da atual realidade moldada por eles<sup>2</sup>.

Nesse contexto, destacam-se as redes sociais que, de forma geral, podem ser entendidas como “*plataformas de conexão entre cidadãos*”<sup>34</sup>. Tais plataformas, por sua vez, “*podem ser definidas como um modelo de negócios que tem como premissa juntar diferentes grupos de pessoas*”<sup>56</sup>. Há quem<sup>7</sup> argumente que tal característica em si não é inovadora, tendo em vista que jornais já conectavam leitores e anunciantes, por exemplo. De todo modo, por outro lado, com o passar dos anos, elas têm assumido, cada vez mais, uma posição tão central, em virtude do fato de terem contribuído para reduzir a necessidade de se dispor de infraestrutura física<sup>8</sup>, de

---

<sup>1</sup> “*Na medida em que são alcançados cada vez maiores níveis de forças produtivas humanas e tecnológicas, acabam por se ver criados muitos riscos até então desconhecidos. (...) As novas tecnologias, sem igual na história, bem como um fantástico desenvolvimento de diversas áreas do saber humano, criam novas situações. Todo esse novo estado de coisas, sinteticamente, se constitui nesta alcunhada sociedade de riscos.*” SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. **Direito penal econômico como direito penal de perigo**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2006. P. 33. Sobre a chamada “sociedade de riscos”, ver BECK, Ulrich. **La sociedad del riesgo: hacia una nueva modernidad**. Barcelona: Paidós, 2006.

<sup>2</sup> “*com o impulso da revolução tecnológica na área da comunicação, as informações processam-se com tal rapidez que os fatores de espaço e tempo são mínimos e praticamente inexistentes.*” SILVA, Eduardo Sanz de Oliveira e. **Direito Penal Preventivo e os Crimes de Perigo: uma apreciação dos critérios de prevenção enquanto antecipação do agir penal no direito**. In: COSTA, José de Faria (coord.). **Temas de Direito Penal Económico**. Coimbra: Coimbra Editora, 2005. P. 258.

<sup>3</sup> VALENTE, Mariana Giorgetti. A Liberdade de Expressão na Internet: Da Utopia à Era das Plataformas. In: FARIA, José Eduardo. **A liberdade de expressão e as novas mídias**. 1. Ed. São Paulo: Perspectiva, 2020. P. 30.

<sup>4</sup> Não obstante, ressalva-se que, na área da comunicação, há quem defenda que as chamadas “*Redes sociais podem ser entendidas como um tipo de relação entre seres humanos pautada pela flexibilidade de sua estrutura e pela dinâmica entre seus participantes.*” MARTINO, Luís Mauro Sá. **Teoria das Mídias Digitais: linguagens, ambientes, redes**. 2 ed. Petrópolis: Vozes, 2015. p. 55.

<sup>5</sup> VALENTE, Mariana Giorgetti, op. cit., p. 30.

<sup>6</sup> Não obstante, ressalva-se que “*a utilização do termo ‘plataforma’ no direito da concorrência pode divergir da utilização desse termo na linguagem comum, que tipicamente inclui empresas que operam em apenas um lado (isto é, o WhatsApp) e/ou sem efeitos de rede (isto é, a Netflix)*”. ZINGALES, Nicolo; STYLIANOU, Konstantinos. Das plataformas aos ecossistemas digitais: implicações para a definição do poder de mercado. In: ZINGALES, Nicolo; AZEVEDO, Paula Farani de. **A aplicação do direito antitruste em ecossistemas digitais: desafios e propostas**. Rio de Janeiro: FGV Direito Rio, 2022. P. 49.

<sup>7</sup> VALENTE, Mariana Giorgetti, op. cit., p. 30.

<sup>8</sup> ALSTYNE, Marshall W. Van; PARKER, Geoffrey G.; CHOUDARY, Sangeet Paul. Pipelines, Platforms, and the New Rules of Strategy. **Harvard Business Review**, v. 94, n. 4, abr. 2016. Disponível em: <https://hbr.org/2016/04/pipelines-platforms-and-the-new-rules-of-strategy>. Acesso em: 15 dez. 2022. Apud. Id.

terem atrelado o uso de dados aos seus processos de criação de valor<sup>91011</sup> e de, sobretudo, terem uma capacidade de gerar efeitos de rede<sup>12</sup>.

Tais efeitos podem ser definidos a partir do impacto que um novo participante pode gerar em relação ao valor que os demais dão a determinada plataforma<sup>13</sup>. Logo, eles são decorrentes da sua popularização. Isso porque, quanto mais pessoas utilizam determinada rede social, mais aquela plataforma se torna relevante para toda a coletividade. As pessoas tendem a criar perfis em redes sociais para se conectar com seus conhecidos, amigos e familiares, tendo, inclusive, sido criadas diversas delas para manter tais conexões com diferentes finalidades (ex.: trabalho, namoro, amizade, etc.), cada uma com “*sua própria dinâmica*”<sup>14</sup>.

Assim, tais plataformas possibilitam a divulgação de notícias a uma velocidade cada vez maior e para um público cada vez maior<sup>15</sup>. Graças à tecnologia, é possível que qualquer pessoa possa enviar uma mensagem para o mundo inteiro instantaneamente, sem os filtros e avais dos intermediários tradicionais. O que pode ser questionado em relação a esse aspecto é o alcance efetivo que a referida mensagem enviada teria na prática, ou seja, se ela seria efetivamente visualizada por todos.

A resposta para tal pergunta dependerá muito da programação dos algoritmos de cada plataforma, o que eles priorizam para cada usuário, assim como das suas práticas de moderação de conteúdo. Ou seja, analogamente, pode-se dizer que ainda há filtros e avais, mas com

---

<sup>9</sup> SCHOLZ, Trebor. **Platform Cooperativism: Challenging the Corporate Sharing Economy**. Nova York: Rosa Luxemburg Stiftung, 2016. Apud. VALENTE, Mariana Giorgetti, op. cit., p. 30.

<sup>10</sup> SRNICEK, Nick. **The Challenges of Platform Capitalism: understanding the logic of a new business model**. *Juncture*, v. 23, n. 4, 2017. Disponível em: <https://www.ippr.org/juncture-item/the-challenges-of-platform-capitalism>. Acesso em: 15 dez. 2022. Apud. VALENTE, Mariana Giorgetti, op. cit., p. 30.

<sup>11</sup> ALSTYNE, Marshall W. Van; PARKER, Geoffrey G.; CHOUDARY, Sangeet Paul, op. cit.

<sup>12</sup> SRNICEK, Nick, op. cit. Nesse cenário, “*mais usuários significam mais valor*” para essas companhias. VALENTE, Mariana Giorgetti, op. cit., p. 30.

<sup>13</sup> “*A network effect describes the impact that an additional user of a product or service, or an additional participant to some interaction, has on the value that other users or participants attach to this product, service, or interaction. When users belong to the same group, one talks of within-group or direct network effects.*” BELLEFLAMME, Paul; PEITZ, Martin. **The economics of platforms: concepts and strategy**. Nova York: Cambridge University Press, 2021. P. 12. Os efeitos de rede são tão relevantes nesse cenário que tais autores defendem que eles estariam, inclusive, atrelados ao próprio conceito de plataformas, conforme trecho: “*A platform is an entity that brings together economic agents and actively manages network effects between them.*” Ibid. p. 28-29.

<sup>14</sup> MARTINO, Luís Mauro Sá, op. cit., p. 56.

<sup>15</sup> “*During the last three decades, we have witnessed a revolution in information and communication technologies that have led us to the current era, characterized by an incredible ascent of social media, allowing us to access diverse information platforms that help us to disseminate news at an ever-increasing speed amidst an ever-increasing audience.*” UMAR, Zaghun; GUBAREVA, Mariya; YOUSAF, Imran; ALI, Shoib. A tale of company fundamentals vs sentiment driven pricing: The case of GameStop. **Journal of Behavioral and Experimental Finance**, vol. 30, jun. 2021.

diferentes contornos<sup>1617</sup>. De todo modo, pelo fato de ter tornado possível que as pessoas pudessem trocar informações diretamente, sem necessariamente a atuação de um intermediário tradicional como um repórter de jornal ou de televisão, há quem<sup>18</sup> defenda que a internet e as redes sociais teriam contribuído para democratizar a informação.

Essa nova realidade de fluxo de comunicações entre pessoas tem gerado efeitos também na esfera pública<sup>19</sup>. Tendo tal conceito sido originalmente cunhado pelo alemão Jürgen Habermas no século passado e se tornado amplamente utilizado e aceito, a esfera pública “*pode ser descrita como uma rede adequada para a comunicação de conteúdos, tomadas de posição e opiniões*”<sup>20</sup>, onde “*os fluxos comunicativos são filtrados e sintetizados, a ponto de se condensarem em opiniões públicas*”<sup>21</sup> enfeixadas em temas específicos”<sup>22</sup>. Segundo ele, originalmente, a esfera pública seria caracterizada pela mediação da comunicação política, sendo conduzida pelos jornalistas e pelas pessoas a quem o jornalismo decidia conceder espaço<sup>23</sup>. Em contraste, as pessoas comuns ficavam com o papel de compor a audiência, podendo assistir os eventos acontecendo<sup>24</sup>.

---

<sup>16</sup> “*verificou-se que a descentralização do controle sobre o discurso com o advento da internet foi gradativamente substituída por uma centralização em poucas empresas de tecnologia, que agora detinham estrutura burocráticas internas para fiscalização e aplicação de termos e condições privados. Não obstante, a quantidade massiva de conteúdo publicado nesses espaços inviabiliza qualquer possibilidade de controle editorial semelhante ao que era exercido pelos veículos de mídia tradicionais. Portanto, embora não sejam neutras, as plataformas digitais tampouco realizam uma curadoria específica do que será publicado, sendo a regra geral a de publicação livre, salvo quando violar os termos de uso.*” BARROSO, Luna van Brussel. **Liberdade de expressão e democracia na Era Digital: o impacto das mídias sociais no mundo contemporâneo**. Belo Horizonte: Fórum, 2022a. P. 95.

<sup>17</sup> “*há intervenção editorial, mas sob uma lógica mais excepcional, que não determina de partida qual conteúdo ‘entra’ na plataforma.*” NITRINI, Rodrigo Vidal. **Liberdade de expressão nas redes sociais**. Belo Horizonte: Dialética Editora, 2021. P. 127. Apud. Id.

<sup>18</sup> ORANBURG, Seth C. **A History of Financial Technology and Regulation from American Incorporation to Cryptocurrency and Crowdfunding**. Cambridge University Press: Cambridge, 2022. P. 97.

<sup>19</sup> “*Mais do que um espaço físico, a Esfera Pública é um espaço abstrato, formado na interação entre indivíduos envolvidos na discussão de temas que lhes dizem respeito. Trata-se dos espaços de deliberação e debate sobre aquilo que interessa à vida pública.*” MARTINO, Luís Mauro Sá, op. cit., p. 91.

<sup>20</sup> HABERMAS, Jürgen, 1929. **Direito e democracia: entre facticidade e validade**. Vol. II. Tradução: SIEBENEICHLER, Flávio Beno. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro, 1997. P. 92.

<sup>21</sup> O processo de transformação em uma opinião pública se dá por meio do modo como as opiniões surgem e de acordo com o amplo assentimento que alcançam. “*Quanto mais elas se desligam de sua presença física, integrando também, por exemplo, a presença virtual de leitores situados em lugares distantes, de ouvintes ou espectadores, o que é possível através da mídia, tanto mais clara se torna a abstração que acompanha a passagem da estrutura espacial das interações simples para a generalização da esfera pública*”; “*Uma opinião pública não é representativa no sentido estatístico. Ela não constitui um agregado de opiniões individuais pesquisadas uma a uma ou manifestadas privadamente; por isso, ela não pode ser confundida com resultados da pesquisa de opinião. A pesquisa da opinião política pode fornecer um certo reflexo da ‘opinião pública’, se o levantamento for precedido por uma formação da opinião através de temas específicos produzidos num espaço público mobilizado*”. Ibid. P. 93, 94.

<sup>22</sup> Ibid. P. 92.

<sup>23</sup> BRUNS, Axel; HIGHFIELD, Tim. Is Habermas on Twitter? Social Media and the Public Sphere. In: BRUNS, Axel; ENLI, Gunn; SKOGERBØ, Eli; LARSSON, Anders Olof; CHRISTENSEN, Christian. **The Routledge Companion to Social Media and Politics**. New York: Routledge, 2016. P. 56.

<sup>24</sup> Id.

Não obstante as críticas<sup>25</sup> feitas ao longo do tempo à sua teoria, inclusive em virtude dos pressupostos por ela considerados<sup>26</sup>, verifica-se que, hoje, a complexidade para tratar o assunto só aumentou, em virtude de: (i) as redes sociais estarem ainda mais conectadas e rápidas do que os meios de comunicação anteriores; (ii) os espaços para a disseminação e discussão de notícias e assuntos serem ainda mais diversos<sup>27</sup>; e (iii) a midiatização do cotidiano ter se instalado<sup>28</sup>. Assim, há quem defenda<sup>29</sup> que, além de ser necessária uma releitura de tal conceito, tais fatores teriam contribuído para fundir as respectivas esferas públicas nacionais em uma rede cada vez mais global de fluxos de informações.

Nesse contexto, cabe registrar, ainda, que a “plataformização”<sup>30</sup> da internet teria tornado possível o surgimento de várias formas de comportamentos de massa, incluindo operações no mercado de valores mobiliários. Isso porque, diferentemente da mídia pré-digital, as redes sociais oferecem um espaço virtual em que micro comportamentos podem ser agregados para formar um comportamento coletivo<sup>31</sup>. Dessa maneira, a expressão “*online crowds*”<sup>32</sup>, cuja tradução literal corresponde a “multidões *online*”, foi cunhada a fim de buscar nomear os movimentos coletivos não organizados formalmente, que surgem *online* e que, embora careçam do elemento da proximidade física, característico das multidões tradicionais, parecem, no entanto, estar engajados em viabilizar uma experiência de associação ou de grupamento. Dessa

---

<sup>25</sup> Ibid. P. 58.

<sup>26</sup> Ibid. P. 56-57.

<sup>27</sup> Ressalva-se que não são todos os assuntos que a integram: “*um elemento-chave para a constituição da Esfera Pública: trata-se de um espaço de discussão de temas de caráter político, isto é, que dizem respeito ao indivíduo como cidadão dentro de um Estado regulado pelo Direito. (...) O fato de um tema se tornar público por conta de sua divulgação na internet não significa, de antemão, que ele faça parte de uma ‘Esfera Pública’ virtual. Ao contrário, seria possível dizer que, da avalanche de informações presentes na rede, apenas uma pequena parte, de fato, poderia ser incluída entre os temas de discussão afinados com as perspectivas da proposta original de Habermas.*” MARTINO, Luís Mauro Sá, op. cit., p. 95.

<sup>28</sup> BRUNS, Axel; HIGHFIELD, Tim. Is Habermas on Twitter? Social Media and the Public Sphere. In: BRUNS, Axel; ENLI, Gunn; SKOGERBØ, Eli; LARSSON, Anders Olof; CHRISTENSEN, Christian, op. cit., p. 57.

<sup>29</sup> Id.

<sup>30</sup> “*Andrew McAfee and Erik Brynjolfsson have argued that the platformization of the Internet has been accompanied by the rise of more dispersed and bottom-up organized crowds rather than by the traditional institutional ‘cores’ (McAfee and Brynjolfsson 2017). This has made it possible for various forms of mass behavior to emerge, which have become visible in many different contexts: from the production of knowledge on Wikipedia to online trading and various forms of social and political action. The sense behind the use of these terms is that, unlike pre-digital media, social media afford a virtual space in which a number of micro-behaviors can be aggregated to form collective behavior.*” GERBAUDO, Paolo. Theorizing Reactive Democracy: The Social Media Public Sphere, Online Crowds and the Plebiscitary Logic of Online Reactions. **Democratic Theory**, vol. 9, i. 2, 2022. P. 128.

<sup>31</sup> Id.

<sup>32</sup> “*Dolata and Schrape argue that the term ‘online crowds’ can be aptly used to describe non-organized collectives emerging online that, while lacking the element of physical proximity characteristic of traditional crowds, nevertheless seem engaged in an experience of gathering or ‘crowding’ (...). These acts of crowding bespeak how the Internet and social media act as sites of gathering and aggregation from a distance.*” Ibid, p. 129.

maneira, esses atos de agrupamentos fluídos<sup>33</sup> revelariam como a internet e as redes sociais podem atuar como espaços de associação e de congregação, mesmo à distância.

Na medida em que as redes sociais oferecem maiores possibilidades para a formação, coordenação e controle do comportamento coletivo, elas tornam possíveis os surgimentos de fenômenos semelhantes aos de multidões<sup>34</sup>. Nessas plataformas, indivíduos que partilham de posicionamentos e gostos semelhantes são conectados em torno de conteúdos *online* de interesse comum<sup>35</sup>. Assim, as redes sociais possibilitam que as pessoas se associem, em um curto espaço de tempo, para realizar ações coletivas<sup>36</sup>, as quais logo podem ser dissolvidas<sup>37</sup>, assim como podem ressurgir de outra forma, em algumas horas ou dias depois.

A consequência mais visível dessa lógica de multidão<sup>38</sup> se caracterizaria pela turbulência da esfera pública na era das redes sociais: novos agentes podem rapidamente surgir, assim como podem desaparecer na mesma velocidade. Em outras palavras, as redes sociais seriam como vulcões<sup>39</sup>, em que novos fenômenos borbulham, como lava quente. Nesse cenário, há quem<sup>40</sup> defenda que haja uma polaridade social composta por: (i) usuários, como indivíduos; (ii) multidões efervescentes; e (iii) reações nas redes sociais sobre movimentos. Essas últimas possuem um papel chave em estimular a visibilidade do surgimento das multidões<sup>41</sup>.

Assim, há quem defenda<sup>42</sup> que a lógica de participação na esfera pública na era das redes sociais é diferente dos quadros anteriores. Ela é altamente hierárquica e desigual<sup>43</sup>. De um lado, a maioria dos usuários, que são pessoas comuns, geralmente, se envolvem apenas de uma forma muito superficial e com baixa intensidade, se limitando, muitas vezes, a participar por meio de

---

<sup>33</sup> MARTINO, Luís Mauro Sá, op. cit., p. 56.

<sup>34</sup> “*social media platforms, in offering ‘expanded possibilities for the formation, coordination and control of collective behavior’ (...), bestow heightened opportunities for the emergence of crowd-like phenomena. On these platforms, ‘like-minded’ individuals are brought together around online content of common interest and connected conversations, gathering at short notice to engage in mediated forms of collective action and soon disappear, only to reappear in a changed form a few hours or days later.*” GERBAUDO, Paolo, op. cit., p. 129.

<sup>35</sup> Id.

<sup>36</sup> Id.

<sup>37</sup> “*Nas redes sociais, os vínculos entre indivíduos tendem a ser fluídos, rápidos, estabelecidos conforme a necessidade em um momento e desmanchado no instante seguinte.*” MARTINO, Luís Mauro Sá, op. cit., p. 56.

<sup>38</sup> “*The most visible consequence of this crowd logic is the ‘turbulence’ of the social media public sphere (...): new actors can rapidly emerge and then often fade away at the same speed. The social media public sphere is akin to a volcano, in which new phenomena bubble up like fluid lava. (...) social polarity between individualized users and effervescent crowds, and the role played by social media reactions as a key mechanism through which the emergence of crowds becomes publicly visible.*” GERBAUDO, Paolo, op. cit., p. 130.

<sup>39</sup> Id.

<sup>40</sup> Id.

<sup>41</sup> Id.

<sup>42</sup> “*The social media public sphere entails a logic of participation that is very different from that associated with early theories of digital democracy. It is a form of participation that is highly hierarchical, one in which the majority of people participate in only a very shallow and low-intensity way.*” Ibid., p. 134.

<sup>43</sup> Id.

reações a conteúdos que são produzidos por terceiros<sup>44</sup>. De outro, uma minoria de usuários e canais que figuram como os efetivos geradores ativos de conteúdos de alcance em massa<sup>45</sup>.

Percebe-se que tais considerações extrapolam os contornos referentes à dinâmica que envolveria apenas o conceito de esfera pública, sendo aplicáveis ao próprio formato de comunicação e de participação como um todo no âmbito das redes sociais, tendo em vista as suas atuais arquiteturas, dinâmicas de funcionamento e de interações. Essa escala de massa em que a comunicação se desenvolve e as fortes tendências de agregação *online* dessas plataformas contribuem para essa ampliação da desigualdade de participação e para uma hierarquização na comunicação. De todo modo, ao mesmo tempo, as redes sociais possibilitam que as massas de usuários da internet possam se expressar *online* e que suas percepções, as quais estão em constantes mudanças, sejam medidas em métricas em tempo real<sup>46</sup>.

Faz-se oportuno ressaltar que tal movimento de massa não é à toa. Ele segue uma lógica decorrente da própria arquitetura das plataformas que utiliza os dados de cada pessoa<sup>47</sup> para direcionar conteúdos, buscando moldar seus pensamentos e comportamentos. Assim, tal movimento deve ser observado dentro da lógica do chamado “capitalismo de vigilância”, conceito cunhado por Shoshana Zuboff. Ele traduziria um novo estágio do capitalismo, em que a coleta massiva de dados a todo momento<sup>48</sup> é utilizada para direcionar interações, desejos e comportamentos<sup>49</sup>.

Dessa forma, tendo em vista que essa questão estrutural do sistema em que as redes sociais estão inseridas diz respeito à modulação comportamental dos seus usuários<sup>50</sup>, não é

---

<sup>44</sup> “If anything, in the social media public sphere this inequality of participation is only magnified, both because of the mass scale on which communication plays out and because of the strong online aggregation tendencies of digital platforms. There is a profound asymmetry among social media users: on the one hand, we find a great number of common users who mostly act as ‘reactors’, and on the other, a tiny minority of users and channels that are instead active generators of content;” Ibid., p. 134-135.

<sup>45</sup> Id.

<sup>46</sup> “social media public sphere has opened the possibility for masses of Internet users to express themselves online and to have their views and sentiments aggregated in the form of metrics that measure ever-changing moods.” Ibid., p. 135.

<sup>47</sup> ZUBBOFF, Shoshana. *Caveat Usor: Surveillance Capitalism as Epistemic Inequality*. In: WERBACH, Kevin. **After the Digital Tornado**. Cambridge University Press: Cambridge, 2020. P. 206, 207.

<sup>48</sup> “Total information tends toward certainty and the promise of guaranteed outcomes. These operations mean that the supply and demand of human futures markets are rendered in infinite detail. Surveillance capitalism aims to replace mystery with certainty as it substitutes datafication, behavioral modification, and prediction for the old ‘unsurveyable pattern’. The result is a fundamental reversal of the classic ideal of the ‘market’ as intrinsically unknowable. Now the market is visible.” Ibid. P. 206.

<sup>49</sup> “‘Economies of action’ is Zuboff’s expression to describe practices which involve going beyond predicting behaviour ‘in order to intervene in the state of play and actively shape behaviour at the source’ in the real world.” GREENLEAF, Graham. *Elements of Zuboff’s Surveillance Capitalism*. 160 Privacy Laws & Business International Report 29-32. **University of New South Wales Law Research Series**. 2019. P. 30. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3479907>. Acesso em: 30 mai. 2022.

<sup>50</sup> Ibid. P. 31.

possível descolá-la da análise dos movimentos em massa<sup>51</sup>. Atualmente, os desenhos e as formas de funcionamento das plataformas são construídos a fim de incentivar o tempo de tela, as interações e o consumo de produtos e experiências oferecidos pelos clientes das plataformas. É sempre importante lembrar que é muito possível que o conteúdo acessado/visualizado/curtido “gratuitamente” pelos usuários tenha sido financiado por alguém, a fim de buscar moldar seu comportamento, apesar de tal informação ser, geralmente, oculta para o público em geral. O alcance em massa oferecido por essas plataformas dificilmente é gratuito. Logo, movimentos em massa em redes sociais, geralmente, têm um preço.

## 2.1. O papel das redes sociais na transformação da dinâmica do mercado de valores mobiliários (MVM)

O movimento descrito na seção acima também gerou impactos no mercado de valores mobiliários, os quais foram potencializados pela disseminação do uso das plataformas e dos aplicativos destinados a investidores de varejo. As redes sociais possibilitaram a transmissão de opiniões e a troca de informações entre diversos públicos de (potenciais) investidores pessoas naturais, com diferentes formações, a um custo marginal quase nulo<sup>52,53</sup>, em virtude da extrema redução dos custos de transação.

Nesse quadro, há quem<sup>54</sup> defenda que também houve um movimento de democratização no cenário financeiro que teria tornado possível qualquer pessoa enviar e receber opiniões sobre quais ações comprar, manter ou vender, por exemplo. Ressalva-se, todavia, que essa aparência de espaço democrático que é atribuída às redes sociais, onde, em tese, todos podem publicar e tudo pode ser lido, não é totalmente verdadeira, na medida em que a visibilidade que se dá, aos

---

<sup>51</sup> Id.

<sup>52</sup> LANGENBUCHER, Katja; HASAN, Fizza. GameStop – A Case for Empowering Retail Investors? A Comparative Glance at the U.S. and the EU. In: TÖLLE, Antje G. I; BENEDICT, Jörg; KOCH, Harald; KLAWITTER, Stephan; PAULUS, Christoph G.; PREETZ, Friedrich. **Selbstbestimmung**: Freiheit und Grenzen: Festschrift für Reinhard Singer zum 70. Geburtstag. Berlin: Berliner Wissenschafts-Verlag, 2021. P. 400.

<sup>53</sup> ANG, James; HSU, Charles; TANG, Di; WU, Chaopeng. Could Social Media Give Small Investors Greater Say in Corporate Governance?. **Columbia Law School Blog**, 5 ago. 2020. Disponível em: <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2020/08/05/could-social-media-give-small-investors-greater-say-in-corporate-governance/>. Acesso em: 08 nov. 2022.

<sup>54</sup> “Thanks to Web 2.0 technology, virtually anyone can send a message to the entire world. (...) Social media thus democratized the financial landscape: using social media platforms like Twitter, Facebook, and Reddit, virtually anyone could send and receive opinions about which stocks to buy, hold or sell.” ORANBURG, Seth C., op. cit., p. 97.

conteúdos, está, geralmente, muito mais vinculada aos seus respectivos financiamentos. Estes que, na verdade, são centrais para estimular a visualização e definir o alcance do que é publicado, muito mais do que os níveis de qualidade e veracidade, vide os atuais problemas relacionados à disseminação de notícias falsas em diversas esferas, incluindo à de manipulação no MVM.

Ao mesmo tempo, essa expansão do potencial de visibilidade que se mostrou viável, por meio do uso das redes sociais, também vem possibilitando que tais investidores possam alcançar, mais facilmente, a atenção das administrações das companhias e dos reguladores. Inclusive, comentários fortemente negativos sobre as companhias e seus membros da administração podem vir a afetar negativamente as suas reputações e os reguladores podem vir a rastrear periodicamente as mensagens trocadas em redes sociais para verificar potenciais questões a serem levantadas junto às respectivas administrações<sup>55</sup>.

Sobre o assunto, a Comissão de Valores Mobiliários, por exemplo, já julgou processos administrativos sancionadores sobre manipulação de preços que foram instaurados com base na análise de manifestações em redes sociais realizadas por integrantes de companhias abertas, conforme abordado na seção 3.1.1 deste trabalho. Por sua vez, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) já realizou investigação sobre o uso de rede social e a divulgação de informações relevantes, envolvendo membro da administração de uma companhia aberta. Na ocasião, a SEC optou por publicar um relatório sobre o caso, ao invés de prosseguir com eventual processo, tendo em vista que, na época, havia incertezas sobre a aplicação da regulação<sup>56</sup>.

Ademais, de forma geral, verifica-se que, atualmente, as publicações realizadas nas redes sociais, mesmo que feitas por pessoas não relacionadas diretamente com as respectivas companhias, e, por mais que tais postagens possam não ter um intuito original de impactar diretamente os preços dos valores mobiliários, na prática, elas podem gerar esse efeito. Isso porque, por meio de uma análise sobre o seu conteúdo, é possível projetar comportamentos de compra e venda, o que tenderia a se refletir na formação dos preços.

Inclusive, sobre o assunto, vale destacar que já há um movimento de desenvolvimento de algoritmos complexos e outras técnicas computadorizadas para analisar conteúdos produzidos em redes sociais, fluxos de notícias e outras fontes, para que investidores possam se basear nessas informações coletadas e tratadas para, a partir daí, realizar operações no

---

<sup>55</sup> ANG, James; HSU, Charles; TANG, Di; WU, Chaopeng, op. cit.

<sup>56</sup> Mais informações disponíveis em: <https://www.sec.gov/news/press-release/2013-2013-51htm>. Acesso em: 24 nov. 2022.

mercado de valores mobiliários (MVM)<sup>57</sup>. Nesse sentido, dependendo do alcance que uma publicação realizada em determinada rede social possa obter, - o que poderia ser contabilizado em quantidade de reproduções, visualizações, etc. - e de como tais algoritmos de análises são configurados e programados, é possível que tais sistemas interpretem esses dados de tal forma que gerem vieses e sirvam de combustível para movimentos em cascatas<sup>58</sup>.

Na prática, as redes sociais possibilitaram que investidores pudessem se comunicar, discutir e articular tomadas de decisões de investimento em escala massificada. Esses processos de tomadas de decisões de forma coletiva tornam-se visíveis, sobretudo, por meio de divulgações de mensagens de forma pública nas redes sociais. Não fosse pela publicidade dessas conversas e estratégias, apenas a expressividade dos volumes restaria como indicativo explícito da existência de eventuais articulações.

Ou seja, é o conjunto de operações individuais que contribuem para a realização de eventual efeito desejado (ou não) que permite que o resto da sociedade possa vir a cogitar e perceber a sua formação e existência, caso ela não seja expressamente declarada. Por isso, o processo de tomada de decisão de tais investidores nunca foi tão importante. As pessoas só são capazes de tomar decisões efetivamente informadas, a partir do momento em que possuem as ferramentas necessárias para tanto, sobretudo em um contexto de comunicação tão hierarquizada, como é o caso de várias redes sociais usadas atualmente.

Em tais publicações, muitas vezes, os usuários expressam opiniões e sentimentos. A fim de buscar medir tais mudanças comportamentais e alterações nas opiniões coletivas, as quais, como mencionado, podem vir a impactar tais valores<sup>59</sup>, há, também, um movimento de criação de índices de monitoramento de publicações em redes sociais por agentes privados nos EUA. Um dos exemplos é o “*BUZZ NextGen AI US Sentiment Leaders Index*”, que utiliza inteligência artificial para monitorar em torno de quinze milhões de publicações por mês, com a finalidade de buscar aferir quais ações possuiriam melhor performance, em termos de percepção positiva,

---

<sup>57</sup> “companies designed complex algorithms and other computerized techniques to analyze social media feeds, news streams, and other sources to trade stock almost instantaneously based on the available information. Now, a single tweet can set the automated stock trading systems into a flurry of activity, even when that tweet is merely a tale told by an idiot, full of sound and fury, signifying nothing.” ORANBURG, Seth C., op. cit., p. 98.

<sup>58</sup> “An informational cascade takes place when it is optimal for individuals to follow the observable actions of individuals before them, disregarding their own information (...) Informational cascades may have an influence over perfectly rational individuals and lead to the creation of bubbles.” SPYROU, Spyros. Herding in financial markets: a review of the literature. **Review of Behavioral Finance**, vol. 5, n. 2., 2013. P. 178.

<sup>59</sup> “The effect of emotions on investment decisions is well documented (...) the latest social media revolution enables investors to express their sentiments on different social media platforms at an unprecedented level. This increasing role of social media in investment decisions has led to a new strand of literature focusing on the impact of such media-driven sentiments on investment decisions.” UMAR, Zaghum; GUBAREVA, Mariya; YOUSAF, Imran; ALI, Shoaib, op. cit.

perante os investidores<sup>60</sup>. Nesse quadro, a cada mês, são selecionadas as setenta e cinco primeiras para figurarem no referido índice<sup>61</sup>. A *Standard & Poors* também desenvolveu dois índices focados em ações com as melhores percepções entre os usuários do Twitter, segundo os seus sistemas: o “*S&P 500 Twitter Sentiment Index*”<sup>62</sup>, que reúne as duzentas primeiras, e o “*S&P 500 Twitter Sentiment Select Equal Weight Index*”<sup>63</sup>, que concentra as cinquenta primeiras.

Nessa linha, investidores institucionais, por exemplo, também já estão incluindo, em suas análises para decisões de investimentos, movimentos e tendências identificadas em redes sociais envolvendo valores mobiliários<sup>64</sup>. Inclusive, a recomendação da SEC sobre o assunto seria no sentido de considerar tais informações apuradas em redes sociais em conjunto com informações tornadas públicas pelas próprias companhias<sup>65</sup>.

Alerta-se para o fato de que as redes sociais podem vir a ser utilizadas como instrumentos para a manipulação e fraudes, uma vez que participantes podem publicar informações enganosas sobre suas opiniões e recomendações sobre determinados ativos, ao mesmo tempo em que, na verdade, se comportam de forma contrária, no MVM, em relação ao que reportam em tais redes<sup>66</sup>. Em muitos casos, as pessoas tentam se valer de eventuais efeitos de movimentos de massa que tais plataformas são capazes de gerar, buscando se antecipar a demandas que elas próprias buscam criar, por meio de postagens. Assim, tentam tornar-se verdadeiros profetas de profecias autorrealizáveis, dependendo do número de pessoas que

---

<sup>60</sup> Conforme informações disponíveis em: <https://investwithbuzz.com/>. Acesso em: 8 nov. 2022. A companhia responsável por esse índice realizou uma parceria com um influenciador digital para o desenvolvimento de produtos, conforme: JAKAB, Spencer. **The Revolution that Wasn't**: GameStop, Reddit, and the Fleecing of Small Investors. Penguin Random House, 2022.

<sup>61</sup> Id.

<sup>62</sup> Disponível em:

[https://www.spglobal.com/spdji/en/idsenhancedfactsheet/file.pdf?calcFrequency=M&force\\_download=true&hostIdentifier=48190c8c-42c4-46af-8d1a-0cd5db894797&languageId=1&indexId=92416176](https://www.spglobal.com/spdji/en/idsenhancedfactsheet/file.pdf?calcFrequency=M&force_download=true&hostIdentifier=48190c8c-42c4-46af-8d1a-0cd5db894797&languageId=1&indexId=92416176). Acesso em: 9 nov. 2022.

<sup>63</sup> Disponível em:

[https://www.spglobal.com/spdji/en/idsenhancedfactsheet/file.pdf?calcFrequency=M&force\\_download=true&hostIdentifier=48190c8c-42c4-46af-8d1a-0cd5db894797&languageId=1&indexId=92416173](https://www.spglobal.com/spdji/en/idsenhancedfactsheet/file.pdf?calcFrequency=M&force_download=true&hostIdentifier=48190c8c-42c4-46af-8d1a-0cd5db894797&languageId=1&indexId=92416173). Acesso em: 9 nov. 2022.

<sup>64</sup> “*institutional investors and information intermediaries are seeking valuable information in social media sentiment. This trend is also of serious concern to the Securities and Exchange Commission (SEC), which consequently recommends combining reliance on social media sentiment along with consideration of publicly available corporate fundamental information.*” EIERLE, Brigitte; KLAMER, Sebastian; MUCK, Matthias. Does it really pay off for investors to consider information from social media? **International Review of Financial Analysis**, v. 81, mai. 2022. Disponível em:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1057521922000473>. Acesso em: 13 dez. 2022.

<sup>65</sup> Id.

<sup>66</sup> “*Some bad actors may use social media as an instrument for manipulation and fraud as they publish misleading information about their opinion and recommendations on certain stocks and trade against these recommendations to gain illegal profits*”. IOSCO. **Retail Market Conduct Task Force Consultation Report**. 2022c. P. 23. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD698.pdf>. Acesso em: 24 mai. 2022.

acompanham e endossam seus direcionamentos. Nesse sentido, enfatiza-se a necessidade de se avaliar as nuances e os impactos de tais comportamentos durante os processos de tomadas de decisões dos investidores.

Nesse contexto, cabe registrar que se verifica que o uso das redes sociais não tem sido algo relevante apenas para as pessoas naturais, mas também para gestores e até para as próprias companhias. Sobre o assunto, no relatório de investigação elaborado pela SEC em 2013<sup>67</sup>, mencionado acima, se evidenciou que a regulação sobre *fair disclosure* se aplica às redes sociais e a outros meios de comunicação utilizados por companhias abertas da mesma forma que se aplica aos seus próprios *websites*. Isso porque, as comunicações de tais companhias realizadas por meio de redes sociais podem vir a constituir divulgações seletivas.

No relatório, a SEC esclarece que, embora cada caso deva ser avaliado com base nos seus próprios fatos, a divulgação de informações materiais, não públicas, na página pessoal de um diretor corporativo em uma rede social - sem prévio aviso aos investidores de que tal página poderia ser utilizada para tal fim - é improvável que se qualifique como um método aceitável de divulgação de informações a investidores, de acordo com a legislação dos EUA. Isso porque, segundo a SEC, páginas pessoais, em redes sociais, de indivíduos integrantes de companhias abertas não seriam normalmente consideradas como canais por meio dos quais as companhias divulgariam informações corporativas materiais<sup>68</sup>. Assinala-se que, anteriormente, em 2008, a SEC já havia emitido orientações sobre o assunto, esclarecendo que *websites* podem servir como um meio eficaz para disseminar informações aos investidores se eles tiverem sido cientificados sobre onde as procurar<sup>69</sup>.

Fato é que, atualmente, os espaços de troca de informações sobre companhias são cada vez mais diversos, muito em virtude de uma mudança estrutural ocorrida nos últimos anos, que foi decorrente, sobretudo, do surgimento e do desenvolvimento de cada vez mais opções e formatos de consumo de conteúdos e de comunicação via redes sociais. Elas tornaram possível a construção de movimentos próprios, facilitando a geração de impactos e a capacidade de influência nas companhias de forma mais direta por (potenciais) investidores.

---

<sup>67</sup> Disponível em: <https://www.sec.gov/news/press-release/2013-2013-51.htm>. Acesso em: 8 nov. 2022.

<sup>68</sup> Id.

<sup>69</sup> Id.

## 2.2. O fenômeno do ativismo digital e os seus reflexos no MVM

Outro fator a ser considerado quando se trata de articulações entre pessoas em redes sociais diz respeito ao fenômeno do ativismo digital, o qual, em termos gerais, pode ser definido como um ativismo político na internet ou como movimentos políticos que dela dependem<sup>70</sup>. O uso da internet para a sua construção e propagação busca tentar tornar os movimentos visíveis para os seus próprios participantes e para os outros, sendo praticamente impossível imaginar, atualmente, um movimento social que seja totalmente desconectado<sup>71</sup>. Isso porque, com o passar do tempo, a internet acabou se tornando “*a forma padrão de comunicação de muitas organizações e negócios e a infraestrutura de novos mercados*”<sup>72</sup>. Atualmente, “*Uma parcela muito significativa da população se comunica e se informa por meio das redes sociais*”<sup>73</sup>.

Nesse quadro, conforme abordado na seção acima, a partir do advento das redes sociais, e, tendo em vista a sua capacidade de influência na dinâmica do MVM, tornou-se possível que, por meio do seu uso, pessoas que não necessariamente sejam conhecidas e famosas venham a contribuir para impactar os preços de ativos<sup>74</sup>. Nesse contexto, vêm se notando, em tais plataformas, publicações aparentemente realizadas por pessoas naturais que desejam realizar investimentos e que indicam questões não financeiras como principal fundamento para tanto, se aproximando de uma suposta modalidade de ativismo digital.

Considerando que “*Transações no mercado são realizadas por agentes imbuídos das mais diversas motivações*”<sup>75</sup>, é possível que esses casos se enquadrem nas “*situações em que os investidores tomam suas decisões de investimentos independentemente das informações que estão disponíveis ou dos preços que são praticados no mercado*”<sup>76</sup>. Tais operações teriam, aparentemente, como objetivo central, a afirmação de um determinado posicionamento, podendo ser encaradas como um instrumento para a transmissão de eventual mensagem de forma coletiva.

---

<sup>70</sup> Não obstante, se faz a ressalva de que: “*digital activism as a concept is both obscure and problematic for its operationalisation.*” ÖZKULA, Suay Melisa. What is digital activism anyway? Social constructions of the “digital” in contemporary activism. **Journal of Digital Social Research**, vol. 3, n. 3, 2021. P. 61, 77.

<sup>71</sup> MINA, An Xiao. **Memes to Movements: How the World’s Most Viral Media Is Changing Social Protest and Power**. Boston: Beacon Press, 2019.

<sup>72</sup> VALENTE, Mariana Giorgetti, op. cit., p. 29.

<sup>73</sup> Id.

<sup>74</sup> ORANBURG, S, op. cit., p. 105.

<sup>75</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro. **Manipulação do Mercado de Capitais: Fundamentos e Limites da Repressão Penal e Administrativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. P. 139. Inclusive, para mais detalhes sobre a classificação de investidores, sugere-se consultar esta referência na página mencionada e seguintes.

<sup>76</sup> MORELLI, Denis. Artigo 27-C, D, E e F. In: PATELLA, Laura; CODORNIZ, Gabriela (coord.).

**Comentários à lei do mercado de capitais: Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. P. 607.

Em geral, pode-se dizer que tal movimento teria maior chance de vir a se conceber a partir de ativos de determinadas companhias, muitas vezes, envolvidas em assuntos de conhecimento generalizado pela sociedade, que tendem a gerar discussões amplas sobre posicionamentos, ultrapassando as fronteiras das esferas das análises fundamentalistas técnicas e ganhando o espaço do debate público. Nesse quadro, faz-se a ressalva de que *“É muito difícil ver alguns formatos puros de ativismo em atividade”*<sup>77</sup>, inclusive, seria *“um erro imaginar que alguma vez poderia haver política pura”*<sup>78</sup>. Há quem<sup>79</sup> defenda que essa expectativa de pureza seria falsa. Além disso, relembra-se que mesmo movimentos de caráter efetivamente político podem ser cooptados por diferentes grupos<sup>80</sup>.

Desse modo, ressalta-se a necessidade de se analisar cada caso com cuidado, a fim de se evitar que se deixe levar por discursos ingênuos. Apesar de ser legítimo operar no MVM por diversos motivos que não exclusivamente financeiros, a utilização de tal justificativa para embasar a realização de determinada operação cuja licitude venha a ser questionada por qualquer autoridade não é um salvo conduto que lhe atribuiria, instantaneamente, o véu da legalidade.

Diversos fatores, sobretudo circunstanciais, devem ser analisados em conjunto, para que se verifique a procedência de tal alegação, dentre os quais sugerem-se: (a) em relação à análise sobre a intenção do agente: (i) a verificação sobre a sua boa-fé quando da realização das operações eventualmente questionadas, o que pode se traduzir, na prática, na análise da consistência e do alinhamento entre suas manifestações e os movimentos de mercado realizados; e (ii) eventual existência de conflito de interesse; (b) além, evidentemente, da verificação da existência dos elementos de cada tipo de ilícito no caso concreto, os quais, no caso do Brasil, são melhor abordados nas seções 3.1, 3.2 e 4.1.3. Por fim, faz-se oportuno esclarecer que o tema abordado nesta seção não se confunde com as estratégias de investimento a que também têm se atribuído a nomenclatura de “ativismo”, as quais são exploradas na seção 4.1 deste trabalho.

---

<sup>77</sup> LEMOS, Ronaldo; COLEMAN, Gabriella. A Estética do Novo Ativismo. **Revista Observatório Cultural: OIC**. n. 19, (nov.2015/maio.2016). São Paulo: Itaú Cultural, 2007. P. 100.

<sup>78</sup> Id.

<sup>79</sup> Ibid., p. 101.

<sup>80</sup> Id.

### 2.3. Os influenciadores digitais no MVM

As redes sociais deram origem a um novo tipo de participante, cuja fama tende a ser, muitas vezes, reconhecida pelo simples fato de ter se tornado famoso. Trata-se de um movimento em que indivíduos criam identidades de marcas baseadas em si mesmos, geralmente, com o intuito de alcançar o público e vender produtos, por meio das redes sociais<sup>81</sup>. Tais pessoas têm sido chamadas de influenciadores digitais. Muitas vezes, anteriormente desconhecidos e sem um necessário vínculo profissional com os mercados financeiros e de capitais, eles passaram a contribuir para influenciar inclusive o comportamento de tais mercados.

*“Os influenciadores costumam ser divididos entre os grandes influenciadores, com milhões de seguidores, e os microinfluenciadores, ou influenciadores de nicho, com alguns milhares de seguidores.”*<sup>82</sup> Em resumo, os influenciadores das redes sociais podem ser entendidos como pessoas que buscam e, muitas vezes, efetivamente conseguem alcançar a fama, por meio de uma identidade na internet que seja reconhecível e comercializável<sup>83</sup>. *“Há influenciadores de nichos de peso, como ex-CEOS, ex-chairmans, economistas, administradores de empresas e (novamente, por que não?) pessoas distantes do mundo de negócios que atuam como influencers sobre tópicos de investimentos”*<sup>84</sup>.

Assim, *“Com o advento das redes sociais, plataformas como Twitter e Instagram passaram a servir como meios para que pessoas influentes (influencers) se utilizassem de sua extensa base de seguidores para fazer recomendações de ativos”*<sup>85</sup>. Na era das redes sociais, os influenciadores são capazes de gerar uma grande quantidade de interesse do público para várias oportunidades, incluindo na área de investimentos<sup>86</sup>. Muitos influenciadores lucram em decorrência das publicações que realizam nessas plataformas<sup>87</sup>.

<sup>81</sup> ORANBURG, S, op. cit., p. 104.

<sup>82</sup> FILHO, Ary Oswaldo Mattos Filho; DUTRA, Marcos Galileu; CARMO, Lie Uema do; PRADO, Viviane Muller. SANTOS, Ezequiel Fajreldines dos. **A proteção do investidor em tempos de influenciadores digitais**. São Paulo: Jota, 2020. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/disclosure/protecao-investidor-influenciadores-digitais-01102020>. Acesso em: 30 mai. 2022.

<sup>83</sup> ORANBURG, S, op. cit., p. 104.

<sup>84</sup> FILHO, Ary Oswaldo Mattos Filho; DUTRA, Marcos Galileu; CARMO, Lie Uema do; PRADO, Viviane Muller. SANTOS, Ezequiel Fajreldines dos, op. cit.

<sup>85</sup> WAISBERG, Ivo; BORBA, Gustavo Rabelo Tavares; ROCHA, Luiza Azevedo Coelho da. Atividade Sancionadora no Mercado de Capitais: objetivos principais, justificacão e imperativos de segurança jurídica. **Revista Semestral de Direito Empresarial**. nº 24 (janeiro/junho 2019). Rio de Janeiro: Renovar, 2007. P. 95.

<sup>86</sup> *“Influencers can and do effect stock prices, too.”* ORANBURG, S, op. cit., p. 104-105

<sup>87</sup> *“many influencers profit from access to the public markets for their own companies and either directly or indirectly from their market-moving statements delivered through social media.”* JAKAB, Spencer, op. cit.

Eles têm conseguido um papel de destaque nesse ambiente virtual, conforme, inclusive, estudos publicados pela ANBIMA. O levantamento mais recente elaborado pela instituição contabilizou 515 influenciadores na área das finanças e investimentos, que seriam responsáveis por 1.257 perfis em quatro redes sociais: Facebook, Instagram, Twitter e YouTube<sup>88</sup>. Em conjunto, tais influenciadores alcançam, atualmente, cerca de 165,7 milhões de seguidores<sup>89</sup>. Ressalva-se apenas que tal quantidade não corresponde a, necessariamente, o mesmo número de pessoas, uma vez que cada usuário pode seguir o mesmo influenciador em diversas redes sociais, assim como pode ser titular de mais de um perfil nas diferentes plataformas analisadas<sup>90</sup>.

De todo modo, ainda assim, tais números representam alcances expressivos. Nesse quadro, vários membros da IOSCO vêm notando uma crescente influência e participação de “celebridades”, “influenciadores” e “*finfluencers*” em publicações destinadas a investidores de varejo em redes sociais<sup>91</sup>. A perspectiva de volumosas projeções decorrentes dessas marcas relevantes não passa despercebida pelos participantes mais tradicionais desses mercados, os quais têm se interessado em contratar os serviços de tais influenciadores, inclusive dentro de uma estratégia de propaganda que combina diversas técnicas relacionadas a estudos comportamentais<sup>92</sup>, conforme gráficos de pesquisas realizadas pela IOSCO com participantes do mercado e reguladores.

---

<sup>88</sup> ANBIMA. **FInfluence**: quem fala de investimentos nas redes sociais. 4 ed. 2023. P. 7. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/especial/influenciadores-de-investimentos-4.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos-4.htm). Acesso em: 28 mar. 2023.

<sup>89</sup> Ibid. P. 8.

<sup>90</sup> Id.

<sup>91</sup> IOSCO, 2022c. P. 22.

<sup>92</sup> “*The most widely used behavioural techniques are the following: Reciprocity: Offer something for free so that people might feel obliged to reciprocate and buy a product or service; Commitment/consistency: Get people to answer ‘yes’ to a couple of questions or have them start an easy sign-up process and they are more likely to follow through and make a purchase. This also includes the ‘foot-in-the-door’-technique; Social proof: Other people are doing it too, ‘we have 100,000 satisfied customers’, ‘500 people opened an account with us last week’. Reviews and likes can also be regarded as leveraging social proof; Authority: ‘Get advice from professor X, Ph.D.’, ‘We are authorised by supervisor XYZ’, testimonials by famous people or influencers; Liking: Images of persons/environments that can trigger an emotional reaction from potential customers; and Scarcity: ‘Offer ends soon’, ‘Only two left in stock’, ‘Final week to sign up for this IPO’*”. IOSCO. **Report on Retail Distribution and Digitalisation** – Final Report. 2022a. P. 9. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD715.pdf>. Acesso em: 13 dez. 2022.

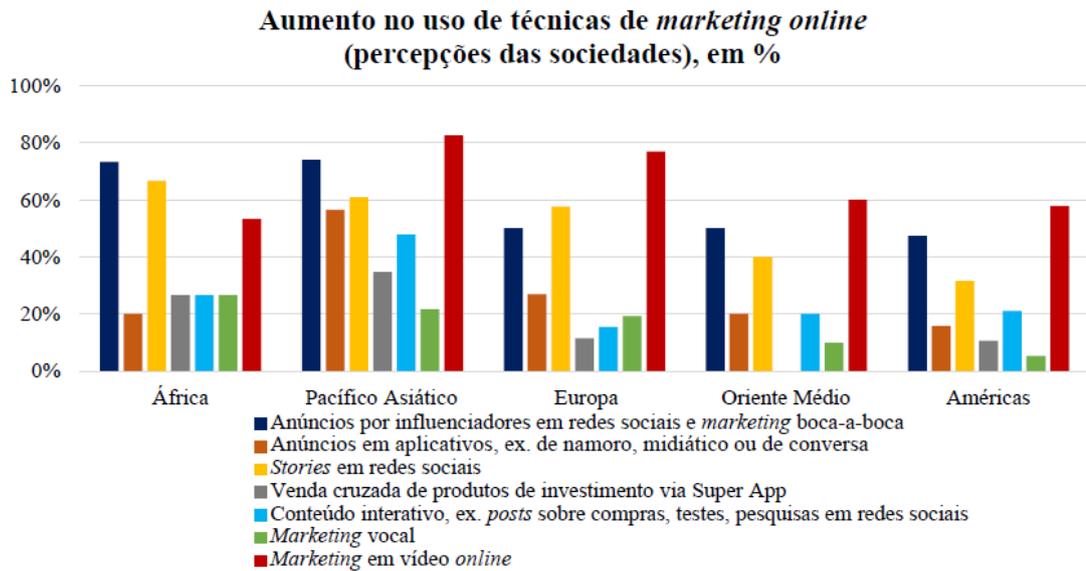


Figura 1 – Aumento no uso de técnicas de *marketing online* (de acordo com as sociedades), em percentuais, conforme apurado pela IOSCO<sup>93</sup>

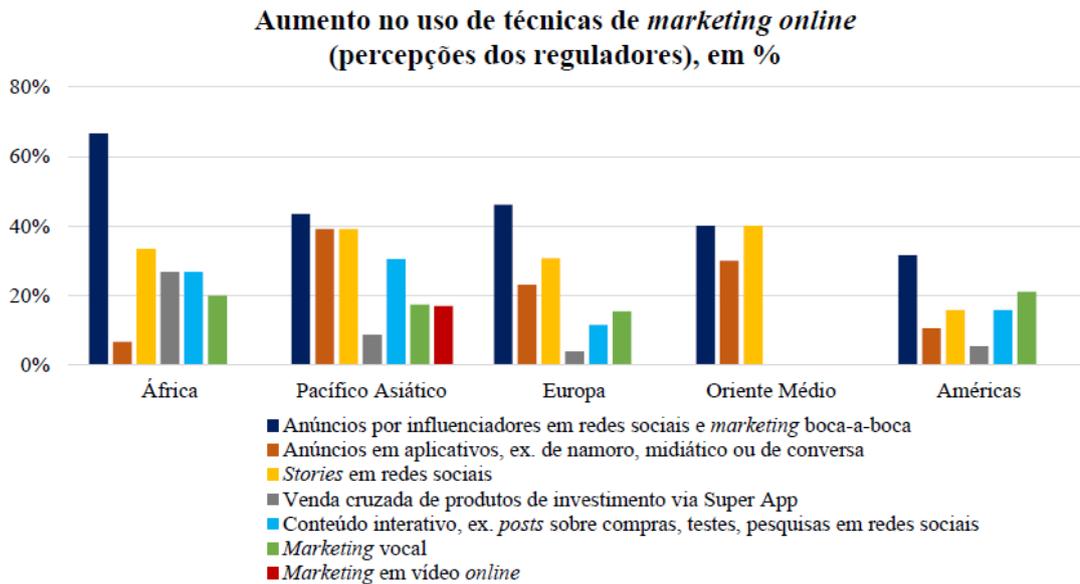


Figura 2 – Aumento no uso de técnicas de *marketing online* (de acordo com os reguladores), em percentuais, conforme apurado pela IOSCO<sup>94</sup>

<sup>93</sup> Ibid. P. 17.

<sup>94</sup> Id.

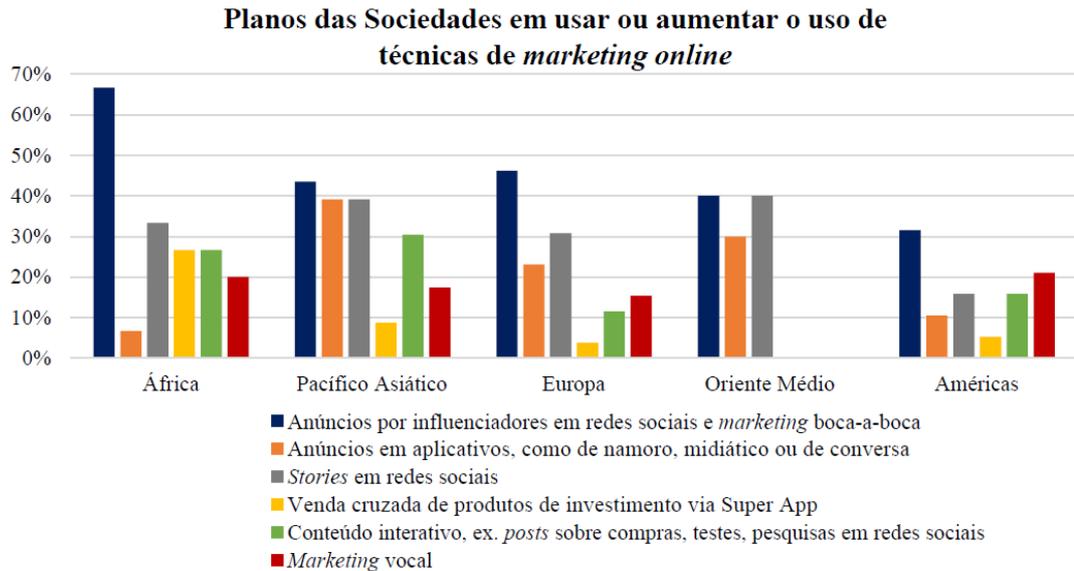


Figura 3 – Planos das sociedades em usar ou aumentar o uso de técnicas de *marketing online*, conforme apurado pela IOSCO<sup>95</sup>

Denota-se que tal cenário tem sido desenhado pelas seguintes características<sup>96</sup>: (i) expressivo aumento no número de influenciadores financeiros e de investimentos; (ii) real capacidade de influência dessas celebridades na tomada de decisões de investidores de varejo, por meio de apoios a determinados produtos; (iii) oportunidades de pessoas prestarem serviços financeiros sem os registros necessários, dando conselhos sobre investimentos em montantes relevantes nas redes sociais; (iv) investidores acompanhando as postagens de tais influenciadores nas redes sociais, como fontes de informação para a tomada de suas decisões de investimento, incluindo em outras jurisdições, e, muitas vezes, sem nenhum tipo de registro; (v) participação de pessoas famosas localmente, como atletas e empresários, falando sobre investimentos supostamente “bem sucedidos” em anúncios disfarçados, com o objetivo de persuadir o público.

Dessa maneira, a IOSCO fez um alerta no seguinte sentido<sup>97</sup>: embora discussões saudáveis e robustas entre investidores possam, potencialmente, vir a contribuir para aumentar a pujança do mercado, os investidores de varejo devem se manter atentos em relação aos (i) autoproclamados “gurus de investimentos”, que tendem a dar supostos “conselhos de investimentos”, os quais são, muitas vezes, questionáveis; bem como em relação aos (ii)

<sup>95</sup> Ibid. P. 18.

<sup>96</sup> Id.

<sup>97</sup> Id.

indivíduos que podem vir a tirar proveito inclusive do anonimato possibilitado pelas redes sociais para disseminar informações falsas ou enganosas.

Em dezembro de 2021, a autoridade holandesa responsável por fiscalizar o mercado financeiro, chamada de *Autoriteit Financiële Markten* (AFM), publicou os resultados de uma análise exploratória sobre os influenciadores financeiros, sua comunicação e os serviços que prestam relacionados a investimentos<sup>98</sup>. Em síntese, enquanto a AFM reconhece que esses influenciadores atendem à necessidade de informações acessíveis sobre finanças pessoais e investimentos, ela também enxerga o risco de que vários deles não estejam efetivamente familiarizados com a legislação aplicável ou não cumpram totalmente as referidas regras.

Segundo a IOSCO<sup>99</sup>, a divulgação de produtos no ambiente virtual pode viabilizar comportamentos inapropriados e, portanto, gerar um aumento em relação aos (potenciais) riscos a que os investidores estão expostos. Isso porque, dentre outras questões, (i) o uso de plataformas *online*<sup>100</sup> viabiliza a divulgação de uma quantidade imensa de publicações com pouca ou nenhuma supervisão, dado que o próprio volume já é bastante desafiador; e (ii) muitas vezes, o público-alvo não possui o conhecimento e a experiência necessários para a realização de determinados investimentos<sup>101</sup>, tendo em vista que redes sociais como TikTok e Instagram direcionam conteúdo para pessoas mais jovens que não, necessariamente, estão familiarizadas com a dinâmica e os (potenciais) riscos dos produtos de investimentos divulgados, sobretudo, considerando que, em muitos casos, as publicações não oferecem informações completas sobre eles.

Conforme apurado pela IOSCO<sup>102</sup>, alguns dos comportamentos inapropriados mais comuns identificados são: (i) falsa aparência de fonte confiável para extrair informações; (ii) promessas de retornos altos em mensagens; (iii) direcionamento de produtos em larga escala sem customização; (iv) uso de influenciadores digitais para a divulgação de histórias de sucesso falsas, dentre outros. Atualmente, “*Nos Estados Unidos, por exemplo, a Federal Trade Commission exige, em seus Endorsement Guides*<sup>103</sup>, a abertura da existência da relação

---

<sup>98</sup> AFM. **The pitfalls of ‘finfluencing’**: Exploratory study by the AFM into investor protection requirements relating to social media posts. 2021. Disponível em: [https://www.afm.nl/~profimedia/files/publicaties/2021/pitfalls-of-finfluencing.pdf?sc\\_lang=en](https://www.afm.nl/~profimedia/files/publicaties/2021/pitfalls-of-finfluencing.pdf?sc_lang=en). Acesso em: 13 dez. 2022.

<sup>99</sup> IOSCO, 2022b. P. 17.

<sup>100</sup> Id.

<sup>101</sup> Id.

<sup>102</sup> Id.

<sup>103</sup> Disponível em: <https://www.ftc.gov/sites/default/files/attachments/press-releases/ftc-publishes-final-guides-governing-endorsements-testimonials/091005revisedendorsementguides.pdf>. Acesso em: 30 mai. 2022.

comercial com o influencer”<sup>104</sup>. Na mesma linha, “a Competition & Markets Authority do Reino Unido<sup>105</sup> busca promover a transparência na atuação profissional dos influencers”<sup>106</sup>.

Recentemente, a SEC acusou diversos influenciadores de terem orquestrado e realizado, em conjunto, o ilícito de manipulação nos EUA<sup>107</sup>. No Brasil, a CVM também já instaurou procedimentos para apurar a ocorrência de manipulação por influenciadores em redes sociais. Na mesma direção, alguns membros da IOSCO já tinham expressado que planejam supervisionar, cada vez mais, os influenciadores que atuam nas sociais<sup>108</sup>. Como a arquitetura das plataformas mais utilizadas atualmente promove a hierarquização da comunicação, os influenciadores digitais acabam tendo um papel de destaque em relação à coordenação de possíveis ilícitos de manipulação, dentre outros. Tendo em vista que um dos pontos recorrentes quando se trata desse assunto diz respeito às fronteiras da liberdade de expressão, tal tema é explorado na seção abaixo.

### 2.3.1. A liberdade de expressão e os atuais limites da atuação dos influenciadores digitais no MVM no Brasil

O art. 5º, IX da C.R.F.B./1988 prevê que “é livre a expressão da atividade intelectual, artística, científica e de comunicação, independentemente de censura ou licença”. Historicamente, a proteção a tal direito tem se dado no âmbito formal, mas nem sempre no material<sup>109</sup>. Fato é que a liberdade de expressão é tão importante que ela assume uma posição preferencial no ordenamento<sup>110111</sup>, havendo discussões sobre “qual seria o limite para a

<sup>104</sup> FILHO, Ary Oswaldo Mattos Filho; DUTRA, Marcos Galileu; CARMO, Lie Uema do; PRADO, Viviane Muller. SANTOS, Ezequiel Fajreldines dos, op. cit.

<sup>105</sup> Disponível em: <https://www.gov.uk/government/publications/social-media-endorsements-guide-for-influencers/social-media-endorsements-being-transparent-with-your-followers>. Acesso em: 30 mai. 2022.

<sup>106</sup> FILHO, Ary Oswaldo Mattos Filho; DUTRA, Marcos Galileu; CARMO, Lie Uema do; PRADO, Viviane Muller. SANTOS, Ezequiel Fajreldines dos, op. cit.

<sup>107</sup> SEC. **SEC Charges Eight Social Media Influencers in \$100 Million Stock Manipulation Scheme Promoted on Discord and Twitter**. 2022. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-221>. Acesso em: 14 dez. 2022.

<sup>108</sup> IOSCO, 2022b. P. 17.

<sup>109</sup> BARROSO, Luís Roberto. Da caverna à internet: evolução e desafios da liberdade de expressão. **Revista Publicum**, v. 6, n. 1, p. 1-12, 2020. P. 4.

<sup>110</sup> SARMENTO, DANIEL. Liberdades comunicativas e “direito ao esquecimento” na ordem constitucional brasileira. **Revista Brasileira de Direito Civil**. Vol. 7. Jan/Mar. 2016. P. 212-213. Disponível em: <https://rbdcivil.ibdcivil.org.br/rbdc/article/view/76>. Acesso em: 28 nov. 2022.

<sup>111</sup> BARROSO, Luna Van Brussel. O judiciário, o Twitter e a liberdade de expressão no século XXI. In: PIOVESAN, Flávia; DIAS, Roberto. **Liberdade de expressão e constitucionalismo multinível: jurisprudência do STF, diálogos jurisdicionais e desafios contemporâneos**. São Paulo: Editora JusPodivm, 2022b. P. 98

*aplicação do direito de liberdade de expressão e como ele deve ser aplicado de modo a não invadir o direito de outrem*”<sup>112</sup>.

Com o advento das redes sociais, o controle sobre o exercício desse direito passou a ser feito também por essas companhias que “*podem regular o discurso que tramita em suas plataformas*”<sup>113</sup>. Ressalta-se que: “*A internet não muda o que é a liberdade de expressão, entretanto altera as condições sociais nas quais as pessoas falam e isso traz à frente questões que se encontravam dormentes*”<sup>114</sup>.

Esse novo cenário foi desenhado a partir do avanço da internet e das redes sociais, que foram responsáveis por viabilizar o surgimento dos chamados “*influenciadores digitais*”, cujas características foram abordadas na seção anterior. Nesse sentido, muito tem sido questionado a respeito da sua atuação e os limites do direito à liberdade de expressão, assim como questões relacionadas à proteção dos investidores<sup>115</sup>.

Inicialmente, cabe registrar que a CVM já está endereçando questões relacionadas ao exercício irregular da atividade de recomendação de investimentos por influenciadores, os quais “*muitas vezes atuam como se fossem agentes regulados, como analistas ou consultores*”<sup>116</sup>. Isso porque, a recomendação de investimentos realizada de forma profissional é atividade privativa do analista de valores mobiliários, sendo regulada pela Resolução CVM nº 20/2021. Tal Resolução prevê, no seu art. 1º, *caput*, § § 2º e 3º, que se enquadra, nessa definição, quem elabora relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento, equiparando-se as exposições públicas, apresentações e vídeos a tais relatórios. O Ofício-Circular nº 13/2020/CVM/SIN trouxe orientações para a atuação dos influenciadores digitais no Brasil. Sobre o assunto, destaca-se que:

a linguagem adotada nos canais é de extrema importância para avaliar a caracterização do serviço como profissional.<sup>117</sup>

quaisquer mensagens que adotem “*teor mais assertivo ou apelativo reforçam a configuração de uma tentativa do agente de convencer e induzir os destinatários a segui-lo*”, ou seja, são capazes de influenciar a tomada de decisão dos investidores.<sup>118</sup>

<sup>112</sup> JÚNIOR, Sérgio Assunção Rodrigues, op. cit., p. 545.

<sup>113</sup> BARROSO, Luna Van Brussel, 2022b. P. 98.

<sup>114</sup> VALENTE, Mariana Giorgetti, op. cit., p. 36.

<sup>115</sup> FILHO, Ary Oswaldo Mattos Filho; DÚTRA, Marcos Galileu; CARMO, Lie Uema do; PRADO, Viviane Muller. SANTOS, Ezequiel Fajreldines dos, op. cit.

<sup>116</sup> YAZBEK, Otavio. **O caso GameStop, sua versão local e o mercado de capitais**. São Paulo: Jota, 2021. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/mercado-capitais-gamestop-acoes-22022021>. Acesso em: 30 de maio de 2022.

<sup>117</sup> WAISBERG, Ivo; BORBA, Gustavo Rabelo Tavares; ROCHA, Luiza Azevedo Coelho da, op cit., p. 96.

<sup>118</sup> Id.

Relembra-se, contudo, a necessidade de não se conferir interpretação exagerada ao alcance de tal normativo, conforme, inclusive, alertado em ocasião anterior pela própria CVM<sup>119</sup>:

não parece razoável imaginar que manifestações em páginas de discussões feitas por investidores em caráter não profissional e que não tenham um teor ou uma estrutura profissional possam ser abrangidas pela definição de ‘relatório de análise’. Da mesma forma, não parece que, por mais abrangente que possa ser a interpretação da expressão, qualquer debate ou comentário em meios de comunicação relativo ao mercado de capitais brasileiro esteja sujeito à qualificação como ‘relatório de análise’.

Nesse contexto, faz-se importante frisar que é evidente que o manto do direito à liberdade de expressão não protege violações à legislação, as quais devem ser averiguadas e combatidas com o rigor adequado. Ressalva-se, por outro lado, que eventuais interações entre reguladores e plataformas para investigarem eventuais violações requerem alguns cuidados, uma vez que *“a coleta de dados e vigilância sobre o comportamento de usuários na rede também pode ter um efeito silenciador sobre a liberdade de expressão digital de usuários, que podem se autocensurar por medo de terem suas atividades constantemente monitoradas pelo governo”*<sup>120</sup><sup>121</sup>.

Conforme relatório apresentado no âmbito do Conselho de Direitos Humanos da Organização das Nações Unidas em 2016<sup>122</sup>, na medida em que os provedores de serviços de internet e de nuvem, plataformas de redes sociais, mecanismos de busca e outros tipos de companhias de tecnologia transmitem ou acumulam enormes quantidades de dados de seus usuários, o volume de pedidos de informações sobre tais pessoas, realizados por autoridades governamentais, com base em leis e regulamentos locais, começou a aumentar. Muitas dessas solicitações são emitidas por agências reguladoras e de inteligência. A supervisão estatal sobre essas solicitações pode variar, dependendo de cada Estado, podendo incluir a necessidade de

<sup>119</sup> No âmbito do Relatório de Audiência Pública SDM nº 03/2018, referente à ICVM nº 438/2020 que antecedeu a ICVM nº 598/2018, revogada pela Resolução CVM nº 20/2021.

<sup>120</sup> HUMAN RIGHTS COMMITTEE. **Report of the Special Rapporteur on the promotion and protection of the right to freedom of opinion and expression**. 11 mai. 2016, UN Doc A/HRC/32/38. P. 15-16. Disponível em: <https://undocs.org/en/A/HRC/32/38>. Acesso em: 15 dez. 2022. Apud. BARROSO, Luna van Brussel, 2022a. P. 102.

<sup>121</sup> Id.

<sup>122</sup> *“As Internet service providers, social networking platforms, search engines, cloud service providers and other companies transmit or amass enormous quantities of customer data, the volume of government requests for user information based on local laws and regulations has also begun to rise. Several major Internet companies have reported an increase in requests. Many of these requests are issued by law enforcement and intelligence agencies. State oversight of these requests varies, ranging from prior judicial authorization to high-level executive approval to none at all.”* HUMAN RIGHTS COMMITTEE. Ibid. P. 16.

autorização judicial prévia<sup>123</sup>, a aprovação por alguém que ocupe um alto cargo no executivo<sup>124</sup> ou, até mesmo, nenhum tipo de supervisão.

Atualmente, segundo reportado pelo Facebook, o Brasil figura como o quarto país do mundo com maior número de pedidos de informações na plataforma, em torno de 15.600 requisições sobre 57.700 pessoas, ficando atrás da Alemanha que contabiliza 18.000 pedidos, referentes a 25.600 pessoas, da Índia que conta com 55.500 pedidos relacionados a 91.200 indivíduos e dos EUA, que lidera o *ranking* com os seguintes números: 69.400 pedidos em relação a 126.000 pessoas<sup>125</sup>.

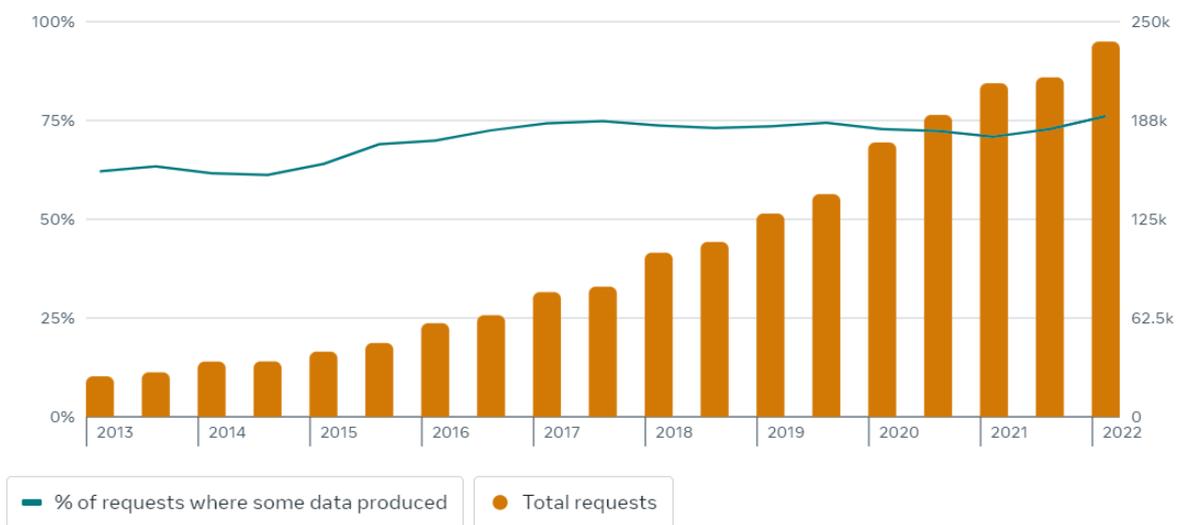


Figura 4 – Gráfico elaborado pelo Facebook sobre a evolução da quantidade de pedidos de informações realizadas por autoridades públicas globalmente de 2013 a 2022<sup>126</sup>



<sup>123</sup> *Act on Signal Surveillance for Defense Intelligence Activities, sect. 4 (3)* da Suécia.

<sup>124</sup> *Telecommunications (Interception and Access) Act 1979, sect. 9 (1)* da Austrália.

<sup>125</sup> Os números foram arredondados, considerando as informações disponíveis em:

<https://transparency.fb.com/data/government-data-requests/?source=https%3A%2F%2Fgovtrequests.facebook.com%2Fabout%2F>. Acesso em: 15 dez. 2022.

<sup>126</sup> Disponível em: <https://transparency.fb.com/data/government-data-requests/?source=https%3A%2F%2Fgovtrequests.facebook.com%2Fabout%2F>. Acesso em: 15 dez. 2022.

Figura 5 – Gráfico elaborado pelo Twitter sobre a evolução da quantidade de pedidos de informações realizadas por autoridades públicas brasileiras de 2012 a 2021<sup>127</sup>

Recentemente, a CVM solicitou, por meio de ofício, ao Twitter, informações sobre pessoas identificadas como “*influenciadores do mercado financeiro*”<sup>128</sup>. Os dados solicitados incluíam: nome, número do cadastro de pessoa física, endereço de *email*, data de nascimento e telefone, os quais são considerados “dados pessoais”, para fins do disposto na Lei Geral de Proteção de Dados (Lei nº 13.709/2018). Segundo informado pela autarquia, o ofício integra um processo administrativo em curso, no âmbito da Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários, envolvendo o “*trabalho de supervisão temática, no âmbito do Plano de Supervisão Baseada em Risco*”<sup>129</sup> (Plano Bienal CVM SBR 2021-2022<sup>130</sup>).

De acordo com o Relatório Anual de 2021 do referido Plano<sup>131</sup>, a prestação de serviços de gestão de valores mobiliários sem registro, conduta que, inclusive, além de ser considerada um ilícito administrativo, também é um ilícito criminal, foi elencada como um dos maiores riscos a serem supervisionados no período de 2021 a 2022, com a maior pontuação de todas. Segundo a autarquia, foram analisadas “*todas as denúncias recebidas pela Superintendência de Orientação ao Investidor ou feitas por participantes de mercado que apontavam indícios de atividade irregular de administração de carteiras*”<sup>132</sup>, totalizando 77 ocorrências.

“*A maioria dos casos foram arquivados por não possuírem elementos que pudessem caracterizar uma atividade irregular de gestão de recursos de terceiros*”<sup>133</sup>, sendo que 10 foram finalizados com a emissão de Ofício de Alerta e 1 com proposta de Termo de Compromisso. Ao longo do ano de 2021, o colegiado da CVM julgou 3 PAS de rito simplificado que foram instruídos pela Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais, em virtude de as pessoas terem sido acusadas de praticar gestão irregular de administração de carteiras. Todos os acusados nestes PAS foram condenados pelo colegiado.

O diagnóstico da autarquia sobre o cenário como um todo foi no sentido de que a maioria seriam “*casos onde os investidores recebem promessa de rendimentos garantidos e descolados*

<sup>127</sup> Disponível em: <https://transparencia.twitter.com/en/reports/countries/br.html>. Acesso em: 15 dez. 2022.

<sup>128</sup> ROSAS, Rafael. **CVM confirma pedido ao Twitter para envio de dados de ‘influenciadores’ de mercado**. Rio de Janeiro: Valor Econômico, 2022. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/noticia/2022/08/31/cvm-confirma-pedido-ao-twitter-para-envio-de-dados-de-influenciadores-de-mercado.ghtml>. Acesso em: 15 dez. 2022.

<sup>129</sup> Id.

<sup>130</sup> Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-de-supervisao-baseada-em-risco>. Acesso em: 15 dez. 2022.

<sup>131</sup> Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-de-supervisao-baseada-em-risco/2021-2022/relatorio-anual-2021.pdf/view>. Acesso em: 15 dez. 2022.

<sup>132</sup> Ibid. P. 11.

<sup>133</sup> Id.

da realidade econômica”<sup>134</sup>, sendo que eles “continuarão a demandar atenção da área técnica, dada sua alta repercussão e o impacto à imagem institucional envolvido, somado à ainda alta probabilidade de ocorrência”<sup>135</sup>. No Plano Bienal CVM SBR 2023-2024<sup>136</sup> divulgado em 21 de dezembro de 2022, a CVM manteve a supervisão sobre a prestação de serviços de gestão de valores mobiliários sem registro como a maior prioridade.

Apesar de tal ilícito ser essencialmente diferente da conduta de manipulação, o enfrentamento a ambos está conectado, na medida em que: (i) os novos desafios às suas repressões também são derivados do uso das redes sociais; e (ii) que eles estão diretamente relacionados com o debate envolvendo os limites do direito constitucional à liberdade de expressão. Em outras palavras, a avaliação sobre as fronteiras da (i)licitude de um discurso em uma rede social, hoje, perpassam em verificar se tal manifestação se enquadraria nos elementos previstos nos respectivos dispositivos, no contexto do mercado de MVM – assim como em outras normas, conforme o caso (ex.: *insider trading*, etc.). Sobre o assunto, ressaltam-se as seguintes reflexões:

Não se trata aqui de simplesmente propugnar pela regulação da opinião. A liberdade de expressão e de manifestação é uma liberdade constitucionalmente protegida, muito valiosa e que precisa estar preservada.

Trata-se do reconhecimento de que as novas formas com que as pessoas acessam a informação e a sua influência sobre o processo decisório de investimento merece uma reflexão mais cuidadosa, especialmente em mercados com características particulares como o brasileiro, em que a opinião de poucos pode ter, potencialmente, um peso desproporcional e um impacto não-linear para a integridade e a higidez do mercado ou para a proteção dos investidores.

É desejável que o mercado de capitais cresça e que se fale o seu funcionamento e oportunidades de investimentos. Mas também é importante que se cuide para que os abusos sejam coibidos, com o devido respeito às liberdades individuais. Para isso é preciso dar atenção para o fenômeno, compreendê-lo e, quando for o caso, implementar uma política regulatória adequada.

É certo que os bens a serem tutelados pela regulação de mercado continuam os mesmos, mas a forma de identificar, tratar, e punir os abusos, precisa levar em consideração os problemas potencializados pelo uso em larga escala das mídias sociais.<sup>137</sup>

Recentemente, a CVM publicou uma Análise de Impacto Regulatório sobre a possível regulação da atuação dos influenciadores, em que reconheceu que “As opiniões expressas nas

---

<sup>134</sup> Id.

<sup>135</sup> Id.

<sup>136</sup> Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-de-supervisao-baseada-em-risco/2023-2024/Plano%20Bial%20CVM%20SBR%202023-2024/view>. Acesso em: 21 dez. 2022.

<sup>137</sup> FILHO, Ary Oswaldo Mattos Filho; DUTRA, Marcos Galileu; CARMO, Lie Uema do; PRADO, Viviane Muller. SANTOS, Ezequiel Fajreldines dos, op. cit.

*mídias sociais podem afetar as decisões individuais de negociação dos investidores e [r]ecorrentemente causar impacto nas cotações dos ativos e nas quantidades negociadas”*<sup>138</sup>. Como exemplos em que isso teria acontecido, foram mencionados os casos envolvendo a GameStop Corp. e a IRB-Brasil Resseguros S.A., os quais são analisados, respectivamente, nas seções 4.1.1 e 4.1.2 deste trabalho.

#### 2.4. Reflexos nos comportamentos de investidores

Da mesma forma que são gerados padrões de comportamento de consumo na era do capitalismo de vigilância, pode-se dizer que também são gerados padrões de operações no mercado de valores mobiliários, decorrentes do uso das redes sociais. Isso porque, elas são utilizadas como meios para a estruturação de padrões comportamentais de forma generalizada, inclusive em escala global. Logo, os mercados de ações não ficariam fora da influência de tal fenômeno.

A saga decorrente do caso envolvendo a GameStop Corp.<sup>139</sup> – que é explorada na seção 4.1.1 deste trabalho - tem ilustrado como os investidores de varejo, muitas vezes, influenciados por postagens em redes sociais, acessam mercados a partir de seus telefones celulares, utilizando-se de serviços de corretagem de baixo custo e, assim, buscam influenciar posições em mercados, inclusive de *players* já estabelecidos. Embora ainda não se tenha observado fenômenos similares em muitas bolsas de valores, como as asiáticas<sup>140</sup>, por exemplo, há quem argumente<sup>141</sup> que seja improvável que este fenômeno de ressurgimento dos investidores de varejo no MVM esteja restrito ao cenário da pandemia da Covid-19.

Nesse período, diversas pessoas ao redor do mundo ficaram grande parte do tempo em suas casas, buscando se proteger do vírus e encontrar formas de rentabilizar o dinheiro que tinham em um contexto de muitas incertezas. Assim, a potencial (crescente) influência dos

---

<sup>138</sup> Conforme disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-divulga-estudo-sobre-possivel-regulamentacao-envolvendo-influenciadores-digitais-e-o-mercado-de-capitais>. Acesso em: 14 abr. 2023.

<sup>139</sup> REVELL, Stephen. Editors' Note. **Capital Markets Law Journal**. Vol. 17, n. 1, jan., 2022. P. 2. Disponível em: <https://academic.oup.com/cmlj/article/17/1/1/6469677>. Acesso em: 15 dez. 2022.

<sup>140</sup> Id.

<sup>141</sup> FISCH, Jill E. Gamestop and the Reemergence of the Retail Investor. **Boston University Law Review**, vol. 102, 2022. P. 1.800. Disponível em: [https://scholarship.law.upenn.edu/faculty\\_scholarship/2817/](https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/2817/). Acesso em: 10 dez. 2022.

investidores de varejo seria considerada como o início de um fenômeno a ser continuamente acompanhado pelas companhias.

Ao longo dos últimos anos, as redes sociais se tornaram cada vez mais integradas ao cenário de investimentos de varejo. Os reportes de vários membros da IOSCO<sup>142</sup> demonstram que esses tipos de investidores, em particular os mais jovens, estão, cada vez mais, monitorando de perto as atividades em tais plataformas, compartilhando dicas de investimentos e buscando informações nessas fontes<sup>143</sup>. Tais reguladores têm verificado que as decisões de investimentos desse público são mais facilmente influenciadas pelas redes sociais, por recomendações de seus amigos e familiares do que no conhecimento e experiência de agentes tradicionais dos mercados.

Em conjunto com uma maior participação de investidores de varejo, os reguladores têm observado um aumento na popularidade de *blogs*, redes sociais e aplicativos de mensagens que eles utilizam como meios para trocar dicas de investimento e estratégias de operações. Verifica-se que a influência das redes sociais no processo de tomada de decisão dos investidores de varejo é ampla e variada<sup>144</sup>. Inclusive, há profissionais que exercem atividades reguladas como consultores de investimento que estão utilizando redes sociais como Instagram e Twitter para anunciar produtos e serviços, por exemplo. Assim como há investidores de varejo que também utilizam essas plataformas e outras, como Facebook e TikTok, para aprender e pesquisar o que eles avaliam como oportunidades de investimento<sup>145</sup>. Os resultados das pesquisas realizadas pela B3 em 2020<sup>146</sup>, destacados abaixo, corroboram tais informações.

---

<sup>142</sup> IOSCO, 2022c. P. 21.

<sup>143</sup> “For example, the HK SFC noted that according to a 2021 survey, 49% of stock investors obtained information on stock investments from social media. FINRA noted that while using social networks wasn’t a new trend, a recent FINRA survey indicates that 14% of new retail investors use social media as an information source when making investment decisions.” Ibid. P. 22. Ver: LUSH, Mark; FONTES, Angela; VALDES, Olivia; MOTTOLA, Gary. **Consumer Insights on Money and Investing**: A Collaboration between the FINRA Foundation and MORC at the University of Chicago. FINRA Investor Education Foundation and NORC at the University of Chicago: February, 2021. Disponível em: [https://www.finrafoundation.org/sites/finrafoundation/files/investing-2020-new-accounts-and-the-people-who-opened-them\\_1\\_0.pdf](https://www.finrafoundation.org/sites/finrafoundation/files/investing-2020-new-accounts-and-the-people-who-opened-them_1_0.pdf). Acesso em: 14 dez. 2022.

<sup>144</sup> “For example, Quebec AMF reported on the results of a recent survey on FOMO and showing young people consider social media a good source of investment information.” IOSCO, 2022c. P. 21. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD698.pdf>. Acesso em: 24 de maio de 2022.

<sup>145</sup> IOSCO, 2022c. P. 21.

<sup>146</sup> Disponível em:

[https://www.b3.com.br/data/files/DE/47/57/09/B3866710D32004679C094EA8/Pesquisa%20PF\\_Apresentacao\\_f inal\\_11\\_12\\_20\\_.pdf](https://www.b3.com.br/data/files/DE/47/57/09/B3866710D32004679C094EA8/Pesquisa%20PF_Apresentacao_f inal_11_12_20_.pdf) Acesso em: 20 mar. 2023.

### Onde você aprendeu a investir? (respostas múltiplas)



Figura 6 – Resultados de pesquisa da B3 sobre onde os entrevistados aprenderam a investir

### Onde você costuma se informar sobre investimentos? (respostas múltiplas)



Figura 7 – Resultados de pesquisa da B3 sobre onde os entrevistados costumam se informar sobre investimentos

Em pesquisa realizada pelo IOSCO<sup>147</sup>, seus membros identificaram que as redes sociais podem ser instrumentos para impactar o comportamento e as decisões dos investidores de varejo de diferentes formas, tendo em vista sua capacidade de: (i) gerar um incremento nas operações realizadas no mercado de valores mobiliários, ao incentivarem que elas sejam realizadas por conta própria; (ii) promover um incremento da participação das pessoas nesse mercado; (iii) contribuir para a difusão de informações falsas ou rumores; (iv) provocar comportamentos de manada; (v) dar visibilidade a indivíduos específicos, como celebridades e influenciadores digitais; (vi) propagar sugestões de investimento que geralmente são realizadas

<sup>147</sup> IOSCO, 2022c. P. 22.

por pessoas que não possuem os devidos registros, expondo os investidores a diversos (potenciais) riscos; e (vii) promover e disseminar fraudes e golpes.

Atualmente, reconhece-se<sup>148</sup> que o uso generalizado das redes sociais moldou a forma como grande parte dos investidores de varejo se informa e se comunica sobre esse mercado e que elas tornaram possível um aumento no fluxo de informações entre eles. Assim, as redes sociais possibilitam que uma única publicação alcance milhões de pessoas e afete as percepções em relação ao mercado em um curto espaço de tempo<sup>149</sup>. Fato é que tais plataformas contribuem para reforçar visões, mesmo que elas sejam enviesadas ou especulativas, uma vez que os investidores são direcionados a se comunicarem com outros que tenham interesses e posicionamentos semelhantes<sup>150</sup>.

Adicionalmente, assinala-se que as opções para a realização de investimentos pelo público de varejo aumentaram com o advento e o incremento de programas digitais destinados a investimentos<sup>151</sup>, como: (i) *home brokers*, em que se possibilita o envio de ordens de negociações de ativos de forma autônoma; (ii) sistemas automatizados de investimentos<sup>152</sup>, usualmente chamados de “robôs”; e (iii) aplicativos de celulares. As companhias desse setor têm implementado uma variedade de práticas<sup>153</sup>, incluindo: (i) estímulos comportamentais; (ii) *marketing* direcionado; (iii) elementos característicos de jogos, caracterizando um processo nomeado de “gameificação” – termo originado da palavra “*game*” que significa “jogo” em inglês; e (iv) outros elementos ou recursos de *design* elaborados para atrair os investidores, como aplicativos, *websites* e outros.

Todavia, alguns autores<sup>154</sup> sugerem que, ao mesmo tempo, o ambiente construído pelos aplicativos de negociação teria contribuído para que os investidores se comportassem de uma forma supostamente negativa, na opinião deles, atribuindo-lhes o estigma de “barulhentos”<sup>155</sup>. Em um ambiente em que uma grande quantidade de informações é obtida por meio das redes

<sup>148</sup> FEDERAL RESERVE. **Financial Stability Report**. 2021. P. 20. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/publications/files/financial-stability-report-20211108.pdf>. Acesso em: 13 dez. 2022.

<sup>149</sup> Id.

<sup>150</sup> Id.

<sup>151</sup> IOSCO, 2022b. P. 10-11.

<sup>152</sup> Sobre a nomenclatura utilizada, diferentes categorias e normas regulatórias aplicáveis no Brasil, consultar: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/profissionais-do-mercado/robos-de-investimentos>. Acesso em: 13 dez. 2022.

<sup>153</sup> IOSCO, 2022b. P. 10-11.

<sup>154</sup> EATON, Gregory W.; GREEN, T. Clifton; ROSEMAN, Brian S.; WU, Yanbin. **Zero-Commission Individual Investors, High Frequency Traders, and Stock market Quality**. Maio, 2021. Disponível em: <https://portal.northernfinanceassociation.org/viewp.php?n=2240041832>. Acesso em: 14 dez. 2022.

<sup>155</sup> “*In the financial market research, ‘noise traders’ refers to investors who make transaction decisions based on factors they believe to be helpful but, in reality, give them no better returns than random choices.*” FEDERAL RESERVE, op. cit., p. 20. Fato é que, na verdade, se atribui uma conotação negativa a tal termo, como se tais investidores não fossem bem-informados o suficiente e cujas condutas pudessem “atrapalhar” o mercado.

sociais<sup>156</sup> e os investidores estão em busca de rentabilidade, o público de varejo pode, cada vez mais, vir a se voltar para produtos que oferecem maiores riscos, às vezes, com alto grau de alavancagem e sem aconselhamento financeiro apropriado<sup>157</sup>.

Nesse contexto, é possível que terceiros, incluindo companhias, busquem manipular os padrões comportamentais do público de varejo, buscando explorar eventuais desvantagens a que os investidores de varejo, muitas vezes, estão expostos, sobretudo as relacionadas à desinformação e até à inexperiência<sup>158</sup>. Assim, amplificam-se os riscos de transações com produtos que não são adequados ao respectivo perfil de investimento daquele público e incentiva-se o comportamento de manada promovido pelas redes sociais<sup>159</sup>. A falta de educação financeira e de supervisão regulatória em certos casos podem contribuir para exacerbar os potenciais riscos<sup>160</sup>. Tomando tudo isso em consideração, esses riscos podem criar um ambiente onde os investidores de varejo podem incorrer em perdas<sup>161</sup>.

A influência das redes sociais sobre os investidores de varejo surgiu como um tema comum em pesquisas realizadas pela IOSCO<sup>162</sup> com os seus membros. Embora as redes sociais possam oferecer certas vantagens para eles, como melhor acesso e disseminação de informações, incluindo educação financeira, elas também apresentam riscos relacionados à manipulação de mercado e à oferta de instrumentos de investimentos inadequados aos seus respectivos perfis<sup>163</sup>. A grande maioria dos membros da IOSCO que respondeu à pesquisa observou um movimento de uso das redes sociais na propagação de esquemas<sup>164</sup>. Agentes estão procurando, cada vez mais, caminhos mais sofisticados para atingir o público de varejo<sup>165</sup>. Nesse quadro, alguns membros da IOSCO destacaram vários riscos a que tais investidores estão sujeitos, incluindo relacionados a ativos virtuais<sup>166</sup>.

---

<sup>156</sup> “retail investors are closely monitoring social media activity and sharing investment tips and seeking information from a wide variety of sources. This can also include the activities of influencers, who often give financial advice without the required license. Social media in certain cases may promote scams.” IOSCO, 2022b. P. 52.

<sup>157</sup> IOSCO, 2022c. P. 19.

<sup>158</sup> “Firms can manipulate these retail patterns through systematic targeting and certain techniques such as gamification of the trading environment, to the disadvantage of uninformed and inexperienced retail investors. These risks not only serve to increase the risk of mis-selling of products, but also exacerbate “herd behavior” promoted by way of social media.” Id.

<sup>159</sup> Id.

<sup>160</sup> Id.

<sup>161</sup> Id.

<sup>162</sup> Id.

<sup>163</sup> Id.

<sup>164</sup> Id.

<sup>165</sup> “Unauthorized firms frequently target the most vulnerable members of society, as technology can make it easier for unauthorized firms to reach a wide population and disappear to avoid detection.” Id.

<sup>166</sup> Id.

Nesse sentido, as tendências baseadas no uso das redes sociais têm gerado várias implicações para a supervisão dos reguladores e um aumento nas vulnerabilidades contra diversos riscos, incluindo o de fraude<sup>167</sup>. De um modo geral, o impacto das redes sociais no comportamento e na tomada de decisões dos investidores de varejo foi percebido negativamente pelos membros da IOSCO<sup>168</sup>, com uma série de preocupações observadas. Assim, a IOSCO se pronunciou, declarando que pode considerar explorar mais profundamente as implicações regulatórias da crescente utilização das redes sociais nas decisões de investimento de varejo e as formas como as tais plataformas podem gerar impactos no comportamento e nas decisões dos investidores de varejo, tendo ela própria emitido algumas sugestões para os reguladores endereçarem o assunto<sup>169</sup>.

Em relação à exploração de novos e diferentes canais, formatos, plataformas e intermediários para alcançar um grupo maior de investidores, incluindo gerações mais jovens, é possível que os reguladores possam precisar ser criativos em suas estratégias de comunicação, dependendo da natureza do caso. A IOSCO<sup>170</sup> considera que seja essencial que eles adaptem estrategicamente a sua comunicação. Como exemplo de resposta sobre o assunto, pode-se destacar o caso da *Ontario Securities and Exchange Commission (OSC)*, face o ocorrido com a GameStop Corp. nos EUA, cujo movimento foi propagado pelas redes sociais, conforme explorado na seção 4.1.1 deste trabalho. A OSC desenvolveu algumas iniciativas, incluindo campanhas em redes sociais para educar os investidores, em particular, os mais jovens. Durante dois anos, a OSC criou publicações na rede social Reddit, informando os investidores sobre os riscos de usar as redes sociais para informações sobre investimento e a necessidade de verificar as informações de pessoas que estejam dando conselhos financeiros nas redes sociais perante os reguladores, a fim de buscar evitar o recebimento de sugestões de pessoas sem o registro adequado. A OSC usou o estilo de linguagem do Reddit e imagens em suas publicações.

---

<sup>167</sup> Id.

<sup>168</sup> Ibid. P. 24.

<sup>169</sup> Id.

<sup>170</sup> “Explore new and different channels, formats, platforms, and messengers to reach a broader pool of investors (including younger generations). Regulators may need to be bold with their communication strategies, depending on the nature of the crisis. Strategically adapting to and communicating through a digital environment is essential. Regulators’ Response: Example - Ontario Securities Commission (OSC) - In response to the GameStop phenomenon – which was heavily propagated through social media – the OSC’s Investor Office Branch developed innovative initiatives, including social media campaigns, to educate investors and, in particular, young investors. Over the course of two years, OSC created three Reddit posts campaigns that informed investors about the risks of using social media for investing information and the need to check registration status to avoid receiving guidance from unregistered individuals. The OSC used Reddit-style language and imagery in its posts.” IOSCO. **Investor Behaviour and Investor Education in Times of Turmoil: Recommended Framework for Regulators based on Lessons Learned from the Covid-19 Pandemic Final Report**. November, 2022a. P. 20. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD724.pdf>. Acesso em: 13 dez. 2022.

O principal alerta que se faz para pessoas que utilizam as redes sociais para as suas decisões de investimento diz respeito à necessidade de análise quanto à efetiva motivação de determinada publicação acessada nessas plataformas. Em um contexto de comunicação hierarquizada e de falta de transparência, corre-se o risco de muitas pessoas acabarem se transformando em massa de manobra, sem se darem conta disso. Assim, sob discursos que defendam um suposto “empoderamento” financeiro, é possível que diversas pessoas venham a ser induzidas e ludibriadas. Nesse contexto, alerta-se para a necessidade da busca pelo desenvolvimento de um real senso crítico dos investidores, sobretudo pessoas naturais, face os conteúdos acessados e consumidos nas redes sociais, em um cenário cada vez maior de modulação comportamental.



Figura 8 – Cartoon ilustrado por Mike Shapiro: “Lembre-se, você pode enganar algumas pessoas o tempo todo. Essas são as pessoas nas quais devemos nos concentrar.”<sup>171</sup>

### 3. A REPRESSÃO À MANIPULAÇÃO NO MVM

Há quem<sup>172173</sup> afirme que a prática da manipulação teria surgido na mesma época em que o mercado foi organizado, com o início do funcionamento da bolsa de valores no século XVII.

<sup>171</sup> Tradução livre do original. EINHORN, David. **Fooling Some of the People All of the Time: A Long Short Story**. John Wiley & Sons, Inc.: Hoboken, 2008. p. 123.

<sup>172</sup> “Market manipulation is as old as markets.” PUTNIŅŠ, Tālis J. An overview of market manipulation. In: ALEXANDER, Carol; CUMMING, Douglas. **Corruption and Fraud in Financial Markets: Malpractice, Misconduct and Manipulation**. Cornwall: John Wiley & Sons Inc., 2020. 1. Ed. P. 14.

<sup>173</sup> ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Stock-Price Manipulation. **The Review of Financial Studies**, vol. 5, nº 3, 1992. p. 503. Para mais informações sobre as origens dessa prática, ver: VEIGA, Alexandre Brandão da.

Com o passar dos séculos e o avanço do fenômeno da globalização, a realidade dos mercados foi sendo modificada e ficando cada vez mais complexa, tendo a regulação acompanhado tais transformações. No Brasil, não foi diferente. Atualmente, a repressão à manipulação é refletida no ilícito administrativo e no ilícito penal no país latino-americano, tendo tal conceito assumido diferentes contornos em cada esfera.

Nesse contexto, tais “*condutas tidas como delitivas na esfera do mercado de capitais podem ensejar a aplicação de sanções administrativas e penais*”<sup>174</sup>, além de outras consequências. Sobre o assunto, Nelson Eizirik, Ariádna Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques defendem que:

Não há, em princípio, uma distinção de essência entre o ilícito civil, o penal e o administrativo; em todos eles existe o mesmo fundamento ético, constituído pela infração a um dever preexistente e pela imputação do resultado à consciência do agente. Assim, a ilicitude é uma só, embora as suas consequências, na esfera jurídica, possam ser diversas.<sup>175</sup>

Em outras palavras, pode-se dizer que:

Em função da intensidade e da natureza do bem jurídico ofendido é que surgirão as distintas consequências legais. Na esfera do Direito Civil, o ilícito constitui um atentado contra o direito de outrem, daí justificando-se a reparação do dano como forma de se restaurar o equilíbrio da relação originalmente mantida entre as partes. Já na esfera do direito punitivo – Penal ou Administrativo Sancionador – como o delito é tido como um fator de ruptura social, justifica-se a aplicação de medidas repressivas, como meio de se restabelecer o equilíbrio geral da sociedade. Não há, portanto, distinções ontológicas entre as diversas modalidades de sanções – civis, administrativas e penais —, mas simplesmente conveniências de ordem política, daí decorrendo que variam tais sanções no tempo e no espaço.<sup>176</sup>

Nesse quadro, ressalva-se que “*a legislação é confusa, uma vez que alguns tipos de ilícitos administrativos estão contidos num único dispositivo penal, o que pode dificultar a adequada interpretação e aplicação das normas*”<sup>177</sup>. Este é o caso do ilícito penal da manipulação do mercado, que abarca diferentes condutas previstas na Resolução CVM nº 62/2022 em um único dispositivo, incluindo o ilícito administrativo de manipulação de preços<sup>178</sup>. Dessa maneira, a fim de buscar destrinchar os elementos específicos de ambos os

---

**Crime de manipulação, defesa e criação de mercado.** Coimbra: Almedina, 2001. CHANCELLOR, Edward. **Devil take the hindmost: a history of financial speculation.** New York: Penguin, 2000.

<sup>174</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico.** São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 689.

<sup>175</sup> Id.

<sup>176</sup> Ibid., p. 689-690.

<sup>177</sup> Ibid., p. 689.

<sup>178</sup> “No âmbito administrativo, o gênero ‘manipulação de mercado’ é dividido em quatro espécies: (i) criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários; (ii) manipulação de preços; (iii)

ilícitos, nesta seção, são abordados os instrumentos jurídicos para a repressão à manipulação na esfera do direito administrativo sancionador e penal.

### 3.1. A manipulação de preços na esfera administrativa

Como se sabe, a redação contemporânea do ilícito administrativo de “*manipulação de preços*” destaca-se por ser extremamente ampla<sup>179</sup> propositadamente<sup>180</sup>, o que torna possível a inclusão de diversas condutas dentro dessa esfera, caracterizando-se, portanto, em uma questão “*de inevitável abertura de linguagem normativa, com todas suas potencialidades*”<sup>181</sup>. Pode-se dizer que tal situação faz parte de uma tendência, dado que a “*tipicidade de muitos ilícitos é aberta no Direito Administrativo Sancionador*”<sup>182</sup>. Nesse contexto, os precedentes julgados pela CVM são essenciais para se compreender o que, na prática, é considerado como manipulação de preços.

---

*realização de operações fraudulentas; e (iv) o uso de práticas não equitativas”*. DIAS, Luciana. Economia do direito societário e do mercado de capitais. In: PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro. **Direito e economia**: diálogos. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2019. P. 471.

<sup>179</sup> Resolução CVM nº 62/2022: “*I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas. II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda.*” (grifos da autora)

<sup>180</sup> Trecho da Nota Explicativa CVM nº 14/1979, referente à Instrução CVM nº 8/1979, cuja redação foi reproduzida pela Resolução CVM nº 62/2022: “*Com o advento da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, porém, foi atribuída à Comissão de Valores Mobiliários, pelo art. 18, II, “b”, daquele diploma legal, competência para definir a configuração dessas mesmas operações a práticas nocivas ao funcionamento regular do mercado. Pretendeu-se, com isto, emprestar maior flexibilidade à atuação disciplinadora da CVM, sobre o mercado, fazendo possível a paulatina adaptação das definições adotadas às necessidades demonstradas pela prática.*”. Entre substituir ou estender os conceitos que estavam em vigor na época, “*entendeu a CVM conveniente adotar a segunda solução, ampliando, a vista da experiência já acumulada, o alcance dos dispositivos já constantes da Resolução nº 39, e conceituando de forma propositadamente genérica, situações que configuram operações ou práticas incompatíveis com a regularidade que se pretende assegurar ao mercado de valores mobiliários*”. (grifos da autora)

<sup>181</sup> OSÓRIO, Fábio Medina. **Direito administrativo sancionador**. 7. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020. P. 246.

<sup>182</sup> Ibid. P. 250.

De forma geral, é possível destrinchar as diversas técnicas<sup>183</sup> de manipulação em diferentes categorias<sup>184</sup>. Inclusive, conforme a IOSCO<sup>185</sup>, os tipos de conduta manipulativa que afetam esse mercado podem ser categorizados de acordo com os métodos utilizados, os objetivos atrelados a determinada atitude e as partes envolvidas. Dentre eles, um seria o chamado “squeeze”<sup>186</sup> que consistiria em buscar se beneficiar da escassez de um ativo, controlando o lado da demanda e explorando as dificuldades de acesso a ele no mercado, durante tal escassez, criando preços artificiais. Tal tema consiste em objeto central de estudo deste trabalho, sendo explorado na seção 4.1.

### 3.1.1 Principais elementos que configuram a manipulação de preços com base nos precedentes da Comissão de Valores Mobiliários

Inicialmente, cabe registrar que, conforme expõe Denis Morelli:

A CVM, além de editar normas que delinham ou modificam conceitos existentes, é capaz também de apresentar novos vieses na interpretação desses conceitos. Em especial por meio de decisões proferidas em processos administrativos (sancionadores ou não sancionadores), a CVM forma importantes precedentes para a interpretação de suas próprias normas. Por isso não é incomum que as decisões do Colegiado da CVM, em processos administrativos, sirvam de fonte para as alterações de suas instruções ou de outras regras, com vistas ao seu aperfeiçoamento e/ou adequação à realidade presente no mercado, num processo naturalmente cíclico.

Ademais, as decisões e atos expedidos pela CVM são uma das principais fontes para a interpretação das leis vigentes para o mercado de capitais.<sup>187</sup>

Dessa maneira, “*Sem dúvida, o tipo sancionador deve conter grau mínimo de certeza e previsibilidade acerca da conduta reprovada, o que exige do intérprete uma movimentação racional pautada por critérios de razoabilidade e proporcionalidade na definição do conteúdo proibitivo da norma jurídica*”<sup>188</sup>, mas “*Tampouco cabe uma deslegalização completa em*

<sup>183</sup> Para mais informações sobre as diferentes técnicas, ver: MOTA, Fernando de Andrade. **Abusos no mercado de capitais: conceituação e repressão pela Comissão de Valores Mobiliários**. São Paulo. 2018. Tese (Doutorado em Direito) Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

<sup>184</sup> PUTNINŠ, Tālis J. An overview of market manipulation. In: ALEXANDER, Carol; CUMMING, Douglas. **Corruption and Fraud in Financial Markets: Malpractice, Misconduct and Manipulation**. Cornwall: John Wiley & Sons Inc., 2020. 1. Ed. P. 20.

<sup>185</sup> IOSCO. **Investigating and Prosecuting Market Manipulation**. 2020. P. 5, 6. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf> . Acesso em: 14 dez. 2022.

<sup>186</sup> “*Taking advantage of a shortage in an asset by controlling the demand-side and exploiting market congestion during such shortages in such a way as to create artificial prices (squeeze);*” Ibid. P. 6.

<sup>187</sup> MORELLI, Denis, 2015. P. 614.

<sup>188</sup> OSÓRIO, Fábio Medina, op. cit., p. 253.

*matéria sancionadora, de modo que a lei possa abrir espaço para uma atuação administrativa inferior arbitrária, ilimitada e descontrolada, sem o necessário status para restringir liberdades individuais*<sup>189</sup>.

Nesse sentido, esta seção do trabalho buscou averiguar o que efetivamente tem sido considerado pela CVM para a caracterização do ilícito de “*manipulação de preços*”, atualmente previsto no art. 1º c/c art. 2º, II da atual Resolução CVM nº 62/2021<sup>190</sup> e anteriormente disposto no art. 1º c/c art. 2º, II da Instrução CVM nº 08/1979, cuja redação permaneceu inalterada. Isso porque: (i) “*Invariavelmente, quando se está tratando da Instrução CVM nº 08/79, esbarra-se na polêmica dos seus chamados ‘tipos abertos’*”<sup>191</sup>; (ii) “*O Direito se estrutura através das decisões dos operadores jurídicos. E a complexidade dos cenários afetados pelo Direito exige, crescentemente, técnicas flexíveis de normatização. Controlar tais movimentos dos intérpretes é um dos grandes desafios contemporâneos*”<sup>192</sup>; (iii) os pressupostos considerados para a caracterização de tal ilícito não são expressamente previstos na norma<sup>193</sup>; e (iv) a CVM admite a utilização de prova indiciária, a qual pode ser entendida como o conjunto de “*indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves, que autoriza uma conclusão robusta e fundada acerca do fato que se quer provado*”<sup>194</sup>. Ressalta-se que a violação ao referido dispositivo consiste em falta grave, nos termos do art. 4º da referida Resolução<sup>195</sup>.

Foram analisados todos os documentos de Processos Administrativos Sancionadores (PAS) julgados disponíveis no *website* da autarquia referentes ao período de 1º de janeiro de 2001 a 31 de dezembro de 2021, tendo sido realizadas triagens, a fim de se selecionar exclusivamente os casos relacionados ao objeto da pesquisa<sup>196</sup>. As principais informações sobre os precedentes pertinentes identificados encontram-se abaixo.

A partir deste levantamento, buscou-se verificar os seguintes pontos: (i) se há consistência na base de dados de decisões da CVM; (ii) o que a CVM tem considerado como “manipulação de preços” em seus precedentes; e (iii) quais são os elementos e indícios que a CVM utilizou para condenar pessoas naturais e jurídicas acusadas de terem cometido tal ilícito

<sup>189</sup> Ibid. P. 253-254.

<sup>190</sup> Anteriormente, tal ilícito estava previsto, com a mesma redação, na Instrução CVM nº 08/1979.

<sup>191</sup> COPOLA, Marina. Sem querer querendo: uma discussão sobre o uso do dolo eventual nos ilícitos administrativos do mercado de capitais. **Revista semestral de direito empresarial**, n. 28, jan./jun. 2021. P. 90.

<sup>192</sup> OSÓRIO, Fábio Medina, op. cit., p. 257.

<sup>193</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro. **Fundamento e limites da repressão penal da manipulação do mercado de capitais**: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado. São Paulo. 2017. Tese (Doutorado em Direito) Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. P. 302.

<sup>194</sup> PAS CVM nº 22/94, Rel. Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos, julg. 15.4.2004.

<sup>195</sup> Art. 4º Considera-se infração grave, para efeito do disposto no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a infração à norma contida nesta Resolução.

<sup>196</sup> Base de dados construída disponível em: <https://dataverse.fgv.br/dataverse/saavedra>. Acesso em 27 abr. 2023.

administrativo, sobretudo em casos envolvendo o uso de rede sociais. Foram produzidos, abaixo, resumos estatísticos dos dados e dos resultados obtidos, incluindo quadro e visualizações gráficas. A partir do material selecionado, buscou-se responder às perguntas realizadas e desenvolver um estudo sobre a evolução dos elementos considerados como caracterizadores do ilícito administrativo de manipulação de preços nos precedentes da CVM.

<b>Nº</b>	<b>Processo</b>	<b>Data do julgamento</b>	<b>Acusado(s)</b>	<b>Decisão sobre a(s) acusação(ões) de manipulação</b>	<b>Uso de Rede Social<sup>197</sup></b>
1	Inquérito Administrativo CVM nº 26/2000	12/02/2002	1 pessoa natural e 2 pessoas jurídicas	3 multas de R\$ 100.000,00 (uma para cada acusado) <sup>198</sup>	Não
2	Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2001/6226	15/05/2003	1 pessoa natural	Proibição temporária, por 1 ano, para atuar no MVM	Sim, fórum de conversa mantido por corretora
3	05/2001	21/06/2004 <sup>199</sup>	7 pessoas naturais e 6 pessoas jurídicas	Absoluções de pessoas naturais e pessoas jurídicas e multa para 1 pessoa natural e 1 pessoa jurídica (R\$ 235.200,00) <sup>200</sup>	Não
4	TA-SP2001/0236	19/07/2004	2 pessoas naturais e 2	Absoluções das 2 pessoas	Não

<sup>197</sup> Definição da expressão “rede social” adotada com base no disposto na seção 2 deste trabalho.

<sup>198</sup> Decisão foi com base na ocorrência da criação de condições artificiais de demanda (art. 2º, I da antiga ICVM 8/1979 e atual Resolução CVM 62/2022) e de manipulação de preços.

<sup>199</sup> De acordo com a base de dados da CVM, consta que o mesmo PAS teria sido julgado duas vezes, em datas distintas: 21/06/2004 e 19/07/2004. Todavia, analisando o inteiro teor do respectivo julgamento, verificou-se que se trataria de erro material que, inclusive, ocasionou em dupla contagem na base de dados da própria CVM.

<sup>200</sup> A pessoa natural e a jurídica que receberam a multa no valor de R\$ 235.200,00, referente ao período de 01/08 a 31/10/1997, foram absolvidas em relação ao período de 11/06 a 11/07/1997.

			peças jurídicas	naturais e multas para as 2 peças jurídicas (R\$ 500.000,00; e R\$ 100.000,00)	
5	06/2001	09/12/2004	13 peças naturais	Absoluções de 4 peças e multas de R\$ 3.681,78 para 9 peças	Não
6	14/2000	17/12/2004	2 peças naturais	Absoluções de todos	Não
7	RJ2004/2132	19/01/2005	1 peça natural	Multa de R\$ 10.000,00	Não
8	35/2000	12/04/2005	4 peças naturais e 6 peças jurídicas	Absoluções de todos	Não
9	06/1995	05/05/2005	7 peças naturais	Absoluções de todos	Não
10	31/1998	30/11/2005	8 peças naturais e 2 peças jurídicas	Absoluções de todos	Não
11	RJ2004/0210	29/03/2006	5 peças naturais e 2 peças jurídicas	Absolução de 1 peça natural e multas: (i) R\$ 10.000,00 para 2 peças jurídicas e 2 peças naturais; e de R\$ 5.000,00 para 2	Não

				peças naturais <sup>201</sup>	
12	RJ2005/7389	10/10/2006	4 pessoas naturais e 2 pessoas jurídicas	Absolvição de 1 pessoa natural e multas: (i) R\$ 577.150,80 <sup>202</sup> para 1 pessoa natural; (ii) R\$ 556.064,52 <sup>203</sup> para 1 pessoa jurídica; (iii) R\$ 55.065,45 <sup>204</sup> para 1 pessoa natural; (iv) R\$ 347.955,00 <sup>205</sup> para 1 pessoa jurídica; (v) R\$ 34.795,50 <sup>206</sup> para 1 pessoa jurídica	Não
13	16/2003	08/11/2006	8 pessoas naturais e 7 pessoas jurídicas	Absolvições de todos	Não
14	29/2003	16/01/2007	3 pessoas naturais e 4 pessoas jurídicas	Absolvições	Não

<sup>201</sup> Decisão foi com base na ocorrência da criação de condições artificiais de demanda (art.1º c/c art. 2º, I da antiga ICVM 8/1979 e atual Resolução CVM nº 62/2022) e de manipulação de preços.

<sup>202</sup> Equivalente a 100% da “vantagem econômica” obtida.

<sup>203</sup> Equivalente a 30% do volume total das operações irregulares intermediadas, ocorridas até a realização do ganho pelas partes beneficiadas com a manipulação de preços.

<sup>204</sup> Equivalente a 10% do valor da multa imposta a uma das pessoas jurídicas.

<sup>205</sup> Equivalente a 30% do volume total das operações irregulares intermediadas, ocorridas até a realização do ganho pelas partes beneficiadas com a manipulação de preços.

<sup>206</sup> Equivalente a 10% do valor da multa imposta a uma das pessoas jurídicas.

15	04/07	09/11/2010	2 pessoas naturais, 3 pessoas jurídicas e 1 fundo de investimento em ações	6 multas de R\$ 569.453,10 <sup>207</sup> para cada	Não
16	RJ2013/5194	19/12/2014	1 pessoa natural e 1 pessoa jurídica	1 multa de R\$ 500.000,00 para a pessoa natural e 1 proibição temporária, por 5 anos, para a pessoa jurídica <sup>208</sup>	Sim, fórum de conversa mantido por um <i>website</i> especializado em investimentos
17	RJ2012/9808	18/12/2015	1 pessoa jurídica	Multa de R\$ 500.000,00	Não
18	RJ2012/11002	08/12/2016 <sup>209</sup>	1 pessoa natural	Proibição temporária, por 5 anos <sup>210</sup>	Sim, MSN
19	RJ2016/1742	18/04/2017	1 pessoa natural	Proibição temporária, por 3 anos <sup>211</sup>	Não
20	RJ2016/7192 (19957.005977/2016-18)	13/03/2018	1 pessoa natural e 1 pessoa jurídica	Multas: (i) R\$ 684.000,00 <sup>212</sup> para a pessoa natural; e (ii) R\$ 1.710.000,00 <sup>213</sup>	Não

<sup>207</sup> Equivalente ao dobro do valor auferido (R\$ 284.726,55) pelo fundo de investimento condenado nas operações investigadas.

<sup>208</sup> Para atuar como investidor, direta ou indiretamente, em qualquer mercado organizado de VM.

<sup>209</sup> No extrato da sessão de julgamento, no relatório e no voto, consta que a data de julgamento foi 08/12/2016, todavia, no website da CVM, consta a data de 15/12/2016, conforme disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2016/20161215\\_PAS\\_RJ201211002.html](https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2016/20161215_PAS_RJ201211002.html). Acesso em: 08 dez. 2022.

<sup>210</sup> De atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no MVM.

<sup>211</sup> De atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no MVM.

<sup>212</sup> Equivalente a duas vezes o valor da “vantagem econômica” obtida.

<sup>213</sup> Equivalente a duas vezes o valor da “vantagem econômica” obtida.

				para a pessoa jurídica	
21	RJ2015/12130 <sup>214</sup>	14/08/2018	1 pessoa natural	Proibição temporária, por 5 anos <sup>215</sup>	Não
22	19957.001316/2017-02 (RJ2017/646)	14/08/2018	1 pessoa natural	Multa de R\$ 157.575,86 <sup>216</sup>	Não
23	RJ2014/0578 (19957.000594/2015-72)	27/05/2019	1 pessoa natural	Inabilitação temporária, por 7 anos <sup>217</sup>	Sim, Twitter
24	RJ2013/8880 (19957.006758/2017-37)	11/06/2019	3 Pessoas naturais	1 multa de R\$ 400.000,00 para 1 pessoa natural e 2 inabilitações temporárias para 2 pessoas naturais, nos prazos de 60 e 180 meses <sup>218</sup>	Sim, Twitter, YouTube, fórum de conversa mantido por um <i>website</i> especializado em investimentos e <i>blog</i> pessoal
25	RJ2014/6517 (19957.000592/2015-83)	25/06/2019	2 pessoas naturais	2 absolvições	Não
26	RJ2018/4165 (19957.006019/2018-26)	01/10/2019	1 pessoa natural	Multa de R\$ 2.233.623,47 <sup>219</sup>	Não

<sup>214</sup> Os PAS CVM RJ2015/12130 e 19957.001316/2017-02 (RJ2017/646) foram julgados em conjunto e em relação à mesma pessoa natural. Cada um abordou um escopo temporal diferente.

<sup>215</sup> De atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no MVM.

<sup>216</sup> Equivalente a duas vezes o valor do “*ganho econômico obtido com operações irregulares realizadas entre 21/10/2013 e 10/02/2015 (R\$ 64.979,00), atualizado pelo IPCA (R\$ 78.787,93)*”, sendo que “*Os lucros brutos obtidos foram atualizados a partir do mês seguinte à última data investigada no termo de acusação, 10/02/2015*”.

<sup>217</sup> Para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM.

<sup>218</sup> Para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM.

<sup>219</sup> Equivalente a uma vez e meia o valor da “*vantagem econômica obtida*” (R\$ 2.068.744,53), com atualização pelo IPCA, desde a data da última operação questionada pela acusação até a data do julgamento do referido PAS.

27	RJ2016/2384	26/11/2019	1 pessoa natural	Absolvição	Não
28	02/2014	17/12/2019	8 pessoas naturais	Absolvições de 4 pessoas e multas para as outras 4: (i) 2 de R\$ 400.000,00; e (ii) 2 de R\$ 500.000,00 <sup>220</sup>	Não
29	19957.007543/2019-03	02/06/2020	1 pessoa natural	Multa de R\$ 450.000,00 <sup>221</sup>	Não
30	19957.000592/2019-15	02/06/2020	1 pessoa natural	Multa de R\$ 450.000,00 <sup>222</sup>	Não
31	19957.007809/2018-29	02/06/2020	1 pessoa natural	Multa de R\$ 450.000,00 <sup>223</sup>	Não
32	19957.005452/2016-82	02/06/2020	1 pessoa jurídica	Multa de R\$ 246.615,60 <sup>224</sup>	Não
33	19957.003798/2017-27	09/06/2020	3 pessoas naturais	3 multas, sendo 1 para cada pessoa natural: (i) R\$ 292.033,96 <sup>225</sup> ; (ii) R\$	Sim, Skype e Winco Talk Manager

<sup>220</sup> Duas pessoas naturais que receberam multas nos valores de R\$ 500.000,00, referente ao período de 29/09 a 14/10/2010, foram absolvidas em relação ao período de 27/10/2010 a 04/06/2012.

<sup>221</sup> Critério para a definição da penalidade tomou “*como referência os casos de manipulação nos quais não se pode mensurar objetivamente a vantagem econômica obtida*”, dado que o relator declarou o que se segue: “*afasto a possibilidade de analisar, estratégia por estratégia, quais delas seriam lícitas e quais seriam ilícitas, o que permitiria calcular o benefício auferido usando o critério adotado nos precedentes já citados.*”

<sup>222</sup> Critério para a definição da penalidade tomou “*como referência os casos de manipulação nos quais não se pode mensurar objetivamente a vantagem econômica obtida*”, dado que o relator declarou o que se segue: “*afasto a possibilidade de analisar, estratégia por estratégia, quais delas seriam lícitas e quais seriam ilícitas, o que permitiria calcular o benefício auferido usando o critério adotado nos precedentes já citados.*”

<sup>223</sup> Critério para a definição da penalidade tomou “*como referência os casos de manipulação nos quais não se pode mensurar objetivamente a vantagem econômica obtida*”, dado que o relator declarou o que se segue: “*afasto a possibilidade de analisar, estratégia por estratégia, quais delas seriam lícitas e quais seriam ilícitas, o que permitiria calcular o benefício auferido usando o critério adotado nos precedentes já citados.*”

<sup>224</sup> Equivalente a uma vez e meia o valor da “*vantagem econômica obtida*” (R\$ 113.862,00), a ser atualizado pelo IPCA, desde a data da ocorrência das operações irregulares, 10/05/2013, alcançando R\$ 164.410,040.

<sup>225</sup> Equivalente a duas vezes e meia o valor da “*vantagem econômica obtida*” (R\$ 95.019,00), atualizada pelo IPCA (R\$ 116.813,58), totalizando R\$ 292.033,96, conforme cálculo apresentado ao anexo ao voto do diretor relator.

				256.154,16 <sup>226</sup> ; (iii) R\$ 350.632,53 <sup>227</sup>	
34	19957.009864/2019 -34	04/08/2020	1 pessoa natural	Multa de R\$ 403.352,61 <sup>228</sup>	Não
35	19957.004600/2018 -11	27/10/2020	1 pessoa natural	Multa de R\$ 450.000,00 <sup>229</sup>	Não
36	19957.004091/2019 -08	27/10/2020	1 pessoa natural	Multa de R\$ 1.404.657,38 <sup>230</sup>	Não
37	19957.008751/2019 -11 (RJ2019/6757)	17/11/2020	1 pessoa natural	Multa de R\$ 1.077.114,00 <sup>231</sup>	Não
38	19957.010399/2018 -01 (RJ2018/07696)	11/05/2021	1 pessoa natural	Inabilitação temporária, por 36 meses <sup>232</sup>	Não
39	19957.000511/2018 -98	18/05/2021	1 pessoa natural	Multa de R\$ 300.000,00 <sup>233</sup>	Não

<sup>226</sup> Equivalente a duas vezes o valor da “vantagem econômica obtida” (R\$ 104.181,00), atualizada pelo IPCA (R\$ 128.077,08), totalizando R\$ 256.154,16, conforme cálculo apresentado ao anexo ao voto do diretor relator.

<sup>227</sup> Equivalente a duas vezes o valor da “vantagem econômica obtida” (R\$ 142.606,50), atualizada pelo IPCA (R\$ 175.316,27), totalizando R\$ 350.632,53, conforme cálculo apresentado ao anexo ao voto do diretor relator.

<sup>228</sup> Equivalente a uma vez e meia o valor da “vantagem econômica obtida” (R\$ 234.959,00), atualizada pelo IPCA (R\$ 268.901,74), totalizando R\$ 403.352,61, conforme cálculo apresentado ao anexo ao voto do diretor relator.

<sup>229</sup> Critério para a definição da penalidade tomou “como referência os casos de manipulação nos quais não se pode mensurar objetivamente a vantagem econômica obtida”.

<sup>230</sup> Equivalente a uma vez e meia o valor da “vantagem econômica obtida” (R\$ 771.338,24), atualizado pelo IPCA, desde a data da última operação questionada pela acusação até a data do julgamento, totalizando R\$ 1.404.657,38, conforme cálculo apresentado como anexo ao voto do presidente relator.

<sup>231</sup> Equivalente a duas vezes o valor da “vantagem econômica obtida” (R\$ 801.868,00), atualizado pelo IPCA, desde a data da última operação questionada pela acusação até a data do julgamento, totalizando R\$ 1.077.114,00, conforme cálculo apresentado como anexo ao voto do presidente relator.

<sup>232</sup> Para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM.

<sup>233</sup> “Note-se que, a Acusação indicou que o Acusado teria auferido, em decorrência do ilícito, vantagem indevida de R\$ 367.640,00, como ‘incremento’ do valor das 36.400 ações (...) então detidas pelo Acusado. Contudo, (...) o Acusado não alienou tais ações a terceiros pelos preços manipulados, não tendo realizado o alegado benefício ou vantagem e a valorização da carteira em tese não se traduz em parâmetro adequado para fixação da penalidade. (...) Diante disso e tendo em conta a natureza grave da infração e seus efeitos deletérios para a integridade do mercado de capitais, bem como considerando, como circunstância agravante, o fato de que a conduta se repetiu ao longo de alguns meses, período em que o preço do ativo (...) foi sendo sucessiva e artificialmente elevado, e, como circunstância atenuante, os bons antecedentes do Acusado, voto, com fundamento no art. 11, II, da Lei nº 6.385/1976, pela condenação (...) à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais), em razão da prática de manipulação de preços, conduta definida no Item II, “b”, da Instrução CVM nº 8/1979 e vedada pelo disposto no Item I da mesma Instrução.” BRASIL.

	(RJ2018/00373)				
--	----------------	--	--	--	--

Quadro 1 – Lista de precedentes envolvendo a acusação de manipulação de preços na CVM julgados entre 1º de janeiro de 2001 e 31 de dezembro de 2021

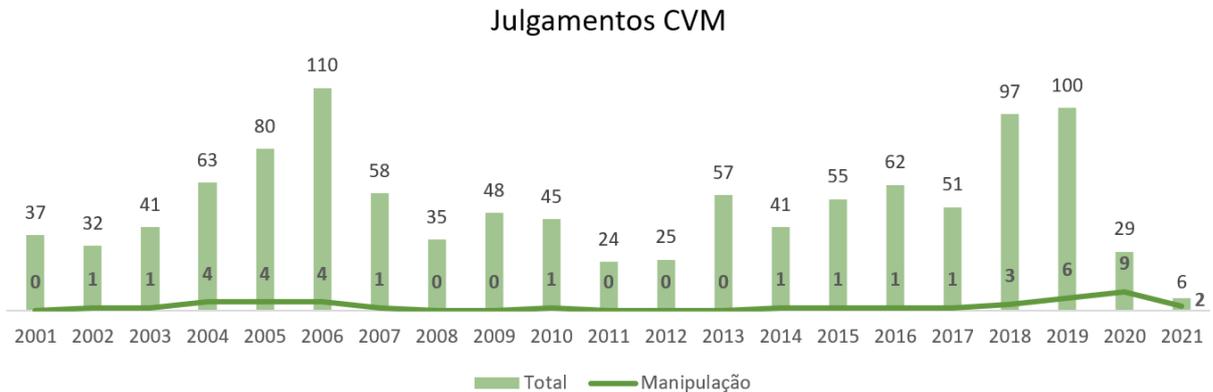


Figura 9 – Gráfico consolidando, por cada ano, a quantidade total de julgamentos cujas decisões foram indexadas como resultados no *website* da CVM<sup>234</sup>, considerando a data base de 1º de janeiro de 2001 a 31 de dezembro de 2021, vs. apenas os de manipulação de preços que foram identificados por meio da referida pesquisa no *website* e do levantamento manual das notícias sobre sessões de julgamentos, considerando a data base de 1º de janeiro de 2018 a 31 de dezembro de 2021<sup>235</sup>

O gráfico acima foi elaborado pela autora, nos termos descritos acima e abaixo, totalizando 39 PAS os que incluem a acusação do ilícito de manipulação de preços e 6 os que, dentre esses, envolveram o uso de rede sociais. Foi identificado que, em alguns casos, a quantidade de decisões de PAS indexadas como resultados no seu *website* diferem dos dados oficiais informados pela CVM em seus relatórios anuais, conforme gráfico abaixo, o que sinaliza uma possível inconsistência na base de dados.

Nesse sentido, ressalva-se que a análise sobre os precedentes se limitou às condições descritas acima e abaixo. Em virtude disso, registra-se que existe a possibilidade de tais conclusões estarem enviesadas, tendo em vista que não se sabe se há algum processo envolvendo manipulação de preços, na parte da amostra que não teria sido indexada e

Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 19957.000511/2018-98. Rel. Dir. Flávia Perlingeiro. Rio de Janeiro, 18 mai. 2021.

<sup>234</sup> Página da base de dados utilizada: <https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador.html>. Acesso em 27 abr. 2023.

<sup>235</sup> Gráfico elaborado pela autora com base nos dados disponíveis em: <https://dataverse.fgv.br/dataverse/saavedra>. Acesso em 27 abr. 2023.

disponibilizada como resultado, nem na amostra das notícias divulgadas que não foram objeto de análise.



Figura 10 – Gráfico consolidando, por cada ano, a quantidade total de julgamentos cujas decisões foram indexadas como resultados no *website* da CVM<sup>236</sup>, considerando a data base de 1º de janeiro de 2001 a 31 de dezembro de 2021, vs. as quantidades de julgamentos reportadas em relatórios anuais da CVM, considerando o mesmo período

Sobre o gráfico acima, a metodologia utilizada para o levantamento da quantidade de “Decisões indexadas como resultados” consistiu no preenchimento dos dois campos nomeados de “Data/Período” na página da autarquia na rede mundial computadores que reúne a sua base de precedentes de PAS<sup>237</sup>. Nesse sentido, foram preenchidas, sucessivamente, as datas: “01/01/ano” a “31/12/ano”. Tal procedimento foi realizado para todos os anos de 2001 a 2021 e todos os resultados foram analisados.

Segundo consta no *website* da CVM, a plataforma de busca de PAS utilizada conteria “a íntegra das decisões do Colegiado da CVM em sessões de julgamento realizadas na Autarquia”<sup>238</sup>. Dessa maneira, verificou-se que, até o ano de 2016 inclusive, nesta plataforma, encontram-se apenas informações sobre PAS sujeitos ao rito ordinário. A base de dados dos PAS sujeitos ao rito sumário, os quais eram julgados diretamente pelas respectivas Superintendências durante esse período, estaria localizada em outra página<sup>239</sup>. O conteúdo disponível nesta outra página não foi analisado, pois não faz parte do escopo deste trabalho,

<sup>236</sup> Página da base de dados utilizada: <https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador.html>. Acesso em 27 abr. 2023.

<sup>237</sup> Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador.html>. Acesso em: 13 dez. 2022.

<sup>238</sup> Conforme informado em: <https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador.html>. Acesso em: 28 mar. 2023.

<sup>239</sup> “Os processos de Rito Sumário, julgados diretamente pelas áreas técnicas da Autarquia e apreciados pelo Colegiado, podem ser acessados em Decisões do Colegiado, no Portal CVM.” Acesso disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/index.html>. Acesso em: 28 mar. 2023.

uma vez que casos envolvendo manipulação de preços estariam, necessariamente, sujeitos ao rito ordinário, pela natureza da conduta sob apreciação.

A partir do ano de 2017 inclusive, entrou em vigor a Deliberação CVM nº 775/2017<sup>240</sup>, que passou a prever o julgamento dos casos sob o rito mais simples diretamente pelo colegiado da CVM, extinguindo a previsão da realização de tal atividade pelas respectivas Superintendências. Dessa maneira, o que se observou, na prática, é que, ao que parece, o referido buscador teria passado a incluir também PAS julgados sob o rito simplificado, em virtude de tais decisões terem passado a se dar, pelo colegiado, no âmbito das sessões de julgamento.

Tal hipótese teria sido corroborada também em virtude da verificação da indexação de números de resultados superiores aos que foram informados, em relatórios anuais, sobre a quantidade de julgamentos de PAS sob o rito ordinário. A título de exemplificação, conforme disposto nos relatórios anuais referentes ao ano de 2017, a quantidade total de PAS julgados sob ambos os ritos neste ano foi de 51, mesmo número identificado como quantidade total de resultados apresentados pela plataforma de busca da CVM. Por sua vez, a quantidade de PAS julgados sob o rito ordinário neste ano foi de 45, de acordo com os relatórios anuais que abordaram este ano.

A fim de se realizar uma checagem dos resultados identificados por meio da referida plataforma de busca do *website* da autarquia e buscar mitigar, pelo menos um pouco, eventuais faltas de acesso a informações decorrentes de possíveis falhas na indexação de resultados desse mecanismo, a autora realizou um levantamento manual de informações sobre sessões de julgamentos de PAS, por meio do acesso a todas as páginas de notícias divulgadas pela CVM durante os anos de 2018 a 2021, considerando que a proximidade temporal não inviabilizava tanto o referido processo quanto no caso de anos anteriores.

Foram realizadas triagens e selecionadas as notícias pertinentes ao objeto de estudo<sup>241</sup>. Por meio da sua análise, foram identificadas as mesmas quantidades totais de PAS julgados (sob ambos os ritos) que constam nos relatórios anuais sobre os anos de 2018 a 2021, quais sejam, respectivamente: 109, 98, 63 e 56. Nesse sentido, foi possível mitigar eventual falta de acesso a informações de PAS julgados nos anos de 2018 a 2021 por meio dessa estratégia, a qual foi essencial para identificar os PAS envolvendo o ilícito de manipulação de preços

---

<sup>240</sup> Foi revogada pela ICVM nº 607/2019 que, por sua vez, foi revogada pela Resolução CVM nº 45/2021, atualmente em vigor.

<sup>241</sup> Conforme documentos disponíveis em: <https://dataverse.fgv.br/dataverse/saavedra>. Acesso em 27 abr. 2023.

julgados nesse período que não apareceram como resultados por meio da pesquisa realizada na plataforma de busca do *website* da CVM.

Sobre a metodologia para o levantamento dos dados dos relatórios anuais, foram analisados os diferentes relatórios produzidos pela autarquia referentes ao escopo temporal de 2001 a 2021<sup>242</sup>. Em alguns casos, foram identificadas informações contrastantes entre relatórios

---

<sup>242</sup> Disponíveis em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-da-cvm-2004/view>; <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-da-cvm-2005/view>; <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-da-cvm-2006/view>; <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-da-cvm-2007/view>; <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-da-cvm-2008/view>; <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-da-cvm-2009/view>; <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-da-cvm-2010/view>; <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-da-cvm-2011/view>; <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-da-cvm-2012/view>; <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-da-cvm-2013/view>; <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-da-cvm-2014/view>; <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-da-cvm-2015/view>; <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-da-cvm-2016/view>; <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-da-cvm-2017/view>; <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-da-cvm-2018/view>; <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-da-cvm-2019/view>; <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-da-cvm-2020.pdf/view>; <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-2021.pdf/view>; <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-2021-4o-trimestre-e-anual-integra/view>. Acesso em: 28 mar. 2023.

do mesmo ano e de anos distintos<sup>243</sup>. Para fins de seleção dos números utilizados para a elaboração do gráfico acima, até 2016 inclusive, foram consideradas as informações de relatórios que foram mais precisas no que diz respeito à identificação do rito de julgamento dos PAS, pois, segundo informado pelo *website* da CVM, a plataforma de busca de PAS utilizada conteria apenas informações sobre PAS sujeitos ao rito ordinário para esse período<sup>244</sup>. Ressalva-se que não foram identificadas informações sobre os PAS julgados sob o rito ordinário em relação aos anos de 2005 e 2006, logo, apenas nesses casos, foram utilizados os números totais de PAS julgados anualmente para a elaboração do gráfico. Em relação a 2017 em diante, foram consideradas as informações sobre as quantidades totais de PAS julgados pela CVM, em virtude da alteração normativa mencionada acima.

Analisando os relatórios que abordaram as informações sobre o ano de 2016, a CVM fez a ressalva de que *“três processos administrativos sancionadores tiveram julgamento iniciado, porém, não foram concluídos em virtude de pedido de vista por parte de membros do Colegiado”*<sup>245</sup>. Da leitura dos documentos, infere-se que tais PAS teriam sido utilizados para compor o número de 65 julgados divulgados nos seus relatórios<sup>246</sup>, apesar de não haver redação textual expressa nesse sentido. De todo modo, isso explicaria o contraste entre os dados referentes a este ano.

Em relação ao conteúdo dos precedentes, primeiramente, cabe registrar que se verificou que, historicamente, os integrantes do colegiado tendem a se preocupar em se amparar em decisões anteriores para embasar suas próprias análises, inclusive em casos que tendem a ter algum grau de ineditismo, como os que envolveram o uso de redes sociais e condutas

---

<sup>243</sup> Uma das informações contrastantes foi a referente à quantidade total de PAS julgada pelo colegiado em 2020. Para fins de elaboração do gráfico, considerou-se a informação de “63” que constou nos Relatórios de Atividade Sancionadora dos anos de 2020 e 2021, contrastando com a de “64” do Relatório de Gestão de 2020. O número “63” foi corroborado pelo levantamento manual realizado pela autora disponível em: <https://dataverse.fgv.br/dataverse/saavedra>. Acesso em 27 abr. 2023.

<sup>244</sup> Conforme informado em: <https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador.html>. Acesso em: 28 mar. 2023.

<sup>245</sup> Conforme relatórios disponíveis em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-da-cvm-2017/view>; <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2021-4o-trimestre-e-anual-integra/view>. Acesso em: 28 mar. 2023.

<sup>246</sup> Conforme relatórios disponíveis em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-da-cvm-2016/view>; <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/anual/relatorio-anual-cvm-2016/view>. Acesso em: 28 mar. 2023.

comumente identificadas como “spoofing”<sup>247</sup> e “layering”<sup>248</sup>. Foi possível observar tal tendência, por meio da identificação de referências diretas a trechos de julgamentos nos respectivos votos dos diretores e presidentes. Em relação aos casos de *spoofing* e *layering* mencionados, cabe registrar que:

a Autarquia considerou que bastaria que a conduta dos acusados, operadores típicos da bolsa de valores, fosse submetida ao que diz o texto da ICVM 08 sobre a manipulação de preços, ilícito antigo e recorrentemente examinado pela CVM, sendo, destarte, desnecessária a tipificação específica e normativa do *spoofing* e do *layering* para aplicação de sanções.<sup>249</sup>

Em síntese, pode-se dizer que, com o passar dos anos, foi possível verificar um descolamento entre o ilícito administrativo de manipulação de preços e o de condições artificiais que, inicialmente, pareciam caminhar juntos nos PAS, como se se tratassem apenas de um movimento complexo, cuja conduta era traduzida por meio do enquadramento da tipificação em ambos os dispositivos. Todavia, atualmente, as diferenças conceituais entre tais institutos são mais evidentes nos precedentes.

Entende-se que a manipulação ocorre quando “*são realizadas operações destinadas a direcionar os preços de um determinado ativo, de forma incompatível com aquela que seria a sua real demanda*”<sup>250</sup>. Por outro lado, na criação de condições artificiais, “*simula-se a existência de um mercado legítimo*”<sup>251</sup>. Não obstante, “*Recentemente, diretores da CVM já declararam que a acusação pelos dois tipos ao mesmo tempo, apesar de atípica, não seria impossível*”<sup>252</sup>.

Assinala-se também que, mediante a análise dos precedentes identificados no quadro acima, corroboraram-se os diagnósticos realizados por Marcelo Cavali<sup>253</sup> e Marina Copola no seguinte sentido:

os precedentes da CVM apontam quatro elementos essenciais à configuração do tipo, notadamente: (i) a utilização de processo ou artifício; (ii) destinado a promover cotações enganosas, artificiais; (iii) induzir terceiros a negociar valores mobiliários cujas cotações foram artificialmente produzidas; e (iv) a presença do dolo, ainda que eventual, de alterar as cotações e induzir terceiros

<sup>247</sup> (i) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2016/7192 (19957.005977/2016-18). Rel. Dir. Henrique Machado. Rio de Janeiro, 13 mar. 2018; (ii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2016/2384. Rel. Dir. Gustavo Gonzalez. Rio de Janeiro, 08 out. 2018; (iii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ 2016/7192. Rio de Janeiro, 13 mar. 2018.

<sup>248</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2018/4165 (19957.006019/2018-26). Rel. Pres. Marcelo Barbosa. Rio de Janeiro, 01 out. 2019.

<sup>249</sup> WAISBERG, Ivo; BORBA, Gustavo Rabelo Tavares; ROCHA, Luiza Azevedo Coelho da, op. cit., p. 98.

<sup>250</sup> COPOLA, Marina, op. cit., p. 88.

<sup>251</sup> Id.

<sup>252</sup> YAZBEK, Otavio, op. cit.

<sup>253</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro, 2018. P. 162.

a negociar com base nessas cotações falsas<sup>254</sup>. É essencialmente pacífico para a autarquia que não é necessário que o autor aufera lucros com a conduta<sup>255</sup> nem que seja demonstrado que terceiros foram induzidos a negociar com base nas cotações falsas – apenas que o processo ou o artifício utilizado tinha aptidão de indução<sup>256, 257</sup>.

Também foi corroborado o diagnóstico realizado por Marcelo Cavali, no sentido de que:

Para a CVM é importante examinar os padrões de comportamento do participante do mercado. Comprar na alta, em quantidades módicas, e vender na baixa, em quantidades maiores, não é o padrão esperado de um investidor comum, mas um indicativo da intenção de atrair a atenção de outros investidores para, em seguida, desovar as ações no mercado.<sup>258</sup>

não restará configurada a manipulação de preços se for demonstrado que as operações realizadas estavam justificadas por legítimos propósitos econômicos.<sup>259</sup>

reconheceu-se a dificuldade de se demonstrar a manipulação de preços de valores mobiliários de elevada liquidez<sup>260</sup>

O ilícito administrativo exige (...) um elemento subjetivo especial, consistente na intenção de induzir terceiros a negociar com base nas cotações falsas.<sup>261</sup>

Já reconheceu a CVM, contudo, a caracterização do ilícito em caso em que a intenção da manipulação dos preços não era levar terceiros a negociar os títulos, mas sustentar as cotações para afastar suspeitas sobre operações fraudulentas anteriormente cometidas.<sup>262</sup>

A seguir, são destacados, entendimentos que se mostraram relevantes, ao longo do histórico de precedentes da CVM. Notou-se que, na maior parte dos casos, as decisões se deram por unanimidade.

O Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2001/6226, relatado pela diretora Norma Jonssen Parente, julgado em 15 de maio de 2003, por unanimidade do colegiado, foi o primeiro a abordar a interface da manipulação de preços com as redes sociais. A plataforma utilizada foi a de uma corretora que:

mantinha um serviço de publicação de mensagens na Internet destinado à troca de opiniões sobre assuntos relacionados aos mercados financeiro e de capitais que podiam ser inseridas, lidas e comentadas por seus usuários que tinham a

<sup>254</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2018/4165 (19957.006019/2018-26). Rel. Pres. Marcelo Barbosa. Rio de Janeiro, 01 out. 2019.

<sup>255</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 02/2014. Rel. Dir. Carlos Alberto Rebello Sobrinho. Rio de Janeiro, 17 dez. 2019.

<sup>256</sup> (i) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 19957.000511/2018-98. Rel. Dir. Flávia Perlingeiro. Rio de Janeiro, 18 mai. 2021. (ii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2014/6517 (19957.000592/2015-83). Rel. Dir. Henrique Machado. Rio de Janeiro, 25 jun. 2019. (iii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2014/0578. Rel. Dir. Henrique Machado. Rio de Janeiro, 27 mai. 2019.

<sup>257</sup> COPOLA, Marina, op. cit., p. 85.

<sup>258</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro, 2017. P. 133.

<sup>259</sup> Id.

<sup>260</sup> Ibid., p. 134.

<sup>261</sup> Ibid., p. 135.

<sup>262</sup> Id.

identidade preservada mediante o uso de pseudônimo. Para ter acesso ao Fórum (...), bastava ao usuário preencher um cadastro através do próprio “site”, cujos dados só eram verificados quando o mesmo resolvesse se tornar cliente da corretora.

No referido caso, o investor:

simulou conversa no Fórum (...), utilizando para isso dois pseudônimos, sendo um deles com dados fictícios, que confirmava, inclusive com base em fontes da CVM, que as ações seriam recompradas a um preço superior ao de mercado (...)

[ficou] restado caracterizado que o acusado, ao simular conversa, com utilização de dois pseudônimos, em site destinado à troca de opiniões sobre assuntos relacionados aos mercados financeiros e de capitais, utilizou artifício destinado a elevar a cotação de ações de companhia da qual é acionista e induzir terceiros à sua compra, incorrendo em tentativa de manipulação de preços (...)

Embora a estratégia adotada não tenha provocado nenhuma conseqüência, já que as ações não sofreram variação de preço, não se pode aceitar a alegação de que o acusado não quisesse obter alguma vantagem, ao contrário do afirmado em seu depoimento e na defesa que o objetivo era tão-somente suscitar respostas de outros usuários do Fórum, a respeito de informações que circulavam no mercado sobre eventual fechamento de capital (...).

Assim, ficou caracterizada, a meu ver, a utilização de artifício destinado a elevar a cotação das ações e induzir terceiros à sua compra.

O alerta que a diretora fez no referido caso foi reproduzido em diversos outros precedentes objetos de análise desta pesquisa:

O presente inquérito evidencia o quanto pode ser inconseqüente o uso inadequado da Internet. Da mesma forma que a Internet, de um lado, representa um avanço considerável na divulgação instantânea das informações e ampliou os meios de comunicação entre as pessoas, de outro, exige que a mesma seja utilizada com responsabilidade, uma vez que as conseqüências e alcance são imprevisíveis. Daí a necessidade de se inibir toda e qualquer iniciativa de seu uso indevido, por mínimo, que seja, por parte dos órgãos governamentais como a CVM, responsável pelo mercado de capitais.

O voto do diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos foi no seguinte sentido:

Eu gostaria, então, nesta linha, de salientar, primeiramente, que há uma diferença profunda entre a notícia publicada na Gazeta Mercantil e o conteúdo dos e-mails do indiciado pelo que eu pude ouvir da sustentação do ilustre patrono do acusado. A Gazeta Mercantil em sua reportagem atribuía, quer dizer, dizia que fontes atribuía a variação do preço ao boato. Ela não afirmou, ela não disse que aconteceria a oferta pública. Ela simplesmente disse que havia boatos no mercado. E certamente boatos que poderiam ser inclusive boatos outros ou próprio e criado pelo Sr. (...). Com o detalhe que no caso a Gazeta Mercantil teve o cuidado de dizer que era um boato - boato é uma coisa que não se sabe se é verdadeira, são rumores; apesar de reconhecermos a existência são muito ruins para o mercado de capitais como um todo e muita gente certamente se prejudica pela existência desses boatos. Agora o Sr. (...) não, ele não atribuiu a um boato, ele afirmava nos seus e-mails, e com o

requisito ou requinte de haver se utilizado inclusive de pseudônimos, ou apelidos, como queira; se escondia atrás da sua verdadeira identidade, o que certamente não milita em favor da boa fé de quem está prestando essas informações. Então dito isso, me parece que, ainda que ele eventualmente não tenha se beneficiado, não tenha conseguido elevar o preço, acho que o uso de informações, a divulgação de informações, dos boatos ou e-mail deve ser objeto de uma repressão por parte da CVM, por conta de que, qualquer pessoa, agente ou não do mercado, que esteja prestando informações a respeito do mercado, de ativos negociados no mercado de valores mobiliários, deveria se certificar da boa procedência e da veracidade daquela informação que divulga. Porque outras pessoas que confiam nessa informação podem de fato vir a se prejudicar. Então informações não oficiais e esses boatos certamente, como eu disse, trazem muitos malefícios ao investidores de modo geral.

Na mesma linha, foi o voto do presidente Luiz Leonardo Cantidiano:

Examinamos aqui um caso emblemático em que, pela primeira vez, é detectada a tentativa de manipulação do mercado através do uso da Rede Mundial de Computadores. Concordo plenamente com o que disse a Diretora-Relatora e especificamente o Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos, quanto à questão relativa à Gazeta Mercantil. Se nós olharmos a notícia da Gazeta Mercantil, que é de 9 de fevereiro, é dito que a valorização decorreria de boatos que dariam conta de um acordo; não há nada confirmado, nada afirmado como decisão já tomada, sendo que na mesma notícia consta desmentido do Presidente (...) quanto à veracidade desses boatos. Ao mesmo tempo que a notícia diz que boatos dariam conta dessa possível oferta de recompra, o presidente da companhia negava a procedência dos boatos.

Nas mensagens que foram transmitidas pela internet, através de apelidos ou pseudônimos, a pessoa indiciada diz, peremptoriamente, que a CVM chegou a uma conclusão e que está sendo determinada a imediata suspensão da negociação das ações que terão sua recompra anunciada até sexta-feira.

Há, portanto, uma diferença muito grande entre boatos, rumores, que foram negados, para algo que se passou mais de um mês depois, quando aqueles boatos já estavam negados, afirmando de uma maneira peremptória, categórica, que uma decisão havia sido proferida pela CVM. Penso que não prevalece, quanto a essa questão, com todo o respeito, o argumento da defesa.

Também me parece que não procede o argumento de que o indiciado estava procurando confirmar a notícia. Ele não pergunta, ele não indaga, ele não questiona, ele sai dizendo que há uma decisão já tomada e que será determinada a suspensão dos negócios. Até porque se alguém pretende confirmar determinada notícia, não vai falar com desconhecidos que certamente não têm condições de confirmá-la; ele pode questionar a CVM para saber se isso é verdadeiro, ou pode questionar a própria companhia. Não me parece que seja procedente o argumento de que ele não tentou manipular, de que ele queria apenas confirmar uma notícia; ao contrário, ele dá como verdadeira uma notícia que era absolutamente falsa, e aí está a simulação, o artifício que foi utilizado.

Parece-me evidente que há prova, há evidência, de que a simulação ocorreu, que o artifício foi utilizado, quando, dirigindo-se a uma comunidade incerta de pessoas, o acusado faz afirmações peremptórias sobre algo que sabia não ser verdadeiro.

Segundo Marcelo Cavali, neste caso, ficou evidente que a CVM admite “*a tentativa de manipulação do preço como suficiente para a caracterização do ilícito*”<sup>263</sup>.

O PAS CVM nº 04/2007 foi relatado pelo diretor Otavio Yazbek e julgado em 9 de novembro de 2010, por unanimidade do colegiado. Destacam-se os seguintes trechos do seu voto: “*a caracterização da manipulação de mercado não depende, prima facie, da identificação de prejuízos causados a terceiros, bastando que se identifiquem os efeitos, sobre os preços de mercado, dos ‘processos’ ou ‘artifícios’ adotados pelo agente*”.

No âmbito do PAS CVM nº RJ2013/5194, relatado pela diretora Ana Dolores Novaes, julgado em 19 de dezembro de 2014, em que houve unanimidade, destacam-se os seguintes trechos do voto da diretora relatora:

Nos casos de manipulação de preços são utilizadas manobras artificiais para elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário com a finalidade de induzir terceiros a adquirir papéis sobrevalorizados ou alienar papéis subvalorizados. Caracteriza-se a manipulação de preços se restar comprovado que a elevação dos preços de determinada ação não resultou das forças normais de mercado, mas da atuação de certos investidores.

O tipo não exige a comprovação de um resultado material efetivo. Trata-se de ilícito administrativo formal ou de perigo abstrato. Contudo, para que seja aplicada a penalidade é necessário demonstrar o nexo causal entre o artifício e o resultado, a efetiva produção de cotações enganosas.

Percebe-se, assim, que um dos meios utilizados (...) para manipular a formação do preço da ação (...) foi a sua ativa participação no fórum de discussão na internet. Claramente, a sua participação no fórum teve a intenção de chamar a atenção de outros investidores para as supostas boas perspectivas das ações (...), que seriam “um bom investimento”, para utilizar as palavras do próprio acusado.

Concomitantemente à participação (...) no citado fórum, ele próprio e a (...) [companhia] operavam no mercado, comprando e vendendo ações (...)

A meu ver, essa situação confirma a manipulação de preços levada a efeito pelos acusados. Após (...) [o acusado] divulgar informações no fórum de discussões (...) na internet, estimulando a compra do papel (artifício), a (...) [companhia] ainda realizou duas operações destinadas a puxar o preço em um dia de baixíssima liquidez (outro artifício e que produziu cotações artificiais), ajudando, assim, a manter elevada a cotação do papel no mercado.

Neste ponto, vale ressaltar que dadas as circunstâncias de fato e as peculiaridades do caso, restou devidamente demonstrada a atuação dolosa dos Defendentes. Ainda que sequer fosse necessário provar a ocorrência de dolo direto, há nestes autos uma série de elementos suficientemente hábeis a demonstrar que os acusados não apenas aceitaram os riscos de produzir o resultado danoso, mas, na verdade, agiram deliberadamente para, por meio de diversos processos e artifícios, inclusive através da internet, de operações diretas e de estratégias de *marking the open* e *marking the close*, alterar artificialmente a cotação da ação (...), induzindo, terceiros à sua compra e venda.

---

<sup>263</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro, 2018. P. 163.

Aqui, expõe-se o comentário realizado por Marcelo Cavali sobre a desnecessidade de comprovação de resultado material efetivo, no seguinte sentido: *“em verdade, essa afirmação é contraditória, já que se exige um resultado naturalístico, dada a necessidade de se demonstrar o nexo causal entre o artifício e a produção de cotações enganosas”*<sup>264</sup>.

No PAS CVM nº RJ2012/11002, relatado pelo diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, julgado em 8 de dezembro de 2016, em que houve unanimidade, destacam-se os seguintes trechos do voto do diretor relator sobre o uso de artifícios:

Dois foram os artifícios utilizados (...) De um lado, efetuou, ao longo do período examinado (...) uma quantidade descomida de negócios com os papéis, sendo responsável em diversos pregões, por parcela considerável do volume total negociado. Desse modo, produziu a falsa percepção, aos olhos do público investidor, de que havia um forte movimento comprador pelo papel. Nesse tocante, é reveladora a estratégia por ele utilizada, consistente em negociar lotes de cem ações, em vez de mil, muito embora os volumes totais fossem elevados.

O segundo artifício consistiu, como já examinado, na propagação (...) de informações sempre positivas sobre a (...) [companhia] junto aos seus colaboradores e clientes, como evidenciam as declarações prestadas por testemunhas, assim como as mensagens que ele próprio enviava aos seus sócios. (...)

Naturalmente, a elevação das cotações, que se seguiu a esse processo, teve por efeito atrair outros investidores presentes no mercado a comprar as ações.

No âmbito dos PAS CVM nº RJ2015/12130 e 19957.001316/2017-02 (RJ2017/646), relatados pelo diretor Gustavo Tavares Borba, julgados em 14 de agosto de 2018, em que houve unanimidade, destacam-se os seguintes trechos do voto do diretor relator sobre a caracterização da infração de manipulação, considerando o seu potencial de indução de terceiros:

Nesse contexto, o investidor interessado no papel teria que tomar uma decisão de compra, venda ou manutenção do papel embasado em uma cotação influenciada por operações artificiais, resultado de atos realizados por terceiro interessado na queda ou no aumento da cotação do valor mobiliário, o que certamente poderia induzir eventual investidor a realizar uma operação em condições diversas daquelas que ocorreriam caso não houvesse uma intervenção externa dolosa com o objetivo de alterar a formação natural dos preços do ativo em bolsa.

No PAS CVM nº RJ2014/0578 (19957.000594/2015-72), relatado pelo diretor Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 27 de maio de 2019, por unanimidade, destacam-se os seguintes trechos do voto do diretor relator:

A partir do exame das circunstâncias provadas nos autos, é possível afirmar com segurança que (...) [o acusado] por meio de suas mensagens no Twitter conseguiu criar uma falsa aparência material do que realmente existia na

---

<sup>264</sup> Id.

Companhia. Do resultado produzido, exterioriza-se a única motivação para (...) [ele] ter publicado mensagens otimistas relacionadas ao futuro da (...) [Companhia], mesmo ciente de que elas não condiziam com a realidade da Companhia, eis que sabia da inviabilidade econômica dos Campos e da aceleração do vencimento das dívidas do grupo (...), qual seja, ocultar a realidade ruínosa destes acontecimentos, de sorte a enganar os investidores e, com isso, influenciar a cotação das ações da Companhia.

Quanto à alegação da defesa de que o meio utilizado não seria idôneo para provocar distorções na cotação, nem haveria prova da correlação entre as manifestações do acusado no Twitter e a efetiva alteração do preço das ações (...), colocando obstáculos ao preenchimento do terceiro requisito do tipo administrativo, consistente em induzir terceiros à negociação, tenho que o simples fato de o acionista controlador e administrador da Companhia vir a público por meio das redes sociais tecer comentários relacionados às boas perspectivas da Companhia já seria suficiente para induzir investidores à negociação.

Nada obstante, (...) [o acusado] dispunha de uma rede social com mais de 1,3 milhões de seguidores, que, por sua vez, poderiam “retweetar” aquelas mensagens, aumentando bastante o alcance delas. Ademais, os comentários postados (...) em sua rede social eram (e continuam sendo) frequentemente reproduzidos nos mais diversos meios de comunicação, com potencial de alcançar destacado número de investidores e, por isso, com aptidão para influenciar o preço dos valores mobiliários admitidos à negociação.

Nesse contexto, o conjunto de comentários divorciados da realidade publicados (...) em sua rede social Twitter induziram investidores (...) a realizar ou manter seus investimentos na Companhia, o que certamente não teria ocorrido caso não houvesse a intervenção dolosa do acionista controlador na formação natural dos preços das ações.

Com efeito, ao se desnudarem as inverídicas expectativas propagadas (...) no Twitter, o valor das ações (...) sofreu alteração substancial, revelando que a atuação dolosa do acusado teve repercussão no comportamento dos investidores, causando-lhes, por isso, prejuízo.

Restou igualmente comprovado que o acusado se valeu de ardil consistente em divulgar no Twitter comentários divorciados da realidade (...) para atrair dolosamente a atenção dos investidores, a fim de alterar a percepção deles sobre o valor justo da Companhia e, com isso, obter ainda mais vantagem com as suas ilícitas negociações, em infração às regras que buscam preservar a lisura da formação dos preços dos valores mobiliários admitidos à negociação.

No PAS CVM nº RJ2013/8880 (19957.006758/2017-37), também relatado pelo diretor Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 11 de junho de 2019, por unanimidade, destacam-se os seguintes trechos do voto do diretor relator:

Ficou fartamente demonstrado nos autos que, ao mesmo tempo em que operava insistentemente no mercado, comprando e vendendo, mas com saldo de vendas líquidas, (...) administradores produziam inúmeras informações positivas – mas inverídicas – sobre a companhia e seus projetos e investimentos, tanto por canais oficiais (fatos relevantes e comunicados ao mercado no Sistema IPE) como por redes sociais, blogs e similares. (...)

Como se não bastasse, a experiência comum do que ordinariamente ocorre mostra que a divulgação de informação não oficial em chats ou blogs de um investidor qualquer pode ser reproduzida por diversas outras pessoas e, com

isso, afetar a cotação de um valor mobiliário, pois, ao ser reproduzida repetidamente as pessoas acabam confiando e negociando com base nela. Nesta toada, com muito mais autoridade informações não oficiais divulgadas pelo acionista controlador têm capacidade de repercutir nas expectativas dos investidores, uma vez que tais informações gozam, de plano, de credibilidade, ou seja, de que sejam elas verdadeiras.

Deste modo, a publicação de informações inverídicas sobre uma companhia em redes sociais é, sem sombra de dúvidas, meio idôneo para induzir investidores a negociar com valores mobiliários por ela emitidos e, por isso, alterar artificialmente a cotação de seus valores em bolsa, notadamente quando elas são produzidas e publicadas pelo acionista controlador. Aliás, a manipulação decorrente de uma conduta praticada fora do mercado, no caso a publicação de informações distorcidas da realidade pela internet, para causar alteração direta nele, e, com isso, obter vantagem, é exemplo clássico de estratégia de manipulação de mercado. (...)

Os autos novamente apresentam mensagens publicadas no Twitter que transmitiam uma ideia de solidez e perspectiva positiva para a companhia.

A despeito de tudo isso, (...) [o acusado] continuava a operar fortemente, tanto em operações de compra como de venda das ações de emissão da (...) [companhia]. Ficou demonstrado que essas negociações (especialmente as compras) eram parte da estratégia (...) para manipular os preços desses valores mobiliários. No entanto, ao final, o volume vendido era substancialmente superior ao volume comprado e a vantagem econômica da manipulação de preços era realizada.

O acusado, porém, atuou de maneira diversa. (...) ativamente atuou, juntamente com (...) [outro acusado], para manipular os preços das ações de emissão da (...) [companhia], despertando interesse do mercado com informações fantasiosas dolosamente divulgadas em seu blog, enquanto vendia secretamente suas próprias ações.

No âmbito do PAS CVM nº 19957.003798/2017-27, relatado pelo diretor Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 09 de junho de 2020, em que houve unanimidade, destacam-se os seguintes trechos do relatório e voto do diretor relator:

o próprio uso do aplicativo WTM<sup>265</sup> demonstra que a pessoa que transmitiu as ordens operava no mercado com regularidade

A recorrência do padrão de atuação dos acusados é uma forte evidência da existência do processo ou artifício previsto na descrição do tipo administrativo.

Ainda mais eloquentes são as provas de que o produto do ilícito foi repartido entre os acusados. (...) Há coincidências de datas e valores entre os resgates feitos (...)

procede o argumento da SMI de que “o vocabulário utilizado nas transmissões de ordens por Skype e pelo aplicativo WTM são típicos de operadores de mercado, caso do agente autônomo de investimento (...) e não de uma senhora de mais de 60 anos que nunca havia atuado no mercado”

---

<sup>265</sup> Sigla abreviada de Winco Talk Manager.

No âmbito do PAS CVM nº 19957.000511/2018-98, relatado pela diretora Flávia Perlingeiro, julgado em 18 de maio de 2021, em que houve unanimidade, destacam-se os seguintes trechos do voto da diretora relatora:

Nesse cenário, o enquadramento de uma conduta como uma ou outra infração é orientado pelo seu aspecto subjetivo, de maneira que configuram manipulação de preços (referida na alínea “b”) os processos ou artifícios implementados com o dolo específico de alterar a cotação do valor mobiliário. Já na referida alínea “a” enquadram-se as condutas que promovem alterações no fluxo de ordens relativo a determinado ativo, mas que não têm como finalidade a alteração do preço em si, ainda que possam ter esse efeito.

Ademais, note-se que, mesmo que a manipulação de preços comumente tenha finalidade lucrativa, não se exige a demonstração ou quantificação de resultados ou vantagens indevidamente auferidas para a caracterização do ilícito, sendo imprescindíveis, no entanto, a identificação do meio ardiloso utilizado, a existência de impacto na cotação (i.e. preço) e a demonstração do nexo de causalidade.

Ressalte-se, também, a utilização de termos abrangentes na ICVM nº 8/1976. Embora tal opção regulatória receba certas críticas, é cediço que dela decorre a longevidade da norma, cujos tipos abarcam uma vasta gama de condutas levadas a cabo em um mercado de capitais muito diferente daquele existente à época de sua edição, em especial pelas inúmeras inovações tecnológicas que sucessivamente vêm transformando a forma de operar e de tomar decisões.

Para além da longevidade, a redação abrangente da ICVM nº 8/1976 também permitiu que diferentes expedientes fraudulentos fossem capitulados como algum dos ilícitos nela previstos. Especificamente nas alíneas “a” e “b” do Item II, já foram classificadas, por exemplo, operações conhecidas como “esquenta-esfria”, *money pass*, *layering* e *spoofing*, entre tantas outras.

Nas estratégias que envolvem a disseminação de notícias falsas ou boatos sobre algum emissor ou valor mobiliário específico, classificadas como *information-based manipulation*<sup>266</sup>, e naquelas em que são inseridas no livro de ofertas ordens sem a real intenção de serem executadas (como nos casos de *layering* e *spoofing*), os artifícios são insuficientes para, isoladamente, alterar a cotação do ativo. Para tanto, é preciso que o mercado reaja realizando operações, com base em premissas enganosas, e são essas operações que, por fim, vão alterar as cotações<sup>267</sup>.

A alegação de que o volume operado seria irrelevante com relação ao total de ações emitidas pela Companhia e que não poderia, portanto, interferir na cotação também é claramente improcedente. É cediço que os ativos de pouca liquidez (...) estão mais expostos à manipulação, justamente pelo fato de seu preço poder ser alterado mesmo por operações de pequenos lotes, como ocorreu neste caso.

Nesse contexto, entendo que é suficiente para caracterização do ilícito administrativo a efetiva alteração irregular do preço do ativo, a demonstrar potencial de indução de terceiros a operar, ainda que esses não tenham

<sup>266</sup> ALLEN, Franklin; GALE, Douglas, op. cit., p. 505.

<sup>267</sup> “Por exemplo, espalhar rumores falsos sobre uma possível operação societária em condições vantajosas não altera a cotação das ações de emissão de uma companhia, mas sim as operações de compra realizadas por investidores que acreditam neles. Assim, primeiro há a indução de terceiros a operar, depois, manipula-se o preço.” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 19957.000511/2018-98. Rel. Dir. Flávia Perlingeiro. Rio de Janeiro, 18 mai. 2021.

efetivamente realizadas operações, pois a alteração artificial já se consubstanciava em detrimento da higidez e transparência do mercado.

Uma vez constatada a existência de cotações enganosas já está materializada a mácula na formação do preço do valor mobiliário, a qual pode ter, em maior ou menor grau, efeitos deletérios na confiança dos investidores na higidez do mercado de capitais, o que justifica e impõe a atuação sancionadora desta Autarquia, ainda que não identificados ganhos pelo manipulador ou prejuízos específicos a terceiros. Vale dizer que pode se desdobrar em danos difusos ao funcionamento regular do mercado, sem que se tenha de apurar terceiros especificamente prejudicados.

Em resumo, com base na análise dos casos, pode-se dizer que se confirmou a característica da flexibilidade na aplicação da redação disposta na Resolução CVM nº 62/2022<sup>268</sup>. Verificou-se uma evolução interpretativa ao longo do tempo com eventuais oscilações, não obstante, o uso de entendimentos derivados de precedentes para embasar decisões. Além disso, a partir deles, depreendem-se elementos que podem ser utilizados para a análise de operações que se relacionem, de uma forma ou de outra, com o uso de redes sociais. Dentre os quais são destacados os seguintes: (i) tais plataformas são consideradas como meio idôneo para viabilizar a manipulação de preços<sup>269</sup>; (ii) o potencial de indução, mesmo que mínimo<sup>270</sup>, tem sido considerado para fins de configuração da conduta, não obstante decisão

---

<sup>268</sup> (i) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2016/7192 (19957.005977/2016-18). Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira. Rio de Janeiro, 13 mar. 2018. (ii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2014/0578 (19957.000594/2015-72). Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira. Rio de Janeiro, 27 mai. 2019. (iii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2014/6517 (19957.000592/2015-83). Rel. Dir. Henrique Machado. Rio de Janeiro, 25 jun. 2019. (iv) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2018/4165 (19957.006019/2018-26). Rel. Pres. Marcelo Barbosa. Rio de Janeiro, 01 out. 2019. (v) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 19957.000511/2018-98. Rel. Dir. Flávia Perlingeiro. Rio de Janeiro, 18 mai. 2021.

<sup>269</sup> (i) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2014/0578 (19957.000594/2015-72). Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira. Rio de Janeiro, 27 mai. 2019. (ii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2013/8880 (19957.006758/2017-37). Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira. Rio de Janeiro, 11 jun. 2019.

<sup>270</sup> (i) “Embora a estratégia adotada não tenha provocado nenhuma consequência, já que as ações não sofreram variação de preço”. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº TA-RJ2001/6226. Rel. Dir. Norma Parente. Rio de Janeiro, 15 mai. 2003. (ii) “entendo que é suficiente para caracterização do ilícito administrativo a efetiva alteração irregular do preço do ativo, a demonstrar potencial de indução de terceiros a operar, ainda que esses não tenham efetivamente realizado operações, pois a alteração artificial já se consubstanciava em detrimento da higidez e transparência do mercado.”. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 19957.000511/2018-98. Rel. Dir. Flávia Perlingeiro. Rio de Janeiro, 18 mai. 2021. (iii) Ainda, já foi decidido que “não há necessidade de demonstrar que indivíduos específicos foram induzidos a erro: o próprio aumento do volume negociado e aumento dos preços sinaliza que diversos investidores foram atraídos para a negociação (...), fato corroborado por diversas declarações de comitentes investigados no Relatório de Inquérito.” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 02/2014. Rel. Dir. Carlos Alberto Rebello Sobrinho. Rio de Janeiro, 17 dez. 2019.

com posicionamento contrário já proferida<sup>271</sup>; (iii) diferentes tipos de artifícios e diversos indícios circunstanciais<sup>272</sup> podem ser utilizados para a configuração do ilícito.

Verificou-se que já foram considerados, pela CVM, como artifícios: (i) a simulação de conversa, por meio do uso de pseudônimos em rede social<sup>273</sup><sup>274</sup>; (ii) uso de linguagem qualificada como enviesada<sup>275</sup>, otimista<sup>276</sup>, imprecisa<sup>277</sup> e/ou enganosa<sup>278</sup>; (iii) a divulgação de informações em rede social, a fim de estimular a realização de operações envolvendo

<sup>271</sup> “*não vejo como apenar os indiciados, porque não me parece que tenha sido demonstrada a indução de terceiros à compra ou a venda de determinados valores mobiliários por preço artificialmente gerado, ou manipulado, que, como visto, integra a conduta punível enunciada pela Instrução 08/79.*” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2005/7389. Rel. Pres. Marcelo Fernandez Trindade. Rio de Janeiro, 10 out. 2006.

<sup>272</sup> “*A existência do desígnio, em casos desta natureza, não raro só se pode comprovar pela análise das circunstâncias.*” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 04/07. Rel. Dir. Otavio Yazbek. Rio de Janeiro, 29 nov. 2010.

<sup>273</sup> “*restado caracterizado que o acusado, ao simular conversa, com utilização de dois pseudônimos, em site destinado à troca de opiniões sobre assuntos relacionados aos mercados financeiros e de capitais, utilizou artifício destinado a elevar a cotação de ações de companhia da qual é acionista e induzir terceiros à sua compra, incorrendo em tentativa de manipulação de preços*” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº TA-RJ2001/6226. Rel. Dir. Norma Parente. Rio de Janeiro, 15 mai. 2003.

<sup>274</sup> Inclusive, destaca-se que “*in financial markets, pseudonymity facilitates profitable manipulation of stock prices.*”. MITTS, Joshua. Short and Distort. **Journal of Legal Studies**, vol. 49, n. 2, June, 2020. P. 287. Disponível em:

[https://scholarship.law.columbia.edu/faculty\\_scholarship/2782/?utm\\_source=scholarship.law.columbia.edu%2Ffaculty\\_scholarship%2F2782&utm\\_medium=PDF&utm\\_campaign=PDFCoverPages](https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/2782/?utm_source=scholarship.law.columbia.edu%2Ffaculty_scholarship%2F2782&utm_medium=PDF&utm_campaign=PDFCoverPages). Acesso em: 05 mar. 2023.

<sup>275</sup> “*no recente julgamento do PAS CVM nº RJ2014/0578, em 27.5.2019, este Colegiado reconheceu a prática de manipulação de preços por meio de publicações enviesadas em redes sociais*”. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2013/8880 (19957.006758/2017-37). Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira. Rio de Janeiro, 11 jun. 2019.

<sup>276</sup> (i) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2013/5194. Rel. Dir. Ana Dolores Novaes. Rio de Janeiro, 19 dez. 2014. (ii) “*O segundo artifício consistiu, como já examinado, na propagação (...) de informações sempre positivas sobre a (...) [companhia] junto aos seus colaboradores e clientes, como evidenciam as declarações prestadas por testemunhas, assim como as mensagens que ele próprio enviava aos seus sócios.*” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2012/11002. Rel. Dir. Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Rio de Janeiro, 8 dez. 2016. (iii) “*Por todo o exposto, restou sobejamente comprovada a atitude dolosa (...), que, por meio de mensagens falsamente otimistas sobre a realidade da (...) [Companhia] tentou e efetivamente conseguiu despertar no público investidor interesse em negociar ações da Companhia, com evidente intuito de impedir a queda mais acentuada da cotação das ações, já negativamente influenciada pela própria operação de venda realizada pelo acusado, em patente violação ao disposto no inciso I da Instrução CVM nº 08/79.*” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2014/0578

(19957.000594/2015-72). Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira. Rio de Janeiro, 27 mai. 2019. (iv) “*Outros exemplos de postagens seguindo essa linha de otimismo imoderado estão acostados aos autos.*” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2013/8880 (19957.006758/2017-37). Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira. Rio de Janeiro, 11 jun. 2019.

<sup>277</sup> “*divulgar fatos relevantes e comunicados com viés de um otimismo imprudente, mas principalmente imprecisos.*” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2013/8880 (19957.006758/2017-37). Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira. Rio de Janeiro, 11 jun. 2019.

<sup>278</sup> (i) “*dá como verdadeira uma notícia que era absolutamente falsa, e aí está a simulação, o artifício que foi utilizado*” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº TA-RJ2001/6226. Rel. Dir. Norma Parente. Rio de Janeiro, 15 mai. 2003. Trecho do voto do Pres. Luiz Leonardo Cantidiano. (ii) “*o acusado se valeu de artil consistente em divulgar no Twitter comentários divorciados da realidade*” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2014/0578 (19957.000594/2015-72). Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira. Rio de Janeiro, 27 mai. 2019.

determinado ativo<sup>279</sup>; (iv) padrões de negociações<sup>280</sup>; (v) ordens artificiais<sup>281</sup>; (vi) operações de mesmo comitente<sup>282</sup> e simuladas entre parentes<sup>283</sup>.

Sobre o uso de indícios para a condenação por manipulação de preços, destacam-se os seguintes: (i) falta de diligência na apuração da veracidade de informação veiculada em rede social<sup>284</sup>; (ii) omissão da identidade do responsável pela informação publicada<sup>285</sup>; (iii) vínculo

<sup>279</sup> “divulgar informações no fórum de discussões (...) na internet, estimulando a compra do papel (artifício)” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2013/5194. Rel. Dir. Ana Dolores Novaes. Rio de Janeiro, 19 dez. 2014.

<sup>280</sup> (i) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2005/7389. Rel. Pres. Marcelo Fernandez Trindade. Rio de Janeiro, 10 out. 2006. (ii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 04/07. Rel. Dir. Otavio Yazbek. Rio de Janeiro, 29 nov. 2010. (iii) “estratégia por ele utilizada, consistente em negociar lotes de cem ações, em vez de mil, muito embora os volumes totais fossem elevados.” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2012/11002. Rel. Dir. Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Rio de Janeiro, 8 dez. 2016. (iv) “compras intensas do papel no período com preços médios crescentes” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 02/2014. Rel. Dir. Carlos Alberto Rebello Sobrinho. Rio de Janeiro, 17 dez. 2019. (v) “A recorrência do padrão de atuação dos acusados é uma forte evidência da existência do processo ou artifício previsto na descrição do tipo administrativo.” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 19957.003798/2017-27. Rel. Dir. Gustavo Machado Gonzalez. Rio de Janeiro, 09 jun. 2020. (vi) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 19957.008751/2019-11 (RJ2019/6757). Rel. Pres. Marcelo Barbosa. Rio de Janeiro, 17 nov. 2020. (vii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 19957.010399/2018-01. Rel. Dir. Flávia Perlingeiro. Rio de Janeiro, 17 mai. 2021.

<sup>281</sup> (i) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2016/7192 (19957.005977/2016-18). Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira. Rio de Janeiro, 13 mar. 2018. (ii) “utiliza um artifício (a inserção de ofertas artificiais no livro)” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2018/4165 (19957.006019/2018-26). Rel. Pres. Marcelo Barbosa. Rio de Janeiro, 01 out. 2019; (iii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 19957.007543/2019-03. Rel. Dir. Gustavo Machado Gonzalez. Rio de Janeiro, 02 jun. 2020. (iv) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 19957.000592/2019-15. Rel. Dir. Gustavo Machado Gonzalez. Rio de Janeiro, 02 jun. 2020. (v) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 19957.007809/2018-29. Rel. Dir. Gustavo Machado Gonzalez. Rio de Janeiro, 02 jun. 2020. (vi) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 19957.005452/2016-82. Rel. Dir. Gustavo Machado Gonzalez. Rio de Janeiro, 02 jun. 2020. (vii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 19957.009864/2019-34. Rel. Dir. Gustavo Machado Gonzalez. Rio de Janeiro, 04 ago. 2020. (viii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 19957.004600/2018-11. Rel. Dir. Gustavo Machado Gonzalez. Rio de Janeiro, 27 out. 2020. (ix) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 19957.004091/2019-08. Rel. Dir. Gustavo Machado Gonzalez. Rio de Janeiro, 27 out. 2020.

<sup>282</sup> (i) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 19957.008751/2019-11 (RJ2019/6757). Rel. Pres. Marcelo Barbosa. Rio de Janeiro, 17 nov. 2020. (ii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 19957.010399/2018-01. Rel. Dir. Flávia Perlingeiro. Rio de Janeiro, 17 mai. 2021; (iii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 19957.000511/2018-98. Rel. Dir. Flávia Perlingeiro. Rio de Janeiro, 18 mai. 2021.

<sup>283</sup> (i) “O artifício utilizado (...) foi a negociação simulada das ações com a sua própria filha.” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2016/1742. Rel. Dir. Gustavo Borba. Rio de Janeiro, 18 abr. 2017. (ii) “O artifício utilizado (...) foi a negociação simulada das ações com sua própria mãe.” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2017/646. Rel. Dir. Gustavo Borba. Rio de Janeiro, 14 ago. 2018. (iii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 19957.001316/2017-02 (RJ2017/646). Rel. Dir. Gustavo Borba. Rio de Janeiro, 14 ago. 2018.

<sup>284</sup> “Qualquer pessoa, agente ou não do mercado, que esteja prestando informações a respeito do mercado, de ativos negociados no mercado de valores mobiliários, deveria se certificar da boa procedência e da veracidade daquela informação que divulga” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº TA-RJ2001/6226. Rel. Dir. Norma Parente. Rio de Janeiro, 15 mai. 2003. Trecho do voto do Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos.

<sup>285</sup> “ele não atribuiu a um boato, ele afirmava nos seus e-mails, e com o requisito ou requinte de haver se utilizado inclusive de pseudônimos, ou apelidos, como queira; se escondia atrás da sua verdadeira identidade, o que certamente não milita em favor da boa fé de quem está prestando essas informações”. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº TA-RJ2001/6226. Rel. Dir. Norma Parente. Rio de Janeiro, 15 mai. 2003. Trecho do voto do Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos.

com a companhia cujo ativo foi objeto de manipulação<sup>286</sup>; (iv) padrão de negociação incompatível com (a) as informações divulgadas em rede social<sup>287</sup>, (b) seu perfil de investimento<sup>288</sup>, (c) restante do mercado<sup>289</sup>; (v) “valorização súbita e com alto viés especulativo”<sup>290</sup>; (vi) estabilização da cotação em patamares diferentes dos negociados pelos envolvidos, dentro de um curto período após a cessação de suas atuações<sup>291</sup>; (vii) atuação concertada<sup>292</sup>; (viii) vínculos entre os envolvidos<sup>293</sup>; (ix) operações envolvendo ativos com

---

<sup>286</sup> (i) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 06/2001, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro. Rio de Janeiro, 09 dez. 2004. (ii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2013/5194. Rel. Dir. Ana Dolores Novaes. Rio de Janeiro, 19 dez. 2014. (iii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2013/8880 (19957.006758/2017-37). Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira. Rio de Janeiro, 11 jun. 2019.

<sup>287</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2013/5194. Rel. Dir. Ana Novaes. Rio de Janeiro, 19 dez. 2014.

<sup>288</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 02/2014. Rel. Dir. Carlos Alberto Rebello Sobrinho. Rio de Janeiro, 17 dez. 2019.

<sup>289</sup> Id.

<sup>290</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 02/2014. Rel. Dir. Carlos Alberto Rebello Sobrinho. Rio de Janeiro, 17 dez. 2019.

<sup>291</sup> (i) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 05/01. Rel. Dir. Norma Parente. Rio de Janeiro, 21 jun. 2004. (ii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2004/2132. Rel. Dir. Norma Parente. Rio de Janeiro, 19 jan. 2005. (iii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 29/03. Rel. Dir. Pedro Marcilio. Rio de Janeiro, 16 jan. 2007. (iv) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 04/07. Rel. Dir. Otavio Yazbek. Rio de Janeiro, 29 nov. 2010.

<sup>292</sup> (i) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2005/7389. Rel. Pres. Marcelo Fernandez Trindade. Rio de Janeiro, 10 out. 2006. (ii) *“E nos autos, como visto, há um sólido conjunto de evidências que inequivocamente demonstram não só a atuação manipulativa concertada, mas também a sustentação de preços com o propósito específico de induzir terceiros a tomar parte nas negociações em condições de desigualdade.”*

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 04/07. Rel. Dir. Otavio Yazbek. Rio de Janeiro, 29 nov. 2010. (iii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2012/11002. Rel. Dir. Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Rio de Janeiro, 8 dez. 2016. (iv) Em virtude da sua própria natureza de prova indiciária, a CVM já considerou que mesmo identificada eventual atuação em conjunto, não necessariamente isso seria ilícito: “No caso em tela, embora haja indícios relevantes de que havia atuação conjunta por parte dos acusados – pela semelhança de datas, vínculos profissionais e pessoais, depoimentos de ex-funcionários da Corretora – não se pode afirmar que houve operações simuladas, isto é, negócios combinados de ‘ida e volta’ que seriam realizados entre eles sem fundamento econômico algum, com coincidência de contrapartes. (...) No limite, tais negócios apontam para uma atuação conjunta, a qual entendo ter sido caracterizada, porém não como ilícita, não sendo possível confirmar que perseguiam os objetivos apontados pela Acusação.”

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 02/2014. Rel. Dir. Carlos Alberto Rebello Sobrinho. Rio de Janeiro, 17 dez. 2019

<sup>293</sup> (i) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 06/2001, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro. Rio de Janeiro, 09 dez. 2004. Neste PAS, diversos acusados com vínculos familiares foram acusados, alguns foram absolvidos, outros condenados. (ii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2005/7389. Rel. Pres. Marcelo Fernandez Trindade. Rio de Janeiro, 10 out. 2006. (iii) *“Há vínculos pessoais e profissionais entre os acusados, vínculos estes que, por si mesmos, não seriam aptos a provar a prática das infrações que lhe são imputadas. No entanto, trata-se de um primeiro indício.”*

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 02/2014. Rel. Dir. Carlos Alberto Rebello Sobrinho. Rio de Janeiro, 17 dez. 2019.

pouca liquidez<sup>294</sup>; (x) uso de mais de uma corretora para realizar operações<sup>295</sup>; e (xi) irregularidade na divulgação de informação relevante<sup>296</sup>. Na seção 4.1.3, são abordados esses e outros aspectos relacionados.

### 3.2 A manipulação do mercado na esfera penal

O ilícito criminal de manipulação do mercado está previsto no art. 27-C da Lei n.º 6.385/1976 com a seguinte redação: “*Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros*”<sup>297</sup>. Segundo tese construída por Marcelo Cavali, o bem jurídico protegido pela legislação penal nesse cenário é a “*capacidade funcional alocativa do mercado, especificamente o mecanismo de regular formação de preços dos valores mobiliários*”<sup>298</sup>, que se pode traduzir, segundo Denis Morelli, na “*higidez do mercado de capitais*”<sup>299</sup>.

<sup>294</sup> (i) “*alegação de que o papel negociado tinha mercado restrito e de manifesta iliquidez, em vez de beneficiar os acusados, antes disso os condena e intensifica a sua responsabilidade. Sim, pois só demonstra que a atuação dos envolvidos era, nesse contexto, capaz de influenciar os agentes do mercado, agravando assim a sua responsabilidade pela formação artificial de preços. Além disso, sendo o mercado ilíquido, é evidente que as operações — ocorridas com o único fim de propiciar financiamentos — criavam uma falsa ideia de liquidez para os investidores, podendo induzi-los a adquirir o papel, confiantes numa possível saída futura via mercado. É plenamente possível que, durante todo o período examinado, investidores tenham desavisadamente considerado verdadeiras a reiterada valorização das ações (...), a pretensa liquidez decorrente do volume de negociações entre as partes relacionadas, enfim, elementos artificiais que não representavam um mercado real, mas apenas um mercado artificial e arbitrário.*” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS n.º RJ2004/0210. Rel. Dir. Sérgio Weguelin. Rio de Janeiro, 29 mar. 2006. (ii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS n.º RJ2005/7389. Rel. Pres. Marcelo Fernandez Trindade. Rio de Janeiro, 10 out. 2006.

<sup>295</sup> “*Embora não haja nenhum ilícito em operar por mais de uma corretora, no caso concreto, tal conduta ajudou a ocultar a atuação das partes e contribuiu para uma menor transparência frente aos demais investidores.*” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS n.º RJ2013/5194. Rel. Dir. Ana Dolores Novaes. Rio de Janeiro, 19 dez. 2014.

<sup>296</sup> (i) Id. (ii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS n.º RJ2013/8880 (19957.006758/2017-37). Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira. Rio de Janeiro, 11 jun. 2019. (iii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS n.º RJ2014/6517 (19957.000592/2015-83). Rel. Dir. Henrique Machado. Rio de Janeiro, 25 jun. 2019. (iv) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS n.º RJ2014/0578 (19957.000594/2015-72). Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira. Rio de Janeiro, 27 mai. 2019.

<sup>297</sup> Crime criado com a entrada em vigor da Lei n.º 10.303/2021, com redação alterada pela Lei n.º 13.506/2017. Previsão de pena: “*reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime*”.

<sup>298</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro; IKEDA, Natalia Naomi. Atuações no mercado de capitais combinadas em redes sociais: apontamentos para a atribuição de responsabilidade administrativa penal por manipulação de mercado. **Prisma Jurídico**, v. 20, n. 2, jul/dez. 2021. P. 388

<sup>299</sup> MORELLI, Denis, 2015. P. 611.

A criação do referido tipo foi fruto de um movimento, no direito brasileiro, de criminalização de condutas que atentavam contra o mercado de capitais, mas que tinham sido alcançadas apenas pelo direito administrativo sancionador naquele momento<sup>300</sup>, caracterizando-se como uma norma penal em branco, conforme expõe Denis Morelli:

Os dispositivos que tratam dos crimes contra o mercado de capitais, na Lei nº 6.385/1976, são normas penais em branco, pois contêm conceitos que necessitam ser preenchidos por outras normas. As normas complementares, utilizadas para preencher os conceitos utilizados no tipo penal, são, nos crimes contra o mercado de capitais, eminentemente administrativas – como é o caso das normas emitidas pela CVM.<sup>301</sup>

Nesse contexto, apesar de os elementos advindos da esfera administrativa terem o potencial de contribuir para uma análise de casos na esfera penal, ressalta-se que: *“No entanto, essa correlação das searas penal e administrativa não é isenta de questionamentos”*<sup>302</sup>. De todo modo, em síntese, pode-se dizer que *“a violação da disciplina regulamentar do mercado de capitais é pressuposto para o cometimento do delito de manipulação de mercado, mas a prática da infração administrativa não implica necessariamente preenchimento dos elementos do tipo penal”*<sup>303</sup>.

Sobre a análise da redação do tipo, verifica-se que o sujeito que pode realizar tal crime é comum, sendo *“viável a prática do crime por quaisquer pessoas, inclusive pequenos investidores”*<sup>304</sup>. Adicionalmente, entende-se que *“Realizar e executar são sinônimos, que significam levar a efeito, operar”*<sup>305</sup>. No que diz respeito ao trecho sobre *“operações simuladas”* e *“outras manobras fraudulentas”*, pode-se dizer que: *“Operação é qualquer negócio jurídico que envolva valores mobiliários”*<sup>306</sup>, sendo “simulada” a que *“não representa a realidade”*<sup>307</sup> e *“‘Fraudulenta’ é a prática que acarreta o perigo abstracto de enganar terceiros, de os induzir em erro”*<sup>308</sup>. Portanto, *“Compreende-se como fraudulenta toda manobra maliciosa que leve terceiros a uma falsa percepção da realidade”*<sup>309</sup>, havendo opções diversas de como isso poderia ser feito. José Carlos Tórtima e Marcelo Cavali apresentam diferentes visões sobre a temática. Segundo o primeiro:

<sup>300</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas, op. cit., p. 690.

<sup>301</sup> MORELLI, Denis, 2015. P. 613.

<sup>302</sup> Ibid p. 615.

<sup>303</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro; IKEDA, Natalia Naomi. Op. cit. p. 389.

<sup>304</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro, 2018. P. 278.

<sup>305</sup> BALTAZAR JUNIOR, José Paulo. **Crimes Federais**. São Paulo: Saraiva, 10ª edição, 2015. P. 566.

<sup>306</sup> Id.

<sup>307</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro, 2018. P. 334.

<sup>308</sup> VEIGA, Alexandre Brandão da. **Crime de manipulação, defesa e criação de mercado**. Coimbra: Almedina, 2001. P. 61.

<sup>309</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro, 2018. P. 295.

Considerando que operações simuladas nada mais são do que uma espécie do gênero manobras fraudulentas, como o próprio legislador dá a entender ao empregar o adjetivo outras (antes do substantivo manobras), conclui-se que estamos diante da hipótese de interpretação extensiva (ou analógica), expressamente proposta na lei.<sup>310</sup>

Por outro lado, o segundo defende que:

considerando que o legislador as previu separadamente, parece possível traçar uma diferença entre as figuras, tornando mais limitado o campo de incidência das operações simuladas. Ao se valer de expressão própria do Direito Civil, o legislador acolheu como operações simuladas hipóteses qualificadas, neste ramo jurídico, de simulação absoluta ou relativa, ou seja, tanto aquelas em que a declaração aparente de vontade não visa a produzir qualquer efeito jurídico como aquelas em que o negócio simulado é destinado a produzir efeitos diferentes dos típicos do negócio formalmente realizado.<sup>311</sup>

Já a expressão “outras manobras fraudulentas” funciona como cláusula de fechamento do tipo, abarcando outras condutas que, embora não propriamente simuladas, induzem terceiros a erro. Nesse aspecto, ao somar às operações simuladas “outras manobras fraudulentas”, a regra deixa claro que não são apenas as condutas que se enquadrem no conceito de simulação do Direito Civil que caracterizarão o delito.<sup>312</sup>

No que diz respeito ao risco ao bem jurídico tutelado pela norma, após a alteração do referido dispositivo em 2017, faz-se “*necessário que a conduta tenha aptidão para ‘elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário’*”<sup>313</sup>. Adicionalmente, ressalta-se que “*o delito de manipulação do mercado somente é punível se praticado com dolo*”<sup>314</sup>.

### 3.2.1 Principais elementos que configuram a manipulação do mercado com base nos precedentes dos tribunais

Primeiramente, em relação à metodologia para o levantamento dos dados, cabe registrar que a base de informações para a realização da presente pesquisa foi desenvolvida conforme o disposto a seguir. Nos dias 23 de maio de 2022 e 21 de junho de 2022, foram realizadas buscas, na parte de pesquisa de jurisprudência dos *websites* dos TRFs da 1<sup>a</sup>, 2<sup>a</sup>, 3<sup>a</sup>, 4<sup>a</sup> e 5<sup>a</sup> Regiões, do

<sup>310</sup> TÓRTIMA, José Carlos. **Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional**: Uma Contribuição ao Estudo da Lei nº 7.492/86. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2002. P. 175.

<sup>311</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro, 2018. P. 293.

<sup>312</sup> Ibid. P. 294.

<sup>313</sup> Ibid. P. 306.

<sup>314</sup> Ibid. P. 332.

STJ e do STF, com os seguintes termos-chave: “manipulação de mercado”. A delimitação temporal da pesquisa foi definida, portanto, de acordo com os dados disponíveis na base eletrônica dos tribunais, sendo o seu termo final as datas em que as pesquisas foram realizadas. A partir do levantamento desses resultados, foram realizadas triagens, a fim de selecionar, exclusivamente, os casos relacionados ao objeto da pesquisa.

Os TRFs foram selecionados, em virtude dos elementos trazidos pela literatura jurídica especializada e por precedentes judiciais no sentido da defesa da competência da justiça federal para processar e julgar os crimes previstos na Lei nº 6.385/1976<sup>315</sup>. Em síntese, conforme Denis Morelli, “*A pouca jurisprudência existente indica que a competência é da Justiça Federal, embora com certa oscilação em relação à incidência*”<sup>316</sup> dos incisos IV ou VI do art. 109 da C.R.F.B., no geral.

Sobre essa base construída<sup>317</sup>, ressalva-se que “*quaisquer análises e mapeamentos de decisões judiciais devem considerar a sua representatividade quantitativa no universo de decisões de um dado Tribunal, e isto depende do nível de transparência e da forma de disponibilização de informações no banco de dados de cada um deles*”<sup>318</sup>. Tal reflexão aplica-se à presente pesquisa, uma vez que a análise partiu dos dados disponibilizados pelos referidos tribunais em seus *websites* e aos seus respectivos critérios de indexação de decisões. Inclusive, cabe dar destaque ao trabalho desenvolvido por Marcelo Costenaro Cavali<sup>319</sup>, que identificou precedentes envolvendo manipulação do mercado que foram apreciados por tribunais e que não foram capturados pelas pesquisas realizadas nos respectivos *websites*. Nesse contexto, foram analisados todos os precedentes sobre o assunto identificados em ambas as fontes. Dessa consolidação, depreende-se o que se segue.

No âmbito do TRF da 1ª Região, não foi identificado resultado sobre o objeto. No TRF da 2ª Região, foi identificado um resultado pertinente ao escopo deste trabalho decorrente da pesquisa realizada no seu *website* e os demais foram identificados a partir do levantamento realizado por Marcelo Cavali, conforme abaixo.

---

<sup>315</sup> Sobre o debate envolvendo a definição da referida competência, ver: Ibid. P. 271-276.

<sup>316</sup> MORELLI, Denis, 2015. P. 612.

<sup>317</sup> Disponível em: <https://dataverse.fgv.br/dataverse/saavedra>. Acesso em 27 abr. 2023.

<sup>318</sup> BRAGHETTA, Adriana; GABBAY, Daniela Monteiro; PITOMBO, Eleonora Coelho; ALVES, Rafael Francisco; LEMES, Selma Ferreira (coord. geral). **Arbitragem e Poder Judiciário**: uma radiografia dos casos de arbitragem que chegam ao judiciário brasileiro. Cadernos DIREITO GV. São Paulo: DIREITO GV, v. 6, n. 6, nov. 2009. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/6542>. Acesso em: 16 jun. 2022.

<sup>319</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro. **Insider Trading** – Repressão Administrativa e Penal do Uso Indevido de Informação Privilegiada. São Paulo: Quartier Latin, 2022. P. 258-261.

Na Ação Penal nº 0042650-05.2014.4.02.5101<sup>320</sup>, julgada em 24 de setembro de 2019, o acusado foi condenado por manipulação do mercado e por uso indevido de informação privilegiada. Pela prática de manipulação, foi condenado a 4 anos e 7 meses de reclusão e ao pagamento de 280 dias-multa, sendo que o juiz, *“haja vista que não foi apurada a vantagem específica que o réu obteve com a prática delituosa”*, com base nos parâmetros do Código Penal, determinou *“cada dia multa no valor de 15 salários mínimos, por se tratar de réu com elevado padrão econômico-financeiro”*. Além disso, também foi condenado ao pagamento de reparação no valor de *“R\$82.829.345,52, atualizado desde a data do fato (19.04.2013) até a data o efetivo pagamento, que deverá ser destinado ao Conselho Monetário Nacional, em razão de suas atribuições conforme Lei 6.385 /1976”*. Na decisão, proferiu-se que:

As provas coligidas aos autos retratam verdadeira articulação fraudulenta, para manter e aumentar artificialmente a cotação das ações das Companhias, assim, afetando, sobremaneira, o regular funcionamento do mercado de capitais, e, conseqüentemente, a higidez do sistema financeiro.

Em relação à análise dos critérios para a definição da pena base, verificou-se que eles foram, em grande medida, similares aos considerados na Ação Penal nº 0029174-94.2014.4.02.5101/RJ, destacados abaixo.

No Acórdão<sup>321</sup> referente à Apelação Criminal nº 0022035-91.2014.4.02.5101, julgado em 4 de maio de 2020, foi negado provimento ao recurso que havia sido interposto em nome de duas pessoas jurídicas e duas pessoas naturais, contra decisão da 5ª Vara Federal Criminal da Seção Judiciária do Rio de Janeiro, relativo à uma determinação que havia sido feita de sequestro de imóveis e outros bens, inclusive de depósitos mantidos em instituições financeiras e valores mobiliários de titularidade dos apelantes. No âmbito dos autos, verifica-se que houve o uso da rede social Twitter. No acórdão, em relação à manipulação do mercado, decidiu-se, por unanimidade que duas companhias envolvidas no caso:

muito provavelmente foram instrumentos e os valores auferidos produto ou proveito das condutas subsumíveis em tese a este tipo. De igual modo, as mentiras e meias-verdades que redundaram na cotação artificial dos valores mobiliários, se confirmados, tiveram como consequência natural a lesão à União e aos milhares de investidores envolvidos, havendo um grande dano a reparar.

<sup>320</sup> Disponível em: <https://static.poder360.com.br/2019/09/sentenc%CC%A7a-eike-3aVFCR.pdf>. Acesso em: 30 mai. 2022.

<sup>321</sup> Este foi o único precedente identificado nos resultados decorrentes da pesquisa no *website* do tribunal com relação ao objeto deste trabalho. Documentos disponíveis em: [https://eproc.trf2.jus.br/eproc/externo\\_controlador.php?acao=processo\\_seleciona\\_publica&num\\_processo=00220359120144025101&eventos=true&num\\_chave=&num\\_chave\\_documento=&hash=a3b794d01f37279cdfb7f3350fe9ce23](https://eproc.trf2.jus.br/eproc/externo_controlador.php?acao=processo_seleciona_publica&num_processo=00220359120144025101&eventos=true&num_chave=&num_chave_documento=&hash=a3b794d01f37279cdfb7f3350fe9ce23). Acesso em: 30 mai. 2022.

Na Ação Penal nº 0029174-94.2014.4.02.5101/RJ<sup>322</sup>, julgada em 09 de fevereiro de 2021, o acusado foi condenado por manipulação do mercado e por uso indevido de informação privilegiada. “A sentença considerou que o réu teve conhecimento de um novo plano de negócios”<sup>323</sup>, com informações que “devido ao seu teor, eram potencialmente negativas para a companhia”<sup>324</sup>, tendo vendido milhões de ações antes da divulgação de fato relevante. No âmbito dos autos, verifica-se que houve o uso da rede social Twitter. Pela prática de manipulação, foi condenado a 5 anos de reclusão e ao pagamento de três vezes “o valor da vantagem ilícita obtida com o crime, resultando no importe de R\$ 462.150.771,00 (...), devidamente atualizado, desde a época do fato (24/10/2012) até o efetivo pagamento”<sup>325</sup>. Na decisão, declarou-se, em relação à redação do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976<sup>326</sup>, que:

O tipo em questão é formal e de perigo abstrato, tipo misto alternativo, em função de que tanto é incriminada a conduta de realizar operações simuladas quanto a de outras manobras fraudulentas, e independe da obtenção de vantagem ou de prejuízo.

O bem jurídico tutelado é a proteção do mercado de capitais de manipulação fraudulenta e artifícios que venham causar descrédito e desconfiança nas regulares operações do mercado de valores mobiliários.<sup>327</sup>

Sobre a materialidade delitativa, ressaltou-se, na decisão, que:

não há que se falar em crime de manipulação de mercado, quando a variação de preços de ações de determinada Companhia em bolsa de valores decorre de fatores e riscos próprios e inerentes ao mercado, desde que não provocado artificialmente, o que não ocorre no caso ora em julgamento.<sup>328</sup>

No que diz respeito à configuração do ilícito, entendeu-se que o acusado, presidente da companhia, realizou algumas manobras fraudulentas, quais sejam: (i) “*Informação relevante omitida propositalmente do público investidor (...) que já era de inequívoco conhecimento dos executivos da empresa que sabiam do cenário de crise financeira e produtiva da Companhia, demonstrado em diversos estudos técnicos*”<sup>329</sup>; (ii) “*declaração dissimulada*”<sup>330</sup>, sendo que “*era do conhecimento do acusado que as descobertas (...) da Companhia não eram tão valiosas*

<sup>322</sup> Juízo da 3ª Vara Criminal do Rio de Janeiro. Íntegra da sentença disponível em:

[https://www.estadao.com.br/blogs/blog/wp-content/uploads/sites/41/2021/02/eikeevento667sent1\\_120220211716.pdf](https://www.estadao.com.br/blogs/blog/wp-content/uploads/sites/41/2021/02/eikeevento667sent1_120220211716.pdf). Acesso em: 30 mai. 2022.

<sup>323</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro, 2022. P. 260-261.

<sup>324</sup> Ibid. P. 261.

<sup>325</sup> BRASIL. Justiça Federal. Ação Penal nº 0029174-94.2014.4.02.5101/RJ, da 2ª Vara Criminal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 09 de fevereiro de 2021. P. 81.

<sup>326</sup> Anterior à alteração promovida pela Lei nº 13.506/2017.

<sup>327</sup> BRASIL. Justiça Federal. Ação Penal nº 0029174-94.2014.4.02.5101/RJ, da 2ª Vara Criminal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 09 de fevereiro de 2021. P. 18.

<sup>328</sup> Id.

<sup>329</sup> Ibid., p. 22-23.

<sup>330</sup> Ibid., p. 23.

assim, pelo contrário, a área técnica da Companhia há muito já sinalizava para a inviabilidade econômica de suas descobertas”<sup>331</sup>; (iii) “divulgar mensagens otimistas (...), a seus seguidores, em sua conta pessoal na rede social Twitter, de posse de informações significativamente negativas ainda não divulgadas ao mercado e enquanto alienava ações de emissão”<sup>332</sup> da companhia; e (iv) comunicação de fato relevante, em torno de nove meses depois desde o conhecimento da informação, e o seu posterior aditamento, com omissão de informação relevante e inclusão da seguinte declaração, a qual foi considerada como “conduta dissimulada, com a intenção de eximir-se das ilicitudes praticadas”<sup>333</sup>: “(...) a Companhia informa que não devem ser consideradas válidas as projeções anteriormente divulgadas, inclusive as que dizem respeito a suas metas de produção”<sup>334</sup>. A decisão considerou que o acusado também teria executado uma manobra quando da realização de “vultosos investimentos”<sup>335</sup> na companhia, considerando o fato de ele ter tido “conhecimento antecipado do insucesso da Companhia (...) concomitantemente”<sup>336</sup>. Isso porque:

o acusado (...) pretendia elevar sua credibilidade de modo artificial no sucesso dos seus negócios, (...), ao divulgar que fez investimento de monta em sua Companhia, (...), pretendia dar exemplo aos investidores de boa-fé da seriedade dos negócios, entretanto, essa suposta credibilidade não passou de falácia, haja vista que no mesmo dia (...), vendeu a mesma quantidade de ações, fazendo sobressair o dolo da conduta, em razão de ele mesmo ter realizado a manobra de aportar recursos na Companhia sem a intenção de efetivamente investir, o que faz sobressair a má-fe em sua conduta.<sup>337</sup>

Segundo a decisão, “as mencionadas manobras ilícitas praticadas pelo acusado afetaram de forma negativa e sobremaneira o regular funcionamento do mercado de capitais, com prejuízos imensuráveis aos investidores que agiam de boa-fé, enquanto o acusado mantinha resguardado seu patrimônio”<sup>338</sup>. Nessa linha, decidiu-se que:

todas essas condutas com elevado potencial lesivo de iludir e convencer o público investidor quanto a suposta credibilidade da anunciada injeção de vultoso aporte financeiro (US\$ 1 bilhão) na Companhia (...), e criou, no período analisado, demanda artificial por ativos da empresa, incrementando suas cotações, locupletando-se ilicitamente, em prejuízo ao público investidor do mercado de valores mobiliários<sup>339</sup>.

---

<sup>331</sup> Id.

<sup>332</sup> Ibid., p. 32.

<sup>333</sup> Ibid., p. 25.

<sup>334</sup> Id.

<sup>335</sup> Id.

<sup>336</sup> Ibid., p. 34.

<sup>337</sup> Id.

<sup>338</sup> Ibid., p. 30.

<sup>339</sup> Ibid., p. 31.

Em síntese, segundo a sentença:

O acusado ao transmitir credibilidade no êxito dos seus negócios tinha o dever legal de agir com transparência no mercado de investidores e não usar de manobra fraudulenta visando obter vantagem em detrimento alheio.

Destarte, diante da necessidade de assimetria informacional e da umbilical ligação entre as informações relevantes (...) e a cotação dos valores mobiliários, a divulgação ampla era obrigatória – postulado do *full disclosure* (art. 157, §4º, da Lei 6404/76) – o que não ocorreu. E isso foi devidamente manipulado pelo acusado<sup>340</sup>

Sobre o uso da rede social Twitter, como meio para a manipulação do mercado, foi decidido que:

Não prospera, ademais, a alegação da defesa que tais declarações do acusado, por terem se realizado através de canais impróprios para fins de divulgação de informações oficiais de mercado, devem ser desconsideradas para fins de apuração do crime de manipulação de mercado.

As declarações do acusado foram realizadas em ambiente virtual, rede social “Twitter”, em que ele mantinha, à época, contato dir[e]to com os seus cerca de 1,3 milhão de seguidores, investidores e potenciais investidores, atualizando-os de todos [os] acontecimentos da Companhia, em primeira mão, inclusive em tempo real (...)

Além disso, neste mesmo canal de comunicação, o acusado encorajava pequenos investidores, inclusive fazendo “chacota” daqueles mais céticos, que duvidavam das maravilhas que o acusado divulgava sobre os negócios da Companhia, como referenciado nos eventos su[pra]mencionados.

Nessa linha, patente a intenção do acusado em induzir terceiros a negociar com os papéis da Companhia com base em notícias falsas. Assim, em que pese as declarações do acusado terem sido realizadas fora do âmbito da bolsa de valores, as mesmas afetaram diretamente o seu regular funcionamento, causando impacto na decisão de investimento, principalmente dos pequenos investidores.<sup>341</sup>

Em relação à vantagem econômica, na decisão, registrou-se que ela “*deve corresponder ao efetivo ganho obtido pelo agente, relacionado ao aumento ou evitação de prejuízo de suas participações acionárias, em decorrência das operações simuladas empreendidas*”<sup>342</sup>. No caso, o acusado teria alienado ações a “*preços superdimensionados*”, uma vez que se verificou um “*proveito econômico*”<sup>343</sup> de “*aproximadamente 154,1 milhões de reais*”<sup>344</sup>, considerando os valores na data das efetivas vendas e os do “*momento em que toda sua farsa foi desfeita*”<sup>345</sup>,

<sup>340</sup> Ibid., p. 41.

<sup>341</sup> Ibid., p. 43-44. As letras em colchetes identificam ajustes de ortografia realizados pela autora no original.

<sup>342</sup> Ibid., p. 50.

<sup>343</sup> Ibid., p. 51.

<sup>344</sup> Id.

<sup>345</sup> Ibid., p. 50.

“o que demonstra que as operações simuladas efetivamente aumentaram a precificação dos valores de negociação das participações acionárias do acusado”<sup>346</sup>.

Em relação à culpabilidade, na sentença, afirmou-se que “O acusado, no implemento do desiderato criminoso, ultrapassou todas as fronteiras da legalidade, aproveit[ou]-se da fragilidade dos órgãos de fiscalização do mercado de capitais e do setor petrolífero brasileiro, que deixaram de exigir da Companhia (...) o instrumento contratual”<sup>347</sup>, objeto de algumas omissões que ensejaram a configuração do ilícito de manipulação do mercado. Em relação à análise dos critérios para a definição da pena base, destacam-se os seguintes trechos:

**Culpabilidade:** considero acentuado o grau de censura ou juízo de reprovação social que o crime e o autor do fato merecem, eis que o acusado é pessoa com larga experiência do mercado de capitais, utilizou de sua notoriedade empresarial a indigitada prática delituosa; máxime por meio de diversas manobras fraudulentas em um período de quase um ano, em torno de um contrato fantasioso que nunca teve a intenção de adimplir, e sim ludibriar o público investidor e obter expressiva vantagem ilícita; merecia de toda sociedade credibilidade em seus negócios, o que incentivava o investimento dos prejudicados na malfadada empreitada criminosa, deixando de pautar sua vida com respeito ao próximo; (...)

**conduta social:** desfavorável e marcante sob qualquer ótica que se queira analisar, digna de censura, tanto junto aos familiares, furtou-se a dar bons exemplos aos seus filhos, eis que menospreza o princípio da dignidade no seio de seus parentes, desonrando o bom nome da família, que causa tormento às relações familiares e em sociedade, e mesmo os papéis exercidos junto à comunidade social, enfraquecidas em razão da posição social assumida com o padrão econômico-financeiro adquirido, impérios construídos, por meio de vantagens em desfavor de investidores do mercado, exigem punição exemplar a fim de não levar a crença aos incautos que o crime compensa; (...)

**personalidade:** o acusado demonstrou fascínio incontrolável por riquezas, ambição sem limites que o levou a operar no mercado de capitais de maneira delituosa, com extremo grau de reprovabilidade, indiferença à fragilidade de fiscalização do mercado de capitais brasileiro, insensibilidade à insegurança causada com sua conduta criminosa, demonstrando fazer dessas práticas atentatórias ao mercado de capitais seu *modus vivendi*;

**motivos:** lucro fácil ainda que em prejuízo da coletividade, inclusive com venda de papéis das Companhias (383 milhões de ações) – subdimensionados no mercado, “acreditando” em seu poder econômico, na sua influência política e na impunidade que grande mal tem causado à sociedade brasileira; (...)

**Circunstâncias do crime:** manobras espúrias que não encontraram óbices ao desiderato criminoso, todos os meios possíveis foram manejados ao alcance da empreitada delituosa; (...)

**Consequências do crime:** extremamente reprováveis, haja vista que o réu ao operar à margem das normas reguladoras, impôs intenso risco ao bem jurídico penalmente tutelado, em razão do inestimável prejuízo causado aos investidores, às Companhias (...) controladas pelo acusado – que entraram em

---

<sup>346</sup> Ibid., p. 50-51.

<sup>347</sup> Ibid., p. 51.

processo de recuperação judicial, muito em consequência desses crimes – e ao mercado de capitais como um todo; (...)

**Participação das vítimas:** levou os investidores a acreditar, principalmente os pequenos investidores, que não faltariam recursos para a consecução dos seus empreendimentos, na medida em que se comprometia, de maneira simulada, a aportar vultoso capital financeiro na Companhia (...) na ordem de até US\$ 1 bilhão de dólares americanos, o que superdimensionou os ativos das Companhias, devendo ser valorado negativamente.

No TRF da 3ª Região, foram identificados dois casos. No que diz respeito à Ação Penal nº 0006243-26.2017.4.03.6181<sup>348</sup>, “*Ainda não foi proferida decisão sobre o caso na esfera criminal*”<sup>349</sup>. Por sua vez, a Ação Penal nº 0006193-78.2009.4.03.6181<sup>350</sup> foi julgada em 16 de junho de 2014, tendo tramitado perante a 6ª Vara Federal Criminal de São Paulo. Para as duas pessoas naturais condenadas, foram fixadas penas de “*multa no valor de R\$ 343.228,73*” e restritivas de direitos de “*prestação de serviços à comunidade ou a entidades públicas, a ser definida pelo Juízo da Execução Penal, devendo ser observadas as aptidões dos condenados (CP, artigo 46, § 3º)*” e de “*proibição do exercício do cargo de administrador e/ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo de cumprimento da pena*” de 2 anos e 2 meses. Destacam-se os seguintes trechos da decisão de Marcelo Cavali:

Não se trata de condições de mercado, entretanto, quando ações que estavam sendo negociadas a preços mais baixos repentinamente são negociadas a valor maior por empresas ligadas. Trata-se, isso sim, de definição arbitrária, de verdadeira manipulação dos preços. (...)

Na esfera penal, de igual modo, o crime é formal, consumando-se independentemente da obtenção de qualquer resultado naturalístico pretendido (alteração artificial do mercado ou vantagem indevida ou dano a terceiro). Basta que sejam realizadas as operações simuladas ou fraudulentas, não se exigindo sequer que efetivamente ocorra – mas, neste caso concreto, isto ocorreu – a alteração das condições de formação de preço das ações. (...)

Quanto ao elemento subjetivo do tipo, consiste, além do dolo na realização das operações, (a) na finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados, (b) no fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem ou (c) no fim de causar dano a terceiros. (...)

No caso concreto, conforme já exposto, restou caracterizada a finalidade de (a) alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado de capitais. É o que basta para a demonstração do elemento subjetivo específico.

<sup>348</sup> Juízo da 6ª Vara Federal Criminal de São Paulo.

<sup>349</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro, 2022. P. 264.

<sup>350</sup> Íntegra da sentença em: Revista do Tribunal Regional Federal da 3ª Região. São Paulo: TRF3, ano XXV, n. 122, jul./set. 2014. P. 450-472. Disponível em: [https://www.trf3.jus.br/documentos/revs/EDICOES\\_DA\\_REVISTA/revista\\_edicao\\_122.pdf](https://www.trf3.jus.br/documentos/revs/EDICOES_DA_REVISTA/revista_edicao_122.pdf). Acesso em: 13 nov. 2022.

Em relação à análise dos critérios para a definição das penas referente às duas pessoas naturais, destacam-se os seguintes trechos:

Quanto à pena de multa, o artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976 veicula uma regra especial, estabelecendo que a pena de multa será “de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime”.

Interpreto esse dispositivo da seguinte forma: a pena mínima de multa a ser aplicada é de 1 (uma) vez o montante da vantagem ilícita. O aumento, em até 3 (três) vezes, será aplicado de forma proporcional à fixação da pena privativa de liberdade.

O motivo da prática do crime foi o de permitir uma fixação de preço de emissão de ações em valor mais elevado, favorecendo os controladores (...), além de obtenção de lucro para as empresas do grupo (...), motivos que integram o elemento subjetivo especial do delito, de modo que não podem ser especialmente reprovados.

As consequências do crime devem ser consideradas negativamente. Isso porque o delito de manipulação de mercado é formal, não exigindo a efetiva obtenção dos resultados almejados.

Se esse, porém, ocorre, tem-se configurado o exaurimento do delito, sendo devida a exasperação da pena, quanto à vertente “conseqüências do crime”. Nesse sentido, conforme já decidiu o STJ, “Tendo o réu sido condenado pela prática de crime formal, verificado o seu exaurimento pela ocorrência do resultado, tal fato pode ser utilizado como fundamento idôneo para exasperar a pena-base na apreciação das conseqüências do delito” (HC 41.466/MG, Rel. Min. Gilson Dipp, Quinta Turma, julg. 16.06.2005, DJ 10.10.2005, p. 402). Nesse sentido, se a manipulação permitiu, de fato, a fixação de preço de emissão de ações em valor mais elevado, favorecendo os controladores (...), de forma que devem ser as consequências valoradas negativamente. (...)

A prestação de serviços à comunidade é a modalidade que melhor atinge as finalidades da substituição, porquanto afasta o condenado da prisão e exige dele um esforço em favor de entidade que atua em benefício do interesse público.

Assim, tem eficácia preventiva geral, pois evidencia publicamente o cumprimento da pena, reduzindo a sensação de impunidade, além de ser executada de maneira socialmente útil. Ainda, tem eficácia preventiva especial e retributiva, pois seu efetivo cumprimento reduz os índices de reincidência.

Especificamente no caso da manipulação de mercado, por se tratar de um crime somente praticado nos estratos mais elevados da sociedade, marcado pela ganância, reputo que o ideal, para o fim de prevenção especial, é que o cumprimento da pena se realize num ambiente que permita o convívio com as classes menos favorecidas.

Já a proibição de exercício de profissão, atividade ou ofício que dependam de habilitação especial, de licença ou autorização do poder público (CP, artigo 47, inciso II), deve ser aplicada sempre que o crime seja cometido com violação dos deveres que lhes são inerentes (CP, artigo 56).

É justamente o caso, porquanto a prática da manipulação de mercado pressupõe a violação de deveres inerentes à atuação no âmbito do mercado de capitais (...)

Na Ação Penal nº 5067096-18.2012.4.04.7100/RS, julgada em 7 de novembro de 2016, “Dez pessoas foram denunciadas por formação de quadrilha e manipulação do mercado, sendo que duas delas também foram acusadas por insider trading”<sup>351</sup>. “Dois acusados foram condenados, em primeira instância, por manipulação do mercado e uso indevido de informação privilegiada, à pena de 3 anos e 9 meses de reclusão, além de multas: o controlador, Presidente e Diretor de Relações com Investidores da companhia”<sup>352</sup>, cujas ações foram negociadas, e um agente autônomo de investimentos.

Na decisão<sup>353</sup>, considerou-se que “houve uma atuação concertada por parte de agentes autônomos de investimentos, que detinham em nome próprio e em nome de clientes uma forte conce[n]tração de ações, bem como uma exposição proposital da Companhia na mídia e no mercado, veiculando apenas informações positivas”. No âmbito dos autos, verifica-se que houve o uso da rede social MSN. Segundo a decisão, em relação ao agente autônomo, no que diz respeito ao crime de manipulação, foi fixada a pena em 2 anos e 6 meses de reclusão<sup>354</sup>, com multa de R\$ 2.328.382,00<sup>355</sup>, nos seguintes termos:

o réu atuou não apenas com sua carteira própria, mas em conjunto com outros agentes autônomos de investimentos, utilizando carteiras de clientes, induzindo-os a adquirirem, manterem e a não venderem seus investimentos em ações (...), extrapolando os limites da atuação própria aos agentes autônomos de investimentos, fazendo prevalecer seus interesses pessoais sobre os dos clientes.

Em relação a ambos os condenados, na decisão, se avaliou que:

Foram apuradas consequências negativas, pois muitos clientes e outros investidores do mercado de capitais sofreram prejuízos com a alta artificial da cotação e dos negócios das ações (...), e posterior queda. No que diz respeito à participação da vítima, registro que o crime tem por sujeito passivo, além da coletividade, os investidores individuais. Desses, alguns caracterizam-se por serem especuladores, e atuarem em situações de risco. Outros, porém, confiavam no mercado e em seus “players”.

<sup>351</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro, 2022. P. 258.

<sup>352</sup> Id.

<sup>353</sup> Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2016/20161111-sentenca-mundial.pdf>. Acesso em: 15 dez. 2022.

<sup>354</sup> Como houve concurso material entre os crimes de manipulação e *insider* (pena privativa de liberdade de 1 ano e 3 meses de reclusão e multa equivalente a 31 dias-multa, sendo o valor do dia-multa em 15 salários mínimos), a pena privativa de liberdade total alcançou 3 anos e 9 meses, sendo convertida em duas penas restritivas de direitos: (i) “prestação de serviços à comunidade ou a entidades públicas”; e (ii) prestação pecuniária em cinquena “salários mínimos vigentes na data do pagamento, a serem recolhidos em favor de instituições de cunho social, determinadas em execução”. Foi definido que as penas de multa seriam “aplicadas distinta e integralmente”. Id. P. 76.

<sup>355</sup> Correspondente ao “lucro bruto auferido (...) no período de 10/05/2010 a 26/07/2011, com as ações”, sendo o valor “corrigido monetariamente a partir de 26/07/2011, até o efetivo pagamento”.

Por sua vez, no Acórdão datado de 17 de dezembro de 2019, no âmbito da Apelação Criminal nº 5067096-18.2012.4.04.7100/RS, a 7ª Turma do TRF da 4ª Região absolveu, por unanimidade: (i) ambos, em relação ao crime de *insider trading*; e (ii) o administrador, em relação ao crime de manipulação, nos seguintes termos:

No caso dos autos, não foi comprovada, a contento, a presença do elemento subjetivo do tipo, uma vez que não foi confirmada a relação de proximidade entre os réus, alijando a acusação de que teriam atuado em colusão na consecução das práticas que promoveram a alteração artificial do preço das ações de emissão de empresa de capital aberto.

Na sequência, a prova dos autos é igualmente insuficiente para demonstrar, com a certeza necessária ao juízo condenatório, que nas demais condutas empreendidas com o envolvimento do réu, como o desdobramento acionário e o expressivo aumento da visibilidade da empresa, na mídia, se deram com o fim de promover a manipulação do preço das ações da Companhia, notadamente em face de evidências que comprovam que o acusado efetivamente estava tomando iniciativas ligadas ao plano de reestruturação da pessoa jurídica (...)

Reforça a conclusão entestada, o fato de o réu ter sido absolvido da prática de manipulação de mercado pela Comissão de Valores Mobiliários.

Por fim, no TRF da 4ª Região, foi identificada a Apelação Criminal nº 5015871-75.2020.4.04.7100, julgada pela 7ª turma em 20 de outubro de 2020, em que se decidiu que:

Especificamente acerca do argumento de que a compra de ações em lotes mínimos, pelo réu, constitui conduta socialmente aceita no mercado [m]obiliário, o TRF4 assentou que isso seria irrelevante, dado o “elemento volitivo específico de impulsionar a manipulação do mercado”, demonstrado pelo contexto das comunicações com os clientes do réu.<sup>356</sup>

A partir da análise dos julgados acima, também foram identificados elementos que podem ser utilizados para a análise de operações que se relacionem, de uma forma ou de outra, com o uso de redes sociais. Corroborou-se o entendimento da CVM sobre tais plataformas serem consideradas como meio idôneo para viabilizar a manipulação<sup>357</sup>. Verificou-se que já foram considerados, pelo judiciário, como manobras fraudulentas: (i) uso de linguagem qualificada como otimista e/ou enganosa<sup>358</sup>; (ii) padrão de negociação incompatível com as

<sup>356</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro; IKEDA, Natalia Naomi, op. cit., p. 390.

<sup>357</sup> Ação Penal nº 0029174-94.2014.4.02.5101/RJ, julgada em 09 de fevereiro de 2021.

<sup>358</sup> (i) BRASIL. Tribunal Regional Federal da 2ª Região. Acórdão em Apelação Criminal nº 0022035-91.2014.4.02.5101. Rio de Janeiro, 4 de maio de 2020. (ii) BRASIL. Justiça Federal. Ação Penal nº 0029174-94.2014.4.02.5101/RJ, da 2ª Vara Criminal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 09 de fevereiro de 2021. (iii) BRASIL. Justiça Federal. Ação Penal nº 0042650-05.2014.4.02.5101, da 3ª Vara Criminal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 24 de setembro de 2019.

informações divulgadas em rede social<sup>359</sup>; e (iii) irregularidade na divulgação de informação relevante<sup>360</sup>.

Em linha com o assentado pela CVM, também foram considerados, na análise das decisões por condenações, os seguintes indícios: (i) vínculo com a companhia cujo ativo foi objeto de manipulação<sup>361</sup>; (ii) estabilização da cotação em patamares diferentes dos negociados pelos envolvidos, dentro de um curto período após a cessação de suas atuações<sup>362</sup>; (iii) padrões de negociações<sup>363</sup>; (iv) atuação concertada<sup>364</sup>; e (v) vínculos entre envolvidos<sup>365</sup>. Na seção 4.1.3, são abordados esses e outros aspectos relacionados.

#### 4. AS ARTICULAÇÕES ENTRE INVESTIDORES NA ERA DAS REDES SOCIAIS

Tendo em vista o constante surgimento de novas tecnologias e diferentes formas de comunicação em tempo real entre investidores via redes sociais<sup>366</sup>, aumenta-se a possibilidade de novos arranjos de movimentos simultâneos entre agentes, envolvendo ativos que são colocados em evidência nessas plataformas. O exemplo mais emblemático em que isso aconteceu até o momento consistiu no caso envolvendo a GameStop Corp., nos EUA, em que houve a realização de um “*short squeeze*”.

Isso desencadeou uma série de eventos com algumas similaridades, inclusive no Brasil. Aqui, teria se tentado replicá-lo, em formato diferente, com os ativos da companhia IRB-Brasil Resseguros S.A. e de outras. De forma geral, nessas ocasiões, a realização, por diversos investidores, de tais operações simultâneas se mostrou capaz de provocar volatilidade<sup>367</sup> nos

<sup>359</sup> (i) BRASIL. Justiça Federal. Ação Penal nº 0029174-94.2014.4.02.5101/RJ, da 2ª Vara Criminal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 09 de fevereiro de 2021. (ii) Ação Penal nº BRASIL. Justiça Federal. Ação Penal nº 0042650-05.2014.4.02.5101, da 3ª Vara Criminal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 24 de setembro de 2019.

<sup>360</sup> Id.

<sup>361</sup> Id.

<sup>362</sup> (i) BRASIL. Justiça Federal. Ação Penal nº 0029174-94.2014.4.02.5101/RJ, da 2ª Vara Criminal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 09 de fevereiro de 2021. (ii) BRASIL. Justiça Federal. Ação Penal nº 5067096-18.2012.4.04.7100/RS, da 7ª Vara Federal de Porto Alegre. Porto Alegre, 7 de novembro de 2016.

<sup>363</sup> (i) BRASIL. Tribunal Regional Federal da 4ª Região. Acórdão em Apelação Criminal nº 5015871-75.2020.4.04.7100, 20 de outubro de 2020.

<sup>364</sup> Id.

<sup>365</sup> Id.

<sup>366</sup> Aqui, cabe ressaltar o papel de destaque que os influenciadores digitais têm tido nesse ambiente virtual, conforme explorado na seção 2.3 deste trabalho.

<sup>367</sup> Conforme disponível em: <https://www.sec.gov/news/public-statement/joint-statement-ongoing-market-volatility-2021-01-27>; <https://www.sec.gov/news/public-statement/joint-statement-market-volatility-2021-01-29>. Acesso em: 30 mai. 2022.

respectivos mercados, “sinalizando que comunidades de investidores de varejo podem induzir movimentos relevantes nos preços de ações”<sup>368</sup>. Tal fenômeno é explorado nesta seção.

#### 4.1. *Short selling, short squeeze* e a sua nova modalidade

“No mercado de ações é possível especular com o movimento de queda nas cotações, operação conhecida como *short selling*”<sup>369</sup> <sup>370</sup>, o que, atualmente, por si só, não é proibido nos EUA<sup>371</sup> nem no Brasil. A tradução literal de *short selling* corresponde à expressão “venda a descoberto”, que significa a venda de um ativo que havia sido anteriormente emprestado<sup>372</sup> de um terceiro com a intenção de ser recomprado em uma data posterior, no futuro, para que possa ser devolvido a este terceiro que o emprestou<sup>373</sup>. Conforme Otavio Yazbek<sup>374</sup>, nos casos de vendas a descoberto:

Quando do vencimento do contrato de empréstimo, o *short seller* adquire, em mercado, novas ações para devolver ao prestador. Se, de fato, as suas expectativas se confirmam, as ações serão adquiridas por um preço mais baixo. A diferença entre o preço pelo qual se vendeu e o preço de aquisição (mais o custo do empréstimo) será o resultado do vendedor.

Assim, o objetivo da prática de *short selling*<sup>375</sup> consiste em lucrar com o possível declínio do preço de um ativo durante o período entre a sua data de venda e a data de compra,

<sup>368</sup> COSTA, Isac. “Game over” ou “New Game”: o caso GameStop e a metamorfose da manipulação de preços. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, v. 13, 2021. P. 121-122.

<sup>369</sup> HARRIS, Larry. Trading and Exchanges. **Market Microstructure for Practitioners**. Oxford: Oxford University Press, 2003, p. 45. Apud. COSTA, Isac., op. cit., p. 114.

<sup>370</sup> COSTA, Isac., op. cit., p. 114.

<sup>371</sup> “Once again short selling even in large volumes, is not in and of itself unlawful and therefore cannot be regarded as evidence of market manipulation. That short selling may depress share prices, which in turn may enable traders to acquire more shares for less cash (or in this case, for less debt), is not evidence of unlawful market manipulation, for they simply are natural consequences of a lawful and carefully regulated trading practice”. Caso: *GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt*, 272 F.3d 189, 209 (3d Cir. 2001). Apud. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS CVM nº RJ2016/2348. Relatório. Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez. J. 26/11/2019. P. 5.

<sup>372</sup> “As ações tomadas em empréstimo para posterior utilização pelo tomador e, a menos que ocorra uma coincidência, não são os mesmos títulos que serão devolvidos – daí porque elas são inequivocamente coisas fungíveis. E o empréstimo de coisas fungíveis é caracterizado, pelo art. 586 do Código Civil, como mútuo.” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliário. Processo Administrativo CVM nº SP2011/0304. Relator: Otavio Yazbek. Rio de Janeiro, 16 fev. 2012.

<sup>373</sup> MOOSA, Imad A. **Good Regulation, Bad Regulation: The Anatomy of Financial Regulation**. Londres: Palgrave Macmillan, 2015. P. 141.

<sup>374</sup> YAZBEK, Otavio, op. cit.

<sup>375</sup> MOOSA, Imad A., op. cit., p. 141.

sendo que a operação envolve o pagamento referente ao empréstimo do ativo<sup>376</sup> e das respectivas taxas, conforme o caso. Não obstante, ressalta-se que:

a venda a descoberto é uma operação de risco. Se, ao invés de cair, o preço da ação subir, o vendedor amargará as perdas decorrentes de ter vendido mais barato algo que, posteriormente, deverá comprar mais caro. Aliás, o risco de perda é ilimitado nessas operações – quanto maior o aumento do preço, maior a perda suportada.<sup>377</sup>

No que diz respeito a questões práticas relativas a essa operação, destaca-se que: (i) são transferidos, ao tomador, os direitos de voto sobre as ações durante o período do empréstimo; (ii) quem empresta a ação pode solicitar a sua devolução antes do prazo originalmente acordado<sup>378379</sup>; e (iii) tanto nos EUA quanto no Brasil, a liquidação de uma operação com ação no mercado à vista é diferida, ou seja, não se dá de imediato, sendo efetivada apenas após alguns dias<sup>380</sup>. Isso porque, “o prazo para a entrega das ações e o pagamento do preço é de 2 dias (D+2)”<sup>381</sup>.

Ainda, assinala-se que há também o chamado *naked short selling*<sup>382</sup>, o qual consiste também na venda a descoberto de um ativo, todavia, sem que antes ele tenha sido emprestado. Em outras palavras, “isto é, vender a ação sem a possuir, com o compromisso de entregá-la no futuro, de modo que terá de posteriormente adquiri-la”<sup>383</sup>. Nesse caso, “as bolsas costumam exigir que seja feito um empréstimo dentro de certo período, até mesmo com a sua contratação compulsória”<sup>384</sup>. Em virtude dos maiores (potenciais) riscos inerentes a essa última modalidade<sup>385</sup>, ela tende a não ser permitida em diversos mercados<sup>386</sup>.

<sup>376</sup> Id.

<sup>377</sup> YAZBEK, Otavio. Op. cit.

<sup>378</sup> “The lender has the right to recall the loaned stock from the borrower for any reason, including the desire to exercise voting rights (...) The short seller is subject to recall risk because the borrowed stocks may be recalled by the lender at any time.” Ibid. P. 141-142.

<sup>379</sup> Para detalhes sobre a dinâmica de solicitação de devolução em prazo inferior ao originalmente acordado no Brasil, ver: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/emprestimo-de-ativos/renda-variavel/perguntas-frequentes/](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/emprestimo-de-ativos/renda-variavel/perguntas-frequentes/). Acesso em: 13 dez. 2022.

<sup>380</sup> YAZBEK, Otavio. Op. cit.

<sup>381</sup> Id.

<sup>382</sup> “Short selling as described earlier is covered in the sense that it requires the borrowing of the underlying stock. Naked short selling, on the other hand, occurs when a transaction is executed without borrowing (or without first arranging to borrow) the underlying stock within a set time, typically three days. The seller may decide not to borrow the stock because lenders are not available or because of the high cost of borrowing. This means that the buyer of such a short (knowingly or otherwise) buys the short-seller’s promise to deliver a stock, rather than buying the stock itself. When the seller does not obtain the stock within the required time frame, the result is known as a ‘failure to deliver’ or ‘fail to deliver’.” Ibid. P. 144.

<sup>383</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro, 2017. P. 116.

<sup>384</sup> COSTA, Isac. Op. cit. P. 114.

<sup>385</sup> MOOSA, Imad A. Op. cit. P. 144, 165.

<sup>386</sup> “Some observers and regulators seem to tolerate covered short selling but not naked short selling on the grounds that the latter is more harmful—for example, the SEC banned what it called ‘abusive naked short selling’ in 2008.” Id.

Sobre o assunto, cabe registrar que, historicamente, a regulação relativa à venda a descoberto no mundo é tão antiga quanto a sua prática<sup>387</sup>, cujo início data do começo do século XVII<sup>388</sup>. Muito se discute sobre ela poder vir a ser utilizada como instrumento para a manipulação<sup>389</sup>. Nos EUA, houve diversas mudanças na sua regulação ao longo dos anos, sobretudo em decorrência das crises econômicas<sup>390</sup>. Para fins de exemplificação, a de 2008 incentivou uma maior tendência da regulação dessa prática, incluindo até a sua proibição: até meados de setembro do referido ano, dentre os 49 países em que ela era permitida, 27 teriam anunciado medidas para impor mais restrições ao seu uso, incluindo os EUA<sup>391</sup>. Durante a pandemia da Covid-19, Áustria, Grécia, França, Itália, Espanha e Bélgica foram alguns dos países que introduziram medidas de proibição temporária de tal prática<sup>392</sup>. De todo modo, de forma geral, entende-se que a prática de venda a descoberto representa um mecanismo para a formação de preços<sup>393</sup>.

Há, ainda, quem argumente que o *short selling* também poderia ser usado para exercer uma forma de ativismo, que tem sido chamada de “*negative activism*”<sup>394</sup> em inglês, cuja

---

<sup>387</sup> “*The regulation of short selling is an issue that is as old as the practice itself.*” MOOSA, Imad A. Op. cit. P. 142.

<sup>388</sup> “*It is arguable that short selling was invented in 1609 by a Dutch merchant, Isaac Le Maire, a major shareholder of the Dutch East India Company (...). In the spring of that year, Le Maire organised a group of well-connected Dutch businessmen to short the company’s shares, believing that prices would fall following the incorporation of a rival French company. In the following year the stock suffered a double-digit drop in price, which prompted the directors of the East India Company (upon learning of the shorting scheme) to file a complaint. Although the Amsterdam Bourse cited poor business conditions as the reason for the mishap, short selling was outlawed. The stock price rebounded once it became clear that the rival French company would not be established - as a result Le Maire was ruined financially. Ever since the days of Le Maire, the regulation of short selling has been a recurring hot topic.*” Ibid. P. 145.

<sup>389</sup> Ibid. P. 157.

<sup>390</sup> “*In the modern era, the stance towards short selling followed the waves of regulation and deregulation. (...) Following the failure of Lehman Brothers in September 2008, amidst speculation that naked short selling had played a major role, the practice was seen as a contributing factor to (even the prime cause of) undesirable market volatility. As a result, more stringent requirements were put in place—the rules were made permanent in 2009 (...) On 27 July 2009, the SEC announced several actions that would protect market participants from ‘abusive short sales’ and make more short sale information available to the public (...) Therefore Rule 204 was implemented, requiring broker-dealers to purchase or borrow securities promptly to deliver on a short sale. Furthermore, the SEC started working together with several organisations to make short sale volume and transaction data available as public information.*” Ibid. P. 146-147.

<sup>391</sup> “*The global financial crisis encouraged the tendency to regulate (even ban) short selling worldwide (...) The ban varied from one country to another with respect to its coverage (for example, covered versus naked short selling and whether the ban is applied across the board or to certain stocks/sectors).*” Ibid. P. 147-148.

<sup>392</sup> LANGENBUCHER, Katja; PELIZZON, Loriana. Short Selling: On Ethics, Politics, and Culture. **Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft**. vol. 33, no. 5, 2021. P. 310.

<sup>393</sup> “*Recital (5) of the Short Sale Regulation neatly sums up the European legislator’s attitude towards short selling*” Ibid. P. 302. Tal trecho referenciado dispõe que: “*Embora em determinadas situações possam ter efeitos negativos, em condições normais de mercado as vendas a descoberto desempenham um importante papel de garantes do funcionamento adequado dos mercados financeiros, designadamente no contexto da liquidez do mercado e da eficiente formação dos preços.*” Trecho do Regulamento (UE) nº 236/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de março de 2012 relativo às vendas a descoberto e a certos aspectos dos *swaps* de risco de descumprimento, disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A02012R0236-20220131>. Acesso em: 13 dez. 2022.

<sup>394</sup> Ou “*short selling activism*”.

tradução literal corresponde a “ativismo negativo”. O ativismo negativo seria caracterizado pela realização de estratégias que teriam o potencial de reduzir o valor das ações, por meio da definição de posições de venda a descoberto<sup>395</sup>, por isso, o uso do adjetivo “negativo”. Segundo Barbara Bliss, Peter Molk e Frank Partnoy, ele pode ser classificado em três espécies: (i) ativismo negativo informacional<sup>396</sup>; (ii) ativismo negativo operacional<sup>397</sup>; e (iii) ativismo negativo não-intencional<sup>398</sup>.

Não há, atualmente, consenso no Brasil nem nos EUA sobre esse chamado ativismo negativo, havendo diversos autores defendendo a necessidade de definição de limites para regulá-lo<sup>399</sup>. Ele se contrapõe ao chamado “*positive activism*”<sup>400</sup> em inglês, cuja tradução literal corresponde a “ativismo positivo”. Tal ativismo consistiria em buscar realizar estratégias que teriam o potencial de gerar valor para os acionistas e aumentar o valor das ações<sup>401</sup>, por isso, o uso do adjetivo “positivo”. Buscar reformular as companhias e alterar a composição das suas administrações seriam alguns dos exemplos da aplicação desse tipo de ativismo.

Na linha da espécie de ativismo negativo informacional, em que, em tese, o objetivo dos investidores consistiria em descobrir eventuais informações falsas sobre as companhias e reportá-las ao público em geral, há um argumento favorável ao seu uso relacionado à alegação de que a prática de venda a descoberto funcionaria como uma espécie de mecanismo de governança externa<sup>402</sup>. Isso porque, já houve casos em que *short sellers*<sup>403</sup> teriam identificado irregularidades de diversas naturezas, sobretudo contábeis, as quais os teriam motivado a

---

<sup>395</sup> BLISS, Barbara A.; MOLK, Peter; PARTNOY, Frank. Negative Activism. **Washington University Law Review**. Washington, v. 97, n. 5, 2020. P. 1.333, 1.344. Disponível em: <https://journals.library.wustl.edu/lawreview/article/id/2809/>. Acesso em: 29 out. 2022.

<sup>396</sup> “*informational negative activism behavior that seeks to uncover and then communicate the truth about companies whose shares the activists believe are overvalued.*” Ibid., p. 1.345.

<sup>397</sup> “*operational negative activism seeks to change the operations of a company, by dismantling or disabling sources of earnings or cash flow (...) Unlike informational negative activism, operational negative activism typically is focused on the future, rather than the past, except to the extent past facts are helpful in assisting the activist campaign to harm the company’s future prospects.*” Id.

<sup>398</sup> “*unintentional negative activism involves attempts at positive activism that instead are associated with a reduction in share value.*” Id.

<sup>399</sup> Ver: Ibid. P. 1.333-1.395. COFFEE, John C.; MITTS, Joshua. Short Selling and the New Market Manipulation. **Columbia Law School’s Blog on Corporations and the Capital Markets**: New York, 2019. Disponível em: <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/03/18/short-selling-and-the-new-market-manipulation/>. Acesso em: 12 dez. 2022.

<sup>400</sup> BLISS, Barbara A.; MOLK, Peter; PARTNOY, Frank. Op. cit. P. 1.342.

<sup>401</sup> “*Positive activists often seek to change company management, encourage or discourage a potential merger or acquisition, change executive compensation practices, reform corporate governance, and reveal private company-specific information to the public. Each of these strategies is designed to add value for shareholders and increase share prices.*” Ibid., p. 1.342-1.343.

<sup>402</sup> “*The external governance mechanism argument is supported by the observation that it was short sellers who uncovered earnings manipulation and other accounting irregularities at firms such as Enron, Lehman Brothers and WorldCom, long before they were uncovered by the appropriate regulatory bodies.*” Ibid. P. 150.

<sup>403</sup> Termo, em inglês, usado para se referir às pessoas e/ou entidades que realizam as vendas a descoberto.

assumirem tais posições, antes mesmo da identificação do cometimento de tais ilícitos pelas autoridades competentes<sup>404</sup>.

Assim, nessa espécie de ativismo negativo, os *short sellers* definem posições de venda a descoberto considerando que, a partir da divulgação da descoberta de eventuais ilícitos, os preços das ações emitidas pela respectiva companhia irão reduzir. A quantidade de indícios de eventuais ilícitos que conseguem reunir, assim como a definição do momento e a forma como optam por revelar eventual informação são aspectos essenciais para o sucesso de sua estratégia. Isso porque, para tanto, não basta a divulgação da informação, é preciso que ela seja crível pelos demais para que possa gerar impactos nos preços do ativo.

Por mais que possam vir a estar bem-intencionados e possam realizar análises e investigações sérias e responsáveis, tais ativistas negativos não possuem a titularidade original para a emissão de informações consideradas relevantes sobre as companhias, cuja titularidade é própria, e não possuem o poder de polícia detido pelo regulador. Dessa forma, até que as instituições públicas avaliem a veracidade das informações eventualmente divulgadas pelos agentes privados, a narrativa divulgada por eles é posta em xeque. Gera-se, portanto, uma crise de confiança: qual narrativa é verdadeira? A do *short seller* ou a da companhia?

Os atuais panoramas nos EUA e no Brasil sobre o ativismo negativo, apesar de relativamente embrionários, parecem dar alguns indícios de que esse assunto poderá vir a ser regulado de forma mais objetiva. Como, ainda que pertinentes, tais questões não se tratam objetivamente do escopo do presente trabalho, aproveita-se para se fazer uma reflexão sobre qual seria o desenho regulatório apropriado para lidar com elas, abrindo-se espaço para futuros estudos sobre o assunto.

Nesse contexto, faz-se importante assinalar que mercados com altos índices de venda a descoberto tendem a estar mais sujeitos à ocorrência de manipulações classificadas como as envolvendo eventual controle de mercado. Registra-se que, apesar de os mercados futuros serem considerados mais suscetíveis a manipulações desse tipo<sup>405</sup>, a sua ocorrência também é identificada em mercados de ações. As espécies mais conhecidas são chamadas em inglês de

---

<sup>404</sup> “For example, the traditional watchdogs failed to protect investors in Enron, as an exhaustive staff report of the Senate governmental affairs committee found. The report states that, “despite the magnitude of Enron’s implosion and the apparent pervasiveness of its fraudulent conduct, virtually no one in the multilayered system of controls devised to protect the public detected Enron’s problems, or if they did, they did nothing to correct them or alert investors” (Avgouleas, 2010). Short sellers sensed trouble at Enron and began to short sell its stocks one year before the company’s demise.” Ibid. P. 151.

<sup>405</sup> “market power manipulations are much more frequent in futures markets (particularly commodity futures markets) than securities markets, but instances of market control manipulation may also be observed in securities markets.” AVGOULEAS, Emílios. **The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A Legal and Economic Analysis**. Oxford: Oxford University Press, 2005. P. 149.

“corner”<sup>406407</sup> e “squeeze”<sup>408</sup>, cada uma com dinâmicas próprias, distintas. Tendo em vista o escopo do presente trabalho, que se concentra na análise das operações realizadas por investidores em redes sociais no início de 2021, o foco desta pesquisa se restringe à modalidade “squeeze”.

Para fins deste trabalho, considera-se que o “*short squeeze ocorre quando a parte que tomou ações emprestadas para vender a descoberto, e precisa devolvê-las, tem a dificuldade em as comprar no mercado, vendo-se obrigada a pagar preços elevados para cumprir sua obrigação contratual*”<sup>409</sup>. Tal cenário pode vir a ocorrer, portanto, em decorrência de um alinhamento de condições muito específicas<sup>410</sup>.

Nos casos objetos de análise deste trabalho, o referido aumento nos preços teria sido decorrente da elevação da demanda por determinado ativo. Tendo em vista a necessidade de sua compra, pelos *short sellers*, dentro do prazo contratual originalmente pactuado, sob pena de inadimplemento no caso de insucesso, esse impacto direto nos valores, pelo aumento da demanda, tende a gerar incentivos diretos à efetivação da compra de tal ativo pelos *short sellers*, antes que o seu preço aumente ainda mais, a fim de buscar mitigar eventuais perdas. Isso, por sua vez, contribui para que haja um movimento cascata no incremento dos preços.

Muito em virtude dessa dinâmica, segundo Isac Costa, o “*short squeeze*” poderia ser traduzido para o português “*literalmente no sentido de ‘espremer’*”<sup>411</sup>. Nesse contexto, cabe registrar que, conforme mencionado na seção 3.1 deste trabalho, a IOSCO considera que o *squeeze* pode ser uma estratégia de manipulação<sup>412</sup>. Nessa linha, a BSM endossou a definição

---

<sup>406</sup> “US courts have defined corners as: An executed plan of manipulation of prices of a given commodity whereby a trader or a group of traders gains control of the supply of the future demand of a commodity and requires the shorts to settle their obligations either by the purchase of deliverable quantities of the supply or offsetting long contracts at an arbitrary abnormal and dictated price imposed by the corner.” Ibid. P. 150-152.

<sup>407</sup> “A prática de corner consiste em uma parte ter o direito de exigir a entrega de determinado ativo cuja oferta é por ele controlada.” MOTA, Fernando de Andrade. Op. cit. P. 78.

<sup>408</sup> “Although these two terms are often used interchangeably, ‘corners’ and ‘squeezes’ present differing aspects. First, ‘squeezes’ do not usually involve acquisitions of the underlying commodity or financial instruments concerned; secondly, for some commentators, the price effect of ‘squeezes’ is more short-lived and less severe than that of a ‘corner’.” AVGOULEAS, Emílios. Op. cit. P. 150.

<sup>409</sup> MOTA, Fernando de Andrade. Op. cit. P.87.

<sup>410</sup> Sobre as diferentes situações que podem ensejar um *short squeeze*, ver: VEIGA, Alexandre Brandão da. Op. cit.

<sup>411</sup> COSTA, Isac. Op. cit. P. 116.

<sup>412</sup> “In addition to disseminating false or misleading market information, a participant could potentially manipulate the price of a derivative contract or the underlying asset without controlling the available supply by exacerbating market congestion caused by a naturally occurring shortage of the asset. In such a ‘squeeze’, the manipulator has the ability to influence prices by increasing his/her long position in the derivatives market. As the shorts enter the delivery period and realize that they do not hold sufficient supplies of the asset to satisfy the demands of the longs who stand for delivery, the shorts will bid up the price of the derivative contract and/or the asset to the point where it becomes economically viable to divert supplies from normal commercial channels to delivery points. In an effective squeeze, shorts will have to offset at least part of their position in the derivatives market at artificially high prices dictated by the longs.” IOSCO, 2020. P. 17.

adotada pela IOSCO, ao considerar que o “squeezing” consistiria no “ato de aproveitar-se da iliquidez de um valor mobiliário por meio do controle da demanda e da exploração do congestionamento do mercado durante períodos de escassez, a fim de criar preços artificiais”<sup>413</sup>, sendo considerado uma “prática abusiva”<sup>414</sup>.

Nesse cenário em que se considera o *short squeeze* como manipulação, “o manipulador, ciente da elevada demanda e baixa oferta de um determinado ativo (...), adquire mais (...), forçando o preço para cima pela diminuição ainda maior da oferta do ativo e obrigando os vendedores a descoberto a pagarem o preço mais alto estabelecido”<sup>415</sup>. Portanto, a questão central para a sua classificação como uma prática manipulativa decorre da integridade da demanda por determinado ativo, caso não seja efetivamente genuína, é possível que se atribua caráter manipulativo a esse movimento<sup>416</sup>.

Há quem defenda que o *short squeeze* poderia se enquadrar em uma espécie de manipulação “baseada em transações (traded-based), na qual a manipulação ocorre no próprio mercado, apenas através da compra e venda de valores mobiliários, sem que sejam realizadas ações exteriores ou difundidas informações falsas sobre a companhia”<sup>417</sup>, podendo se enquadrar também em uma espécie de “abuso de poder de mercado”<sup>418</sup>. Nesta situação, o suposto “manipulador assegura uma posição de controle sobre a oferta de um ativo ou derivativo e, então, vale-se dessa posição para explorar os investidores que têm necessidade do ativo para fechar suas posições descobertas”<sup>419</sup>, podendo realizar “compras e vendas

<sup>413</sup> Conforme Roteiro Básico do Programa de Qualificação Operacional da B3, disponível em: [https://www.b3.com.br/data/files/AA/E2/A1/7B/464135103A135D25790D8AA8/Roteiro\\_PQO.pdf](https://www.b3.com.br/data/files/AA/E2/A1/7B/464135103A135D25790D8AA8/Roteiro_PQO.pdf). Acesso em: 14 dez. 2022. Tal definição segue a redação usada pela IOSCO, conforme explorado na seção 3.1 deste trabalho.

<sup>414</sup> Id. Conforme redação do Art. 126.

<sup>415</sup> “a Corte de Apelações do Oitavo Circuito definiu que ‘squeeze é uma situação menos extrema que corner’. Neste caso, pode não haver um verdadeiro monopólio da mercadoria à vista, mas por alguma razão a oferta de entrega da mercadoria está reduzida em determinado período, enquanto o interesse sobre a mercadoria no mercado futuro está substancialmente elevado em relação à oferta. O preço dos futuros pode ser manipulado por um squeeze intencional, em que o manipulador adquire contratos em excesso, detendo parcela substancial destes, forçando os vendedores a descoberto a pagar os preços ditados de forma artificial; a maioria dos vendedores a descoberto não poderá satisfazer os contratos de entrega futura de mercadoria e o preço subirá mais ainda. Cf. *Cargill, Incorporated v. Hardin*, 452 F.2d 1154, 1162 (8th Cir. 1971).” CAVALI, Marcelo Costenaro, 2018. P. 145.

<sup>416</sup> “in *Minpeco, S.A. v. Conticommodity Services, Inc., defendants’ conspiracy to drive up the price of silver futures to inflict losses on short sellers constituted illegal manipulation because the price increases ‘would not represent genuine demand; that is, it would not reflect increased desire of buyers for the product-to the contrary, it would result from the alleged... manipulation of the market.’* 552 F. Supp. 332, 335 (S.D.N.Y. 1982).” Disponível em: <https://analytics.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2022/04/Amicus-Curiae-in-Support-of-Claims-that-Engineered-Short-Squeezes-are-a-Form-of-Market-Manipulation.pdf>. Acesso em: 13 mar. 2023.

<sup>417</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro, 2018. P. 144.

<sup>418</sup> PUTNINŠ, Tālis J. Market manipulation: a survey. **Journal of economic surveys**. Oxford: Blackwell, v. 26, i. 5, dec. 2012. p. 957. Apud CAVALI, Marcelo Costenaro, 2018. P. 144.

<sup>419</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro, 2018. P. 145.

*sistemáticas da mesma ação (...) mediante atuação conjunta previamente concertada (pool)*”<sup>420</sup>.

Sobre essa questão, destaca-se que: “*a posse de uma quantidade relevante de ações resulta em grande poder de mercado e, com isso, grande influência sobre o preço*”<sup>421</sup>. Assim, “*O reconhecimento do abuso do poder de mercado como uma das técnicas de manipulação é interessante e pode gerar alguma controvérsia, pois a conduta se coloca numa zona de intersecção entre o direito do mercado de capitais e o direito antitruste*”<sup>422</sup>.

No final do século XX, a extinta autoridade inglesa FSA<sup>423</sup> teria sugerido, em um documento de consulta, uma distinção entre *squeezes* considerados naturais e os manipuladores, a qual consiste, essencialmente, em verificar se o investidor teria usado ou não a sua posição de controle no mercado à vista e no de derivativos de forma conjunta para ditar arbitrariamente os preços no mercado. A lógica subjacente para a proibição dessa atividade seria o fato de que tal investidor, nessa situação, não estaria sujeito às forças do mercado, exercendo sua posição de controle e sendo capaz de garantir que suas apostas de valores sempre se realizassem. Nesse cenário, o exercício do poder de mercado por si só, por meio da realização de um *short squeeze* não configuraria, portanto, uma ilicitude, sendo necessários esses outros requisitos. Ressalva-se apenas que tal interpretação tem sua origem em outro contexto, em outro ordenamento jurídico, podendo, portanto, servir de compreensão para a análise de fenômenos no Brasil, mas devendo haver sempre uma necessária cautela e devida contextualização em relação a eventuais empréstimos interpretativos e conceituais.

Tendo se analisado o *short squeeze* na sua forma tradicional, o atual cenário apresenta alguns novos contornos para a dinâmica desse movimento. O presente trabalho defende que se pode dizer que surgiu, recentemente, uma nova modalidade de *short squeeze*. A esta, atribui-se tal característica, muito em função da sua dinâmica, tão própria, que se apoia nos efeitos que as plataformas de interação social geram para que possa se manifestar. Tal caráter lhe confere particularidades diferentes das formas mais tradicionais de *short squeeze*, em que um ou mais

---

<sup>420</sup> Ibid. P. 147.

<sup>421</sup> COSTA, Isac, op. cit., p. 115.

<sup>422</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro, 2018. P. 145.

<sup>423</sup> “*The FSA’s Consultation Paper on a Code of Market Conduct argued that the distinction between natural squeezes and manipulative ones should be whether or not the trader used his controlling position on the cash market and his ‘exchange positions together to dictate arbitrarily the prices on the market’.* The underlying rationale for the prohibition of such activity is that the trader was not subject to the forces of the market, because by exercising the power of a controlling position ‘he is able to ensure that he always wins his bets’. This was also the dividing line between ‘natural’ and ‘abusive’ squeezes adopted by the FSA’s COMAC in its original form. Therefore, it is more the combination of covert activity in the accumulation of controlling positions and exercise of market control to dictate prices, that makes ‘corners’ and ‘squeezes’ detrimental to market welfare and not the simple exercise of market power.” AVGOULEAS, Emílios, op. cit., p. 153.

agentes específicos buscam se beneficiar do seu próprio poder de mercado elevado decorrente da sua participação direta e/ou indireta em determinado ativo para possibilitar a realização de tal movimento.

No caso do “novo *short squeeze*”, um dos seus principais diferenciais consiste no caráter subjetivo. Isso porque, é possível que eventuais operações que possam ensejá-lo possam ser realizadas por investidores, que, sozinhos, não possuem participações relevantes, mas que, em conjunto, são capazes de gerar efeitos similares. Ou seja, o cenário de dificuldade de compra de ativos objetos de vendas a descoberto por *short sellers* nessa nova modalidade é viabilizado por pessoas que, geralmente, não detêm poder de mercado suficiente para, sozinhas, direcionar movimentos.

Nesse sentido, faz-se essencial analisar o papel de quem influencia tais pessoas nessa nova modalidade. Conseguir viabilizar o convencimento simultâneo de uma grande coletividade sobre determinado ativo requer relevância e atualidade do tema na vida de muitos indivíduos, assim como coordenação de quem eventualmente inicia e desenvolve o processo, caso eventual movimento de *squeeze* não seja decorrente de um incremento na demanda de forma espontânea e genuína.

Outra característica inerente a essa nova modalidade de *short squeeze* diz respeito aos motivos pelos quais tais investidores realizam operações que podem vir a desencadeá-lo. Conforme movimentos ocorridos nos EUA e no Brasil analisados nas seções seguintes deste trabalho, tais razões não necessariamente podem se limitar a questões de cunho econômico apenas, podendo abarcar também questões de outras naturezas.

O que ficou evidente, a partir das recentes tentativas de *short squeezes* – exploradas nas seções seguintes –, é que, atualmente, os investidores não só utilizam as redes sociais como meio para a pesquisa de investimentos *online*, como também para coordenar estratégias que possam resultar em comportamentos semelhantes de compra ou venda de ativos que estejam em evidência<sup>424</sup>, também conhecidos como “*meme stocks*” ou “ações memes”, na tradução

---

<sup>424</sup> “As shown in the *Gamestop* case, investors do not only do online research through social media but can also use social media and forums to coordinate strategies in buying meme stocks, which may lead to high volatility and even threaten financial stability” ESMA. **Final Report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection**. 2022. P. 34. Disponível em: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1227\\_final\\_report\\_on\\_technical\\_advice\\_on\\_ec\\_retail\\_investments\\_strategy.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1227_final_report_on_technical_advice_on_ec_retail_investments_strategy.pdf). Acesso em: 13 dez. 2022.

literal<sup>425</sup>. Pode-se dizer que o uso do termo “meme”<sup>426427</sup> remete à expressão cultural de uma ideia que se dissemina entre as pessoas e que tais ativos são chamados assim por terem alcançado uma certa popularidade nas redes sociais<sup>428</sup>, especialmente entre o público mais jovem<sup>429</sup>. Há literatura especializada sobre o assunto<sup>430</sup>, indicando que tais ações estão sujeitas a sofrer alta volatilidade.

Durante o início do ano de 2021, verificou-se que houve volatilidade em ações memes em algumas jurisdições, em decorrência de atividades nas redes sociais, como nos EUA, Irlanda, Reino Unido, Quebec e Ontario<sup>431</sup>. Ressalta-se, por outro lado, que, conforme pesquisa realizada pela IOSCO<sup>432</sup> sobre a realização de comportamentos coletivos por investidores de varejo com a finalidade de impactar os preços do MVM, verificou-se que tal fenômeno não foi observado na maioria das jurisdições e os reguladores não identificaram evidências ou correlações claras entre um aumento ou decréscimo no volume de operações dos investidores de varejo e a volatilidade no mercado, com exceção de alguns mercados, como os mencionados acima.

---

<sup>425</sup> “investors do not only do online research through social media, but can also use social media and forums in ways that result in similar concentrated buying or selling behaviour in one or more meme stocks, which may contribute to excessive volatility in those stocks and potentially raise investor protection concerns.” IOSCO, 2022b. P. 11.

<sup>426</sup> “Ao que tudo indica, a palavra ‘meme’ foi usada pela primeira vez, no sentido atual, pelo cientista britânico Richard Dawkins em seu livro *O gene egoísta*, de 1976. O conceito procurava explicar a propagação e transformação de ideias entre seres humanos. Assim como os genes, nas células, carregam consigo as informações responsáveis por definir o que é um ser humano, os memes são entendidos como essas unidades de informação na área cultural – para jogar com as palavras, o meme seria parte do DNA da cultura.” MARTINO, Luís Mauro Sá., op. cit., p. 177.

<sup>427</sup> “Embora sejam muitas vezes usados como sinônimos, há algumas diferenças significativas entre memes e virais. Nos dois casos, trata-se de elementos que podem se espalhar nos ambientes virtuais. A lógica da difusão é semelhante: um vídeo, texto ou imagem é reproduzido milhões de vezes, podendo se espalhar para locais e contextos muito diferentes do original. Há uma diferença, no entanto: enquanto os virais tendem a ser reproduzidos milhares de vezes em sua forma original, os memes geralmente são modificados de inúmeros formas no processo de replicação.” Ibid., p. 179.

<sup>428</sup> “Social media platforms often generate the hype behind meme stocks.” FISCH, Jill E., op. cit., p. 1807.

<sup>429</sup> “a stock, popular with millennial-aged retail traders, that trades more on hype than its underlying fundamentals.” NIEL, Thomas. **9 Meme Stocks that Social Media Won’t Shut Up About**. NASDAQ, 2021. Disponível em: <https://www.nasdaq.com/articles/9-meme-stocks-that-social-media-wont-shut-up-about-2021-02-12>. Acesso em: 13 dez. 2022.

<sup>430</sup> “Meme stocks are often highly volatile.” FISCH, Jill E., op. cit., p. 1807.

<sup>431</sup> IOSCO, 2022c. P. 13.

<sup>432</sup> “The RMCTF posed a specific question in its survey on whether IOSCO members had observed retail investors behaving collectively to impact market pricing, and in certain cases, to manipulate the market. The response to this question indicated that the large majority of jurisdictions have not observed any such collective behavior. According to the survey responses, a great majority of IOSCO members did not observe any clear evidence or correlation between the increased/decreased volume of retail trading and market volatility, with the exception of a few markets.” Ibid. P. 14.

Tal estudo<sup>433</sup> também concluiu que, segundo a maioria dos reguladores, mesmo que a volatilidade tenha se mantido alta desde o início da pandemia de Covid-19, as operações realizadas por investidores de varejo não distorcem o mercado, tendo em vista que esse aumento nela teria ocorrido em virtude de outros diversos fatores. A fim de endereçá-los, os reguladores anunciaram diversas medidas, inclusive relacionadas à atividade de *short selling*<sup>434</sup>. Algo que ficou evidente em ambos os casos dos EUA e do Brasil – os quais são explorados nas seções seguintes – foi a capacidade de investidores se aproveitarem dos efeitos que as redes sociais proporcionam, direcionando movimentos coordenados. Em ambos, foram articuladas, nessas plataformas, operações com ativos de companhias cujas ações foram objeto de venda a descoberto por outros investidores.

De todo modo, tentativas de se executar essa nova modalidade de *short squeeze* podem vir a contribuir para um incremento na volatilidade, sobretudo em relação a essas ações memes, e podem, potencialmente, vir a gerar impactos na estabilidade financeira<sup>435</sup> - dependendo dos percentuais permitidos de vendas a descoberto -, assim como preocupações relacionadas à proteção de investidores<sup>436</sup>. Ressalta-se que a geração de potenciais efeitos não estaria exclusivamente vinculada à atuação de investidores pessoas naturais. Também é possível que pessoas jurídicas provoquem movimentos semelhantes, inclusive por meio dos mesmos instrumentos ou análogos. Ou seja, conteúdos que tenham o potencial de gerar tais efeitos podem ser publicados, por quaisquer desses agentes, em redes sociais, assim como em páginas da *web*, as quais, dependendo do caso, podem ser controladas pelos próprios coordenadores de eventuais movimentos.

Fato é que o uso das redes sociais como meio para incentivar tais movimentos pode ser feito por qualquer um, sob qualquer justificativa. A questão é que alguns terão maior chance de sucesso de efetivamente provocarem tais movimentos, dependendo das métricas de engajamento e de alcance que possuem em cada rede social. Em síntese, pode-se dizer que, nesse quadro, haveria uma plataformação do *short squeeze*, ou seja, o surgimento de uma modalidade própria, derivada do uso das redes sociais. Segundo Marcus Galileu Lorena Dutra,

---

<sup>433</sup> “While various members have reported market volatility remaining at elevated levels since the outbreak of the COVID-19 pandemic, they do not think retail trading distorts the market. Rather, survey responses reported that market volatility is affected by other external factors, such as the macroeconomic environment, market performance, investor sentiment, fund flows, overseas monetary policies, imposition of VAT, oil/commodity prices, as well as overall liquidity conditions, among other factors.” Id.

<sup>434</sup> “IOSCO members have put in place various measures to address volatility, such as circuit breakers, ceiling and floor prices, short selling measures, higher margin requirements, to mitigate the impact of extremely volatility on stock markets”. Id.

<sup>435</sup> FEDERAL RESERVE, op. cit., p. 34.

<sup>436</sup> IOSCO, 2022c. P. 11.

Viviane Muller Prado e Lie Uema do Carmo, esse “*fenômeno desafia os reguladores ante certos movimentos no mercado, com mudanças em preços, liquidez e volume negociados fomentadas via redes sociais.*”<sup>437</sup>.

#### 4.1.1. Casos nos Estados Unidos da América

No início de 2021, foram identificados eventos de articulações entre investidores em redes sociais nos Estados Unidos, nos casos da GameStop Corp. e de outras companhias, o que ensejou, inclusive, a emissão de ordens de suspensão de negociação de determinados ativos pela SEC<sup>438</sup>. Inicialmente, cabe registrar que, independentemente das causas que sejam apontadas, muitos investidores individuais negociaram ativos que ficaram conhecidos como “ações memes”<sup>439</sup>, cuja definição foi explorada na seção acima.

Segundo a SEC<sup>440</sup>, tal fenômeno pode refletir os aumentos na participação dos investidores ocorridos em 2020, nos mercados de ações e de opções. No início de 2021, a SEC verificou que um número crescente de investidores individuais estava fazendo o *download* de aplicativos de corretoras de valores mobiliários<sup>441</sup>. Uma quantidade inédita de novos e, supostamente, pouco experientes investidores abriram contas em corretoras, por meio de aplicativos, e começaram a negociar tais ações<sup>442</sup>. O interesse nelas foi impulsionado por publicações nas redes sociais<sup>443</sup>.

Em janeiro de 2021, segundo a SEC, mais de cem ações sofreram grandes movimentações de preços ou aumentos significativos no volume de suas negociações, as quais excederam significativamente os movimentos mais amplos do mercado. Para algumas dessas

---

<sup>437</sup> DUTRA, Marcos Galileu Lorena; PRADO, Viviane Muller; CARMO, Lie Uema do. **Game Stop à brasileira**: não nos esqueçamos da estrutura. São Paulo: Jota, 2021. Disponível em: [https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/disclosure/game-stop-a-brasileira-nao-nos-esqueçamos-da-estrutura-25022021#\\_ftn2](https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/disclosure/game-stop-a-brasileira-nao-nos-esqueçamos-da-estrutura-25022021#_ftn2). Acesso em: 30 mai. 2022.

<sup>438</sup> Conforme disponível em: <https://www.sec.gov/litigation/suspensions/2021/34-91213-o.pdf>; <https://www.sec.gov/news/press-release/2021-35>. Acesso em: 13 mar. 2023.

<sup>439</sup> SEC. **Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021**. 2021. P. 15. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/press-release/2021-212>. Acesso em: 14 nov. 2022.

<sup>440</sup> Id.

<sup>441</sup> Id.

<sup>442</sup> “*An unprecedented number of new and largely inexperienced investors opened app-based brokerage accounts and began trading so-called ‘meme stocks’ - companies that included GameStop, AMC Entertainment Holdings, Inc. (‘AMC’), and Express.*” FISCH, Jill E. Op. cit. P. 1.802.

<sup>443</sup> Id.

ações, o interesse na posição “*short*”<sup>444</sup> – medido a partir do número de ações vendidas a descoberto, se comparado com o total das ações da companhia – ultrapassou a média do mercado, ao mesmo tempo em que várias companhias apresentavam menções frequentes nas redes sociais, incluindo no fórum Reddit<sup>445</sup>.

Destaca-se que, muitos desses casos se tratavam de companhias cujos nomes eram familiares ao público. Tal movimento não é isolado nos EUA. Durante a última década, as redes sociais têm afetado, profundamente, os mercados financeiros em todo o mundo. De todo modo, o episódio mais recente da GameStop Corp. ilustra essa revolução da informação<sup>446</sup>. Sobre a companhia, destacam-se alguns comentários relacionados ao seu objeto e ao seu histórico:

A GameStop é uma empresa varejista que vende jogos em lojas físicas. Seu modelo de negócios tem sido desafiado pela comercialização de jogos online, levando à queda sucessiva de sua receita e uma previsão de resultados positivos apenas para 2023. Por essa razão, investidores institucionais começaram a montar posições vendidas em ações da companhia que, em abril de 2020, podiam ser adquiridas a \$ 3,25.<sup>447</sup>

Para fins de contextualização do ocorrido, conforme linha do tempo disposta abaixo, em janeiro de 2021, a GameStop Corp. anunciou<sup>448</sup>: (i) que era receptiva ao plano de um investidor, ex-fundador de uma varejista estadunidense, para reformular a companhia, cuja sugestão havia sido feita ainda em 2020<sup>449</sup>, podendo-se considerar que tal atitude teria sido encarada como um ato de ativismo positivo, conforme definição explorada na seção anterior; e (ii) a inclusão desse investidor como membro do conselho de administração, em conjunto com outros dois executivos da mesma varejista.

---

<sup>444</sup> Informações sobre os percentuais de vendas a descoberto na Nasdaq, por exemplo, podem ser consultadas em: <https://www.nasdaq.com/market-activity/quotes/short-interest>. Acesso em: 13 mar. 2023.

<sup>445</sup> SEC, 2021. P. 16-17.

<sup>446</sup> UMAR, Zaghum; GUBAREVA, Mariya; YOUSAF, Imran; ALI, Shoaib. Op. cit.

<sup>447</sup> COSTA, Isac. Op. cit. P. 119.

<sup>448</sup> FISCH, Jill E. Gamestop and the Reemergence of the Retail Investor. *Boston University Law Review*, vol. 102, 2022. P. 1.810.

<sup>449</sup> FISCH, Jill E. Op. cit. P. 1.808-1.809.

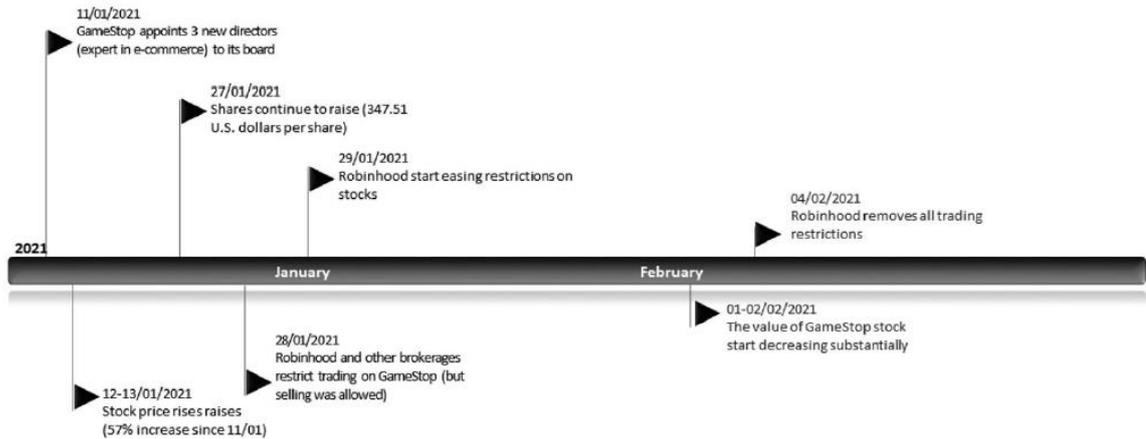


Figura 11 – Linha do tempo referente ao caso envolvendo a GameStop Corp.<sup>450</sup>

Nesse cenário, há quem considere<sup>451</sup> que o aumento nos valores das ações da companhia tenha sido decorrente dos efeitos do ativismo positivo desse investidor e da pressão imposta aos *short sellers*, incentivada por publicações em redes sociais. Esse caso envolvendo a GameStop Corp., no início de 2021, pode ser considerado como um exemplo de disrupção no mercado de valores mobiliários dos EUA<sup>452,453</sup>. Há quem<sup>454</sup> o enxergue como o primeiro caso de um *short squeeze* realizado por investidores de varejo em face de investidores institucionais. Nele, houve uma confluência dos seguintes fatores, segundo a SEC: (i) grandes movimentações nos preços; (ii) grandes mudanças de volume; (iii) muitas vendas a descoberto; (iv) menções frequentes sobre as ações da companhia no fórum *Reddit*; e (v) cobertura significativa pela grande mídia<sup>455</sup>.

Inclusive, parte da mídia conectou diretamente as negociações com o alto índice de vendas a descoberto, caracterizando as operações envolvendo os ativos da GameStop Corp.

<sup>450</sup> RUIU, Maria Laura; RAGNEDDA, Massimo. Comparing the Empowerment Dynamics of Traditional Media and Social News Sites: The Case of GameStop. **Digital Journalism**. 2022. P. 6. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/21670811.2022.2142628>. Acesso em: 13 dez. 2022. Fontes utilizadas para a elaboração da linha temporal pelas autoras mencionadas: MASONI, Danilo; PONTUS, Julien; MCCRANK, John; DAVIES, Megan; FEAST, Lincoln. **Timeline: The GameStop battle - how it unfolded for the key players testifying**. Reuters, 2021. Disponível em: <https://www.reuters.com/article/us-retail-trading-gamestop-timeline-idUSKBN2AI0IQ>. Acesso em: 13 dez. 2022. THORBECKE, C. **GameStop timeline: A closer look at the saga that upended Wall Street**. ABC News. 2021. Disponível em: <https://abcnews.go.com/Business/gamestop-timeline-closer-saga-upended-wall-street/story?id=75617315>. Acesso em: 13 dez. 2022.

<sup>451</sup> “The combination of Cohen’s activism and the pressure on the short sellers led GameStop’s price to increase dramatically, and, in turn, those price increases fueled further purchases. Social media posts encouraged investors to buy GameStop, contributing to the effort to drive prices higher.” FISCH, Jill E, op. cit., p. 1.810.

<sup>452</sup> “A striking example of disruption, perhaps the first of many to come, occurred in the US stock markets in January 2021.”. KARA, Tan Bhala. **Ethics in Finance: Case Studies from a Woman’s Life on Wall Street**. Palgrave Macmillan. Ebook. 2021. p. 67. Disponível em: [https://doi.org/10.1007/978-3-030-73754-2\\_6](https://doi.org/10.1007/978-3-030-73754-2_6). Acesso em: 25 nov. 2022.

<sup>453</sup> FISCH, Jill E. Op. cit. P. 1.799.

<sup>454</sup> CHIU, Iris H-Y. Social Disruptions in Securities Markets – What Regulatory Response do We Need? **Richmond Journal of Law and Technology**, vol. 28, i. 1., 2021. P. 49.

<sup>455</sup> SEC, 2021. P. 17.

como um suposto ato com o objetivo de afetar os investidores que estavam apostando na queda do valor das ações da companhia<sup>456</sup>. A SEC identificou que as movimentações de preços e volumes coincidiram com interesse substancial expressado em fóruns *online* relacionados a investimentos, incluindo canais do YouTube e um subfórum do *Reddit*, conhecido como *WallStreetBets* (WSB) – traduzido literalmente como “*apostas em Wall Street*”<sup>457</sup>.

O WSB foi criado em 2012, reunindo participantes que compartilham o interesse comum na negociação de ações e opções<sup>458</sup>. Durante a pandemia, período que em houve uma alta volatilidade do MVM, milhões de pessoas passaram a integrá-lo, alcançando 9 milhões de participantes em março de 2021<sup>459</sup>. “*Após a publicação de relatórios de análise sobre o quantitativo de operações de venda a descoberto*”<sup>460</sup> em relação à GameStop Corp. em janeiro de 2021, os investidores participantes de fóruns *online* de discussões, como o WSB, compraram em massa as ações da companhia<sup>461</sup>. Tal movimento não ficou restrito ao *Reddit*, ele também se disseminou para outras redes sociais como o *Twitter*<sup>462</sup>.

Segundo Jill E. Fisch<sup>463</sup>, no âmbito das redes sociais, as publicações realizadas no WSB por um investidor em especial despertaram a atenção do público. Ele vinha se manifestando favoravelmente pelas ações da companhia nas plataformas desde 2020<sup>464</sup>, inclusive em seu canal no YouTube. Pode-se dizer que ele reunia as características de um influenciador digital, conforme definição explorada na seção 2.3 deste trabalho. Inclusive, cabe destacar que alguns influenciadores digitais mundialmente conhecidos realizaram publicações que teriam contribuído para estimular o movimento<sup>465</sup>.

Isso contribuiu para um aumento nos preços de suas ações, fazendo com que investidores institucionais que acreditavam na queda desses valores passassem a comprá-las também<sup>466</sup>, gerando um efeito cascata nos preços e ocasionando o movimento conhecido como *short squeeze*, cuja dinâmica foi explorada na seção acima. Durante vários dias, as ações da

---

<sup>456</sup> Ibid. P. 2-3.

<sup>457</sup> COSTA, Isac, op. cit., p. 119.

<sup>458</sup> FISCH, Jill E, op. cit., p. 1.808.

<sup>459</sup> COSTA, Isac, op. cit., p. 119.

<sup>460</sup> Id.

<sup>461</sup> GERBAUDO, Paolo. Op. cit., p. 129.

<sup>462</sup> “*The January 2021 meme stock episodes offer a case study for the interaction of social media and stock prices. Twitter posts spiked in late January on days when daily trading volumes for GameStop (GME), as well as other meme stocks, rose sharply*” FEDERAL RESERVE, op. cit., p. 20.

<sup>463</sup> FISCH, Jill E, op. cit., p. 1.808.

<sup>464</sup> Ibid. P. 1.809-1.810.

<sup>465</sup> Ibid. P. 1.810.

<sup>466</sup> RUIU, Maria Laura; RAGNEDDA, Massimo, op. cit., p. 1-2.

GameStop Corp. foram os ativos mais negociados<sup>467</sup>. Diversos fundos de investimento que tinham posições de venda a descoberto sofreram perdas<sup>468</sup>. Todavia, eles não foram os únicos:

Não apenas sofreram prejuízos fundos de investimento – que, vale lembrar, não congregam necessariamente recursos de pessoas ricas, mas também de pequenos investidores –, mas também outros agentes que, analisando o mercado, concluíram pela falência do modelo de negócios da GameStop.<sup>469</sup>

Há quem entenda<sup>470</sup> que a capitalização de mercado relativamente pequena da companhia e a alta quantidade de posições vendidas teriam contribuído para exacerbar a volatilidade do preço de suas ações à luz desses acontecimentos. O movimento só recuou após a corretora do grupo Robinhood ter optado por “*suspender as negociações envolvendo ações da GameStop para seus clientes*”<sup>471</sup>. Tal conduta encontra-se sob investigação pela SEC<sup>472</sup>. As imagens abaixo ilustram o ocorrido.

### Máxima histórica

Evolução do preço das ações da Game Stop - 13/02/2002 a 27/01/2021



Fonte: Morningstar

<sup>467</sup> “Shares in GameStop stock increased from less than \$4/share in July 2020 to as high as \$483 in January 2021 (...) Its price swings were so large that the New York Stock Exchange halted trading six times in a single day. GameStop was the most visible of a number of so-called ‘meme stocks’ that experienced similar retail investor interest and trading volatility.” FISCH, Jill E. Op. cit. P. 1.806.

<sup>468</sup> Ibid., p. 1.802.

<sup>469</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro; IKEDA, Natalia Naomi. Op. cit. p. 386.

<sup>470</sup> “GameStop’s relatively small market capitalization and the high level of short interest exacerbated the volatility of its stock price in response to these developments.” FISCH, Jill E. Op. cit. p. 1.810.

<sup>471</sup> COSTA, Isac. Op. cit. P. 121.

<sup>472</sup> “A Securities and Exchange Commission (...) investiga se esta medida foi tomada para beneficiar (...) uma das principais parceiras comerciais da corretora, que a remunera para obter informações sobre o fluxo de ordens de seus clientes de varejo”. COSTA, Isac. Op. cit. P. 121.

Figura 12 – Máxima histórica: evolução do preço das ações da GameStop Corp. – 13/02/2002 a 27/01/2021<sup>473</sup>

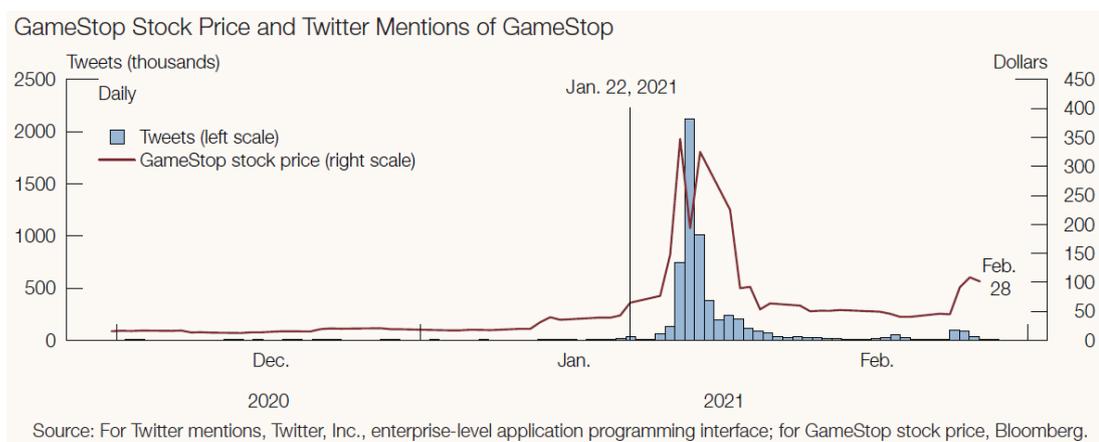


Figura 13 – Preço da ação da GameStop Corp. e Menções à companhia no Twitter<sup>474</sup>

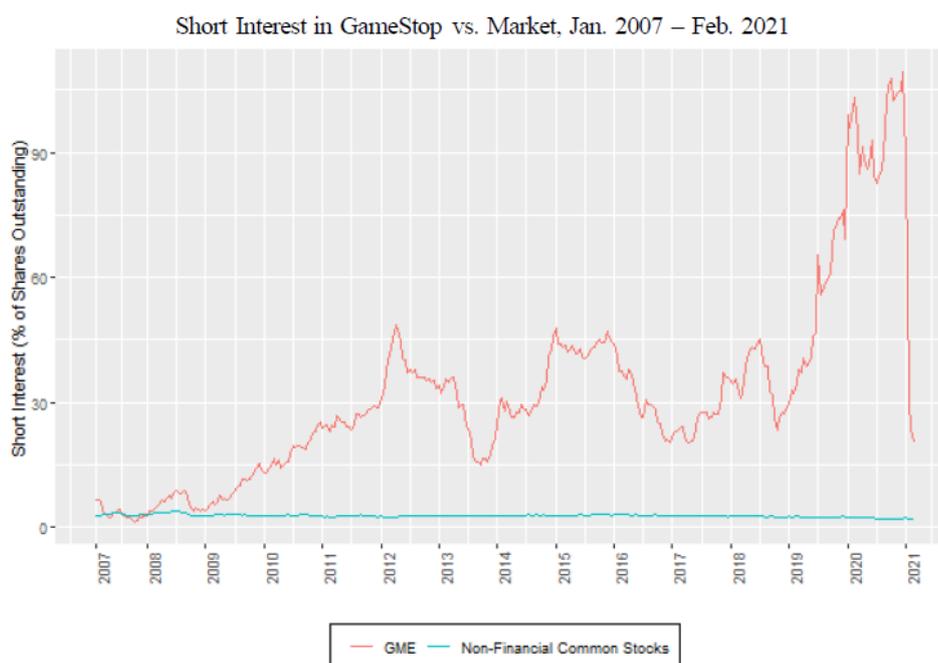


Figura 14 – Interesse na posição de venda a descoberto (*short*) sobre as ações da GameStop Corp. vs. sobre as de outras companhias que não são do setor financeiro e são classificadas como ordinárias, de acordo com a regulamentação dos EUA<sup>475</sup>

<sup>473</sup> LARGHI, Nathália. Investidores brasileiros querem replicar fenômeno GameStop com IRB. **Valor Investe**, São Paulo, 2021b. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/noticia/2021/01/28/investidores-brasileiros-querem-replicar-fenomeno-gamestop-com-irb.ghtml>. Acesso em: 13 dez. 2022. A ação da GameStop Corp. chegou a alcançar o valor de U\$ 483 em janeiro de 2021. FISCH, Jill E. Op. cit. p. 1.806.

<sup>474</sup> FEDERAL RESERVE. Op. cit. P. 21.

<sup>475</sup> SEC, 2021. P. 26.

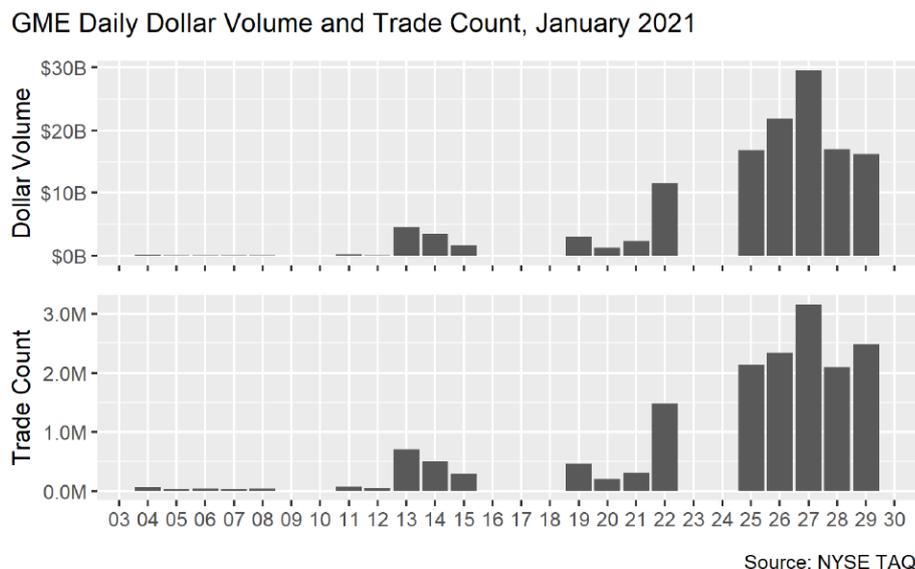


Figura 15 – Volume diário de negociações de ações da GameStop Corp. e de dólares movimentados por elas durante o mês de janeiro de 2021<sup>476</sup>

Há quem sugira que o caso envolvendo a GameStop Corp. possa ter sido resultado de um contexto único em que os investidores estavam confinados em suas casas<sup>477</sup>, em virtude da pandemia da Covid-19. Assim como, há quem argumente<sup>478</sup> que tal episódio possa ser interpretado como uma expressão de uma disputa no MVM entre investidores de varejo e *players* institucionais<sup>479</sup>. Não obstante tais perspectivas, fato é que as razões que motivaram as pessoas a realizarem as operações que ensejaram tal movimento podem ser tão ou até mais diversas do que a quantidade de participantes<sup>480</sup>. Independentemente disso, na prática, os preços das ações da GameStop Corp. e de demais companhias cujos ativos foram envolvidos em movimentos similares experienciaram quedas depois de algum tempo<sup>481</sup>.

Em síntese, pode-se dizer que o interesse por essas ações foi alimentado por mensagens nas redes sociais e as negociações geraram altos níveis de volatilidade no mercado<sup>482</sup>, assim como investigações envolvendo acusações de manipulação<sup>483</sup>. Os preços das ações foram impactados pelos movimentos na internet, cujo objetivo era viabilizar e promover um *short*

<sup>476</sup> Ibid. P. 20.

<sup>477</sup> “The GameStop frenzy may have been a product of the times - investors confined by the pandemic lockdown and flush with stimulus checks seeking a form of engagement and entertainment. Whether the new investors who downloaded the Robinhood and Webull apps, lured perhaps by free stock promotions and confetti, will continue as long-term direct investors or move on with their lives remains to be seen.” FISCH, Jill E, op. cit., p. 1.803.

<sup>478</sup> CHIU, Iris H-Y., op. cit., p. 51.

<sup>479</sup> COSTA, Isac, op. cit., p. 120.

<sup>480</sup> JAKAB, Spencer, op. cit.

<sup>481</sup> Id.

<sup>482</sup> FISCH, Jill E. Op. cit. P. 1.802.

<sup>483</sup> Id.

*squeeze*<sup>484</sup>, o qual efetivamente acabou acontecendo no mercado dos EUA, diferentemente do mercado europeu, em que as negociações envolvendo as ações das mesmas companhias não sofreram tantas oscilações.

Segundo a *European Securities and Markets Authority* (ESMA)<sup>485</sup>, a probabilidade de eventos similares acontecerem na União Europeia parece limitada. Isso porque, ainda que algumas ações de companhias europeias tenham sido mencionadas na imprensa como potenciais alvos após os eventos relacionados à GameStop Corp. nos EUA, os níveis de posições de venda de ações a descoberto na Europa são inferiores aos norte-americanos, com apenas vinte emissores com ações em posições de vendas a descoberto acima de 10%, atingindo o percentual máximo de 16%<sup>486</sup>.

De acordo com a ESMA<sup>487</sup>, essas características do mercado europeu limitam o risco de eventual movimento de “*short squeeze*” similar ao que ocorreu no caso da GameStop Corp. Adicionalmente, na Europa, as posições de vendas de ações a descoberto, sobretudo as maiores, que resultam em divulgações públicas, reduziram significativamente desde o final de janeiro de 2021<sup>488</sup>. Conforme apurado pela ESMA<sup>489</sup>, não houve qualquer aumento na atividade total de vendas de ações a descoberto na União Europeia em janeiro de 2021. Ainda que algumas ações de companhias europeias com posições elevadas de vendas a descoberto tenham sofrido alguns aumentos de preços de curta duração na última semana de janeiro de 2021, eles foram significativamente mais modestos, em comparação com os níveis dos EUA<sup>490</sup>.

Por fim, sobre algumas características específicas do mercado dos EUA que teriam contribuído para esse cenário, destacam-se algumas reflexões realizadas por Marcos Galileu Lorena, Viviane Muller Prado e Lie Uema do Carmo:

Nos EUA a negociação de equities é fragmentada entre as várias bolsas de valores, os *alternative trading systems* (ATSs) e as próprias corretoras (que, dentro de certas condições, podem fechar operações entre seus clientes). Há estruturas variadas de complexidade, transparência, rapidez e mesmo regras de fechamento de negócios. Essa pluralidade de locais faz com que não haja

---

<sup>484</sup> “As a result, GameStop and AMC share prices surged by 1,745% and 839% in January respectively, with consequent growth in their market capitalisation as well as their share traded volumes (...) Overall, this had a significant impact on US equity trading volumes in January 2021, with volumes traded higher than in March 2020 – during the COVID-19 market stress – and twice as high compared to January 2020. However, trading activity related to GameStop or AMC shares on European venues remained marginal.” Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-newsletter-n%C2%BA21>. Acesso em: 30 mai. 2022.

<sup>485</sup> ESMA. **ESMA Newsletter nº 21**. 2021. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-newsletter-n%C2%BA21>. Acesso em: 30 mai. 2022.

<sup>486</sup> Id.

<sup>487</sup> Id.

<sup>488</sup> Id.

<sup>489</sup> Id.

<sup>490</sup> Id.

uma convergência de todas as ordens para um único livro de ofertas, onde haja transparência total e livre concorrência pelos melhores preços.

Essa fragmentação conduz a variações na forma com que o serviço de execução de operações é prestado, dadas as diferenças nesses diversos mecanismos de negociação. Mesmo com toda a tecnologia disponível, a implementação instantânea de medidas tópicas que amortecem movimentos mais agudos pode ser difícil (ainda que certos avanços desde o flash crash em 2010 tenham sido implementados). É certo que a SEC e os autorreguladores podem oportunamente interferir, mas essa atuação ocorre (...) muitas vezes apenas após o evento que se deseja evitar.<sup>491</sup>

#### 4.1.2. Casos no Brasil

Para se compreender o ocorrido no Brasil, faz-se uma breve contextualização. Em maio de 2018, a Squadra Investimentos – Gestão de Recursos Ltda. (Squadra), gestora de recursos especializada em fundos de investimento em ações, assumiu, em nome de fundos sob sua gestão, posição vendida nos papéis da companhia IRB – Brasil Resseguros S.A. (IRB), em razão da sua percepção de que tais ativos vinham sendo negociados a preços superiores ao seu “valor intrínseco”, de acordo com informações que teria levantado publicamente. Tal posicionamento se manteve nos anos seguintes.

Em novembro de 2019, ela submeteu a sua análise à CVM e à Superintendência de Seguros Privados (SUSEP). No mesmo mês, a administração da companhia refutou a análise da gestora. Durante esse mês, a Squadra manteve os percentuais de venda a descoberto das ações emitidas pela IRB nas carteiras de fundos sob sua gestão. No mês seguinte, comunicou, à companhia, que discordava de sua visão e que não se resguardaria mais de alterá-los, como o fez, aumentando as posições vendidas na semana seguinte à comunicação.

Em fevereiro de 2020, a Squadra divulgou, publicamente, por meio de seu *website*, carta<sup>492</sup> e relatório de análise<sup>493</sup>, em que anunciou a posição de venda a descoberto com as ações da IRB, expondo os fundamentos de natureza contábil que embasaram a sua decisão. Alguns dias depois, em virtude da repercussão alcançada, a gestora publicou nova carta<sup>494</sup>, a fim de divulgar mais informações sobre o assunto. Após ter tornado público tais documentos, houve

---

<sup>491</sup> DUTRA, Marcos Galileu Lorena; PRADO, Viviane Muller; CARMO, Lie Uema do. Op. cit.

<sup>492</sup> Disponível em: <https://www.squadrainvest.com.br/wp-content/uploads/2022/09/carta-2019.pdf>. Acesso em: 13 dez. 2022.

<sup>493</sup> Disponível em: <https://www.squadrainvest.com.br/wp-content/uploads/2022/09/relatorio-2019.pdf>. Acesso em: 13 dez. 2022.

<sup>494</sup> Disponível em: <https://www.squadrainvest.com.br/wp-content/uploads/2022/09/esclarecimentos-2019.pdf>. Acesso em: 13 dez. 2022.

uma queda no valor da cotação das ações emitidas pela companhia e os reguladores instauraram procedimentos investigativos.

Na sequência dos eventos que ocorreram nos EUA, envolvendo a GameStop Corp. e outras companhias, conforme explorado na seção acima, *“Poucos dias depois, ocorreu um movimento parecido no Brasil. A partir de um grupo de investidores no Telegram (o ‘Short Squeeze IRB’), orquestrou-se a compra de ações de emissão do IRB”*<sup>495</sup>, *“para recuperar os preços (...) após a desvalorização sofrida ao longo de 2020”*<sup>496</sup>. Segundo a CVM, *“o grupo no Telegram ganhou milhares de seguidores por minuto e passou de 9,6 mil integrantes para 22 mil num espaço de pouco mais de 3 horas”*<sup>497</sup>.

Teria sido uma *“suposta tentativa de replicá-lo no Brasil”*<sup>498</sup>, com o valor da ação tendo subido 17,82% em apenas um dia<sup>499</sup>. Todavia, o que aconteceu aqui teria sido em menor escala, se comparado com o ocorrido nos EUA<sup>500</sup>. Após essa *“versão local”*<sup>501</sup>, a CVM publicou um comunicado, alertando que *“a atuação com o objetivo deliberado de influir no regular funcionamento do mercado pode caracterizar ilícitos administrativos e penais”*<sup>502</sup>, e anunciou a instauração de processos administrativos para apurar eventual caracterização do ilícito de manipulação de preços envolvendo o ativo IRB3, os quais ainda estão em andamento.

O criador do grupo *“Short Squeeze IRB”* do Telegram *“responde pela alcunha de SS IRB na plataforma”*<sup>503</sup>. Segundo ele, *“Seu objetivo, alega, jamais foi financeiro. Mas, na verdade, diminuir injustiças e servir de exemplo para o mundo”*<sup>504</sup>. O nome do grupo foi posteriormente alterado *“para ‘CPFs do IRB’, de acordo com comunicado, porque administradores perceberam que [o] nome antigo não estava em linha com o ‘propósito’”*<sup>505</sup>.

<sup>495</sup> YAZBEK, Otavio. Op. cit.

<sup>496</sup> COSTA, Isac. Op. cit. P. 122.

<sup>497</sup> Conforme disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-divulga-estudo-sobre-possivel-regulamentacao-envolvendo-influenciadores-digitais-e-o-mercado-de-capitais>. Acesso em: 14 abr. 2023.

<sup>498</sup> DUTRA, Marcos Galileu Lorena; PRADO, Viviane Muller; CARMO, Lie Uema do. Op. cit.

<sup>499</sup> Conforme disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-divulga-estudo-sobre-possivel-regulamentacao-envolvendo-influenciadores-digitais-e-o-mercado-de-capitais>. Acesso em: 14 abr. 2023.

<sup>500</sup> YAZBEK, Otavio. Op. cit .

<sup>501</sup> Id.

<sup>502</sup> Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-alerta-possivel-atuacao-irregular-de-pessoas-em-midias-sociais-com-vistas-a-influenciar-o-comportamento-de-investidores>. Acesso em: 30 de maio de 2022.

<sup>503</sup> FERREIRA, Gustavo. Criador do Short Squeeze IRB: 'Nosso objetivo é trazer igualdade para o mercado'. **Valor Investe**, São Paulo, 2021a. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/bolsas-e-indices/noticia/2021/01/29/criador-do-short-squeeze-irb-nosso-objetivo-e-trazer-igualdade-para-o-mercado.ghtml>. Acesso em: 01 dez. 2022.

<sup>504</sup> Id.

<sup>505</sup> FERREIRA, Gustavo. ‘Short Squeeze IRB’ muda de nome e tenta se descolar de prática condenada pela CVM. **Valor Investe**, São Paulo, 2021c. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda->

Abaixo, pode-se observar algumas informações trocadas no âmbito do referido grupo. Na sequência desses eventos, foram criados grupos similares, mas com foco em outras companhias, como Via Varejo<sup>506</sup>, Oi, Cogna<sup>507</sup> e GPC Participações<sup>508</sup>, sendo que, nesses últimos três casos, “Os grupos têm em seus nomes o termo ‘Short Squeeze’”<sup>509</sup>.

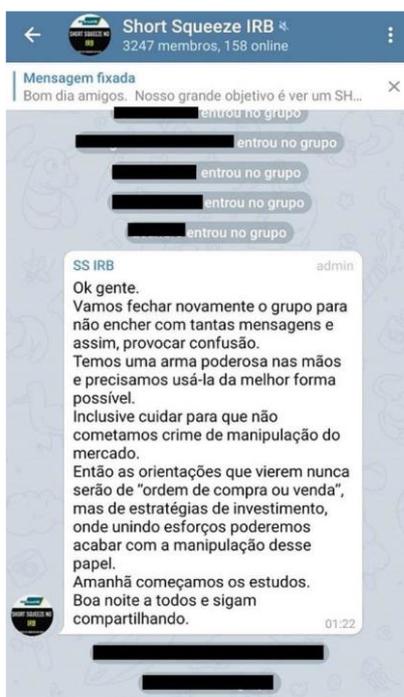


Figura 16 – Trechos com trocas de mensagens no Telegram sobre operações envolvendo a IRB, segundo reportagem publicada no Valor Econômico<sup>510</sup>

variavel/bolsas-e-indices/noticia/2021/02/04/short-squeeze-irb-muda-de-nome-e-tenta-se-descolar-de-pratica-condenada-pela-cvm.shtml. Acesso em: 01 dez. 2022.

<sup>506</sup> RAGAZZI, Ana Paula. ‘Caso GameStop’ deixa dúvidas sobre punição por possível manipulação. **Valor**, São Paulo, 1 fev. 2021. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/objetivo/de-olho-no-mercado/noticia/2021/02/01/caso-gamestop-deixa-duvidas-sobre-punicao-por-possivel-manipulacao.shtml>. Acesso em: 01 dez. 2022.

<sup>507</sup> FERREIRA, Gustavo. Organizadores do grupo Short Squeeze IRB lançam manifesto antissistema. **Valor Investe**, São Paulo, 29 jan. 2021b. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/bolsas-e-indices/noticia/2021/01/29/organizadores-do-grupo-short-squeeze-irb-lancam-manifesto-antissistema.shtml>. Acesso em: 01 dez. 2022.

<sup>508</sup> LARGHI, Nathália. Após IRB, surgem mais grupos para ‘compra coletiva’ de ações de outras empresas. **Valor Investe**, São Paulo, 2021a. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/objetivo/de-olho-no-mercado/noticia/2021/01/29/apos-irb-surgem-mais-grupos-para-compra-coletiva-de-acoes-de-outras-empresas.shtml>. Acesso em: 02 dez. 2022.

<sup>509</sup> Id.

<sup>510</sup> LARGHI, Nathália, 2021b.

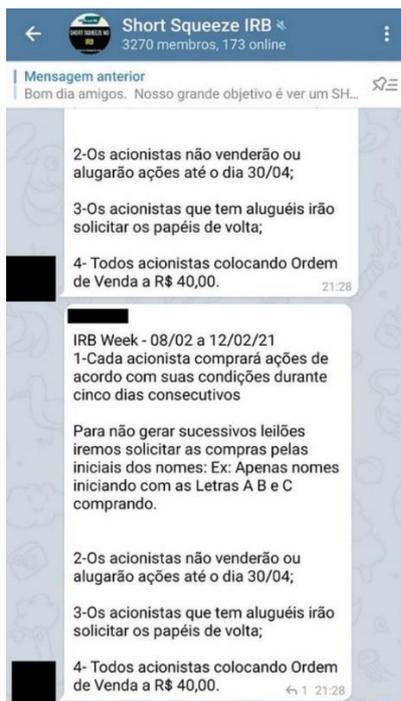


Figura 17 – Continuação de trechos com trocas de mensagens no Telegram sobre operações envolvendo a IRB, segundo reportagem publicada no Valor Econômico<sup>511</sup>



Figura 18 – Imagem publicada no grupo de mensagens no Telegram pelo “SS IRB”, segundo reportagem publicada no Valor Econômico<sup>512</sup>

Conforme apurado por Gustavo Ferreira do jornal Valor Econômico em 29 de janeiro de 2021:

Por ora, SS não definiu se fará atuação semelhante em outras ações. E alega que o objetivo “nunca foi trazer ganho para a ação” do IRB. Portanto, que não se preocupa, caso os preços do papel sejam puxados para cima, se os ganhos serão de fato estruturais, incorporados de vez à cotação.

<sup>511</sup> Id.

<sup>512</sup> FERREIRA, Gustavo, 2021a.

“Tanto é que a maioria de nós nem movimentou na quinta-feira. Eu mesmo poderia ter vendido opções que cresceram 500%. Mas preferi não operar. Mesmo podendo sair do prejuízo. Nosso grande objetivo é tentar mudar as regras do mercado que beneficiam os grandes. Tornar o mercado igual para todos. Uma correção é possível mas acredito que se simplesmente inibirmos os manipuladores, a ação vai crescer naturalmente”, afirma.<sup>513</sup>

Ressalta-se que “os controles da B3 dificultaram a iniciativa”<sup>514</sup>. Para Marcos Galileu Lorena, Viviane Muller Prado e Lie Uema do Carmo, a regulação relativa à infraestrutura de mercado brasileira contribui para evitar um cenário similar ao dos EUA, “com posições vendidas superiores à disponibilidade de ações ou com o risco oferecido aos intermediários por clientes em posições short (e que afetem o mercado como o todo)”<sup>515</sup>. Na mesma linha, são as considerações de Otavio Yazbek, em virtude do fato de que:

No mercado brasileiro, os empréstimos são feitos de forma centralizada, pela mesma entidade que administra o sistema de liquidação de operações e o vendedor precisa necessariamente “cobrir” suas vendas antes da liquidação, estando sujeito a mecanismos compulsórios ou a penalidades. Da mesma maneira, existe aqui uma limitação, de 20% do float, para o número de ações de uma companhia que se pode ofertar em empréstimo (o que limita o volume de vendas a descoberto). (...)

as regras brasileiras vão além do que é mais tradicional em matéria de regulação de mercado e dispõem também de um componente prudencial, destinado a impedir certas distorções. (...)

a B3, por administrar os sistemas de negociação, dispõe de outros instrumentos, aprovados pela CVM, como a interrupção de negociações e a realização de leilões, para enfrentar problemas de formação de preços. No dia 29/01 adotou-se um procedimento de leilão contínuo para as ações do IRB.<sup>516</sup>

#### 4.1.3. As fronteiras entre o lícito e o ilícito

As redes sociais, apesar de terem o reconhecido papel de contribuírem para disseminar amplamente o acesso a informações, por outro lado, também podem ser usadas como instrumentos para viabilizar a perpetração de ilícitos<sup>517518</sup>, conforme, inclusive, identificado nas

<sup>513</sup> Id.

<sup>514</sup> COSTA, Isac. Op. cit. P. 122.

<sup>515</sup> DUTRA, Marcos Galileu Lorena; PRADO, Viviane Muller; CARMO, Lie Uema do. Op. cit.

<sup>516</sup> YAZBEK, Otavio. Op. cit.

<sup>517</sup> RENAULT, Thomas. **Market Manipulation and Suspicious Stock Recommendations on Social Media**. 2017. P. 1-3. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=3010850>. Acesso em: 2 mai. 2021.

<sup>518</sup> “Internet-based investor discussion groups and electronic newsletters provide the perfect platform for manipulators to launch their abusive schemes. These sites are frequented, for the most part, by retail investors, and the information posted on them remains largely unregulated, due to the cross-boundary nature of the network and the widespread use of anonymity.” AVGOULEAS, Emiliós. Op. cit. P. 125-126.

seções 2.3, 3.1.1 e 3.2.1 deste trabalho. Nesse contexto, têm sido gerados debates sobre os limites decorrentes do exercício à liberdade de expressão<sup>519</sup>. De todo modo, fato é que tal direito não protege ilicitudes, conforme abordado na seção 2.3.1.

Atualmente, “*A possibilidade de anonimato nas redes sociais, a disseminação acelerada de notícias e a reação imediata dos investidores criaram novas formas de atuação e de manipulação do mercado*”<sup>520</sup>. Inclusive, de acordo com os precedentes da CVM e do judiciário analisados nas seções 3.1.1 e 3.2.1, tais plataformas são qualificadas como meio idôneo para viabilizar a manipulação. Sobre o assunto, cabe destacar as considerações feitas por Denis Morelli:

Na verdade, a partir do início do século XXI, quando se popularizou o uso da internet como meio de comunicação, abriram-se novas possibilidades para a divulgação de informações falsas e enganosas, com o fim de manipular o mercado. (...) Da mesma forma em que se potencializou a possibilidade da manipulação informacional praticada por anônimos, a divulgação de informações e declarações por parte de pessoas que possuam alguma credibilidade no mercado produzem, agora, efeitos ainda mais rápidos e intensos nos negócios realizados. Isso se verifica não só nas informações oriundas de administradores e acionistas controladores de companhias abertas, mas também de gestores, analistas, grandes investidores e outras pessoas que sejam conhecidas por atuais e potenciais investidores do mercado de capitais.<sup>521</sup>

No presente trabalho, o objetivo principal consistiu em se debruçar sobre a nova modalidade de *short squeeze* que surgiu a partir do uso das redes sociais. Como as investigações e análises sobre os casos objetos de estudo ainda se encontram em andamento, apenas será possível prover respostas definitivas sobre eventuais configurações de condutas ilícitas de manipulação a partir das decisões definitivas pelos reguladores e tribunais competentes. De todo modo, o presente trabalho busca contribuir com alguns parâmetros que podem vir a ser

---

<sup>519</sup> “*An even more unusual case is that of the notorious Jonathan Lebed, who at the age of fifteen was charged with securities fraud by the SEC. Specifically, the Commission charged Lebed with using the Internet to orchestrate a series of ‘pump-and-dump’ manipulations. Lebed repeatedly bought cheap low liquidity stocks and used the Internet to post hundreds of false and misleading messages containing unfounded price predictions concerning companies in which he had stockholdings. Lebed’s anonymous messages were clearly relied upon by investors who drove up the price of the securities concerned. Lebed completed his scheme by selling the shares he owned at the resulting inflated prices. Following his initial denial of any wrongdoing, eventually Lebed settled the SEC’s action. However, Lebed’s case raised serious questions regarding the protection of ‘freedom of speech’, and whether the fraud accusation under section 10(b) of SEA 1934 could be upheld by a criminal court. In this case, Lebed was not an insider or a regulated person subject to requisite conduct of business rules, nor did he have any duty not to mislead investors who followed his anonymous messages.*” AVGOULEAS, Emílios. Op. cit. P. 126-127.

<sup>520</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro; IKEDA, Natalia Naomi. Op. cit. P. 388.

<sup>521</sup> MORELLI, Denis. **A manipulação no mercado de capitais por administradores e acionistas controladores** (252 p.), Tese de Doutorado em Direito Comercial: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

considerados para essas análises, à luz dos precedentes da autarquia, do judiciário e da literatura especializada que subsidiaram a elaboração deste trabalho.

O primeiro consiste na necessidade de diferenciação na análise da conduta de quem produz conteúdo e de quem o consome. O primeiro pode usar as redes sociais para influenciar e/ou coordenar a realização de eventuais operações entre diferentes pessoas de forma simultânea. Por sua vez, o segundo consiste naquele agente que se informa pelas redes sociais, consome o referido conteúdo produzido e realiza as negociações eventualmente sugeridas. Evidentemente, são ações distintas.

Ou seja, a conduta de quem produz conteúdo de forma intencional e utiliza as redes sociais com o intuito de moldar e direcionar comportamentos é diversa daquela de quem o consome, tendo este último uma postura muito mais passiva do que ativa, havendo, inclusive, uma chance muito grande de a própria pessoa que consome estar sendo ludibriada, vide o caso dos influenciadores digitais acusados pela SEC de manipulação nos EUA, mencionado da seção 2.3. Sobre o assunto, conforme Isac Costa:

A noção de alteração artificial de mercado em razão da prática de “manipulação” enquanto indução de certa coletividade a erro é desenvolvida por George Akerlof e Robert Shiller em “*Phishing for Phools: Economics of Manipulation and Deception*”, publicado em 2015<sup>522</sup>. O título da obra é exatamente um trocadilho com a expressão “*fishng for fools*”, que significa “pescando tolos”.<sup>523</sup>

Para Marcelo Cavali e Natalia Naomi Ikeda:

Se alguém assume a frente desse processo, criando perfis anônimos e dirigindo outros investidores, de modo sistemático e programado, para a compra ou venda de um determinado ativo, ostensivamente sem fundamento econômico algum – com o objetivo declarado de forçar o preço de negociação em determinado sentido –, essa conduta será considerada manipuladora.<sup>524</sup>

De acordo com Nelson Eizirik, Ariádna Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques:

o manipulador objetiva eliminar os riscos da operação, transformando em certeza a esperança de obter lucros; para tanto, modifica as regras de funcionamento do mercado e da transformação de preços, enganando os investidores, que desconhecem o caráter artificial das cotações dos títulos<sup>525</sup>

<sup>522</sup> “O verbo ‘*phish*’ com ‘*ph*’ refere-se a uma prática fraudulenta destinada a obter dados privados de indivíduos valendo-se de sites na internet (ex. adquirir a senha de cartão de crédito ou outras informações de seu Internet Banking enviando um e-mail com as cores e diagramação do seu banco, fazendo-se passar por este). Cf. AKERLOF, George A.; SHILLER, Robert. *Phishing for Phools: The Economics of Manipulation and Deception*. Princeton: Princeton University Press, 2015”. COSTA, Isac. Op. cit. P. 123.

<sup>523</sup> Id.

<sup>524</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro; IKEDA, Natalia Naomi. Op. cit. p. 384.

<sup>525</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Op. cit. P. 540.

A capacidade de indução de terceiros à compra e venda no âmbito das redes sociais está conectada com a capacidade de influência e determinação do debate nessas plataformas: elas, apesar de serem, geralmente, espaços onde todos podem se manifestar, não são todos que são capazes de fazer com que o seu conteúdo gere um grande alcance, visibilidade e quantidade de interações, também chamadas, popularmente, de “engajamento”<sup>526</sup>. Assim, geralmente, a maioria das pessoas envolvidas tendem a ser apenas replicadores de movimentos coordenados por poucas pessoas que efetivamente possuem essa capacidade. Dessa maneira, a efetiva capacidade de indução da maior parte dos usuários, na verdade, é extremamente baixa.

Considerando esses aspectos inerentes aos modelos de funcionamento de diversas redes sociais, o alcance, a visibilidade e o engajamento poderiam diferenciar a análise em relação a uma pessoa que possuiria apenas o potencial de indução (ex.: pessoa com poucos seguidores publica uma mensagem) da que efetivamente é capaz de induzir comportamentos em larga escala (ex.: pessoa com muitos seguidores, suposto reconhecimento, etc.). Ressalva-se o fato de que, para a CVM, atualmente, apenas o potencial de indução já seria suficiente para configurar o ilícito de manipulação de preços, não obstante a existência de posicionamentos contrários a esse entendimento, conforme análise realizada na seção 3.1.1.

A necessidade de contraposição mencionada acima se evidencia no fato de que, apesar de serem redes em que as interações podem se dar de forma descentralizada, os movimentos nelas desenvolvidos são, normalmente, personalizados, ou seja, iniciados por pessoas. Logo, tal paralelo é fundamental de ser traçado para fins de definição de autoria. O movimento coordenado, de massa, composto por inúmeros agentes, pode trazer uma falsa sensação de titularidade coletiva. Falsa porque o poder de direcionar os movimentos de tal coletividade na prática, geralmente, não é dividido igualmente entre cada participante, mas, sim, concentrado em poucos que, sob o véu de alguma legitimidade conquistada (seja por sua fama, carreira, escolaridade, etc.) perante os usuários dessas plataformas, conseguem o aval dessas pessoas para induzi-las.

Trata-se, portanto, de um movimento muito mais passivo do que ativo, se analisado pelo viés de quem efetivamente ocupa com mais peso essa nova era do debate público. A propagação de narrativas por meio de redes sociais tem servido para impulsionar comportamentos de massa, facilitando eventuais processos de indução de terceiros para a realização de determinadas operações no MVM. Inclusive, cabe destacar que, para a CVM, a divulgação de informações em rede social, a fim de estimular a realização de operações envolvendo determinado ativo já

---

<sup>526</sup> O termo “engajamento” pode incluir “*curtidas, comentários, compartilhamentos, retuítes e visualizações*”. ANBIMA. Op. cit. p. 65.

foi identificada como um dos artifícios utilizados para fins de manipulação, conforme exposto na seção 3.1.1. Adicionalmente, sobre o teor do que é veiculado, ressalta-se que, hoje, a disseminação de conteúdo falso é alarmante nessas plataformas<sup>527</sup>, o que só corrobora a avaliação de que o alcance de uma mensagem independe da sua qualidade e veracidade, estando, na maior parte das vezes, muito mais atrelado à proeminência de determinado usuário na respectiva rede e até ao impulsionamento do conteúdo publicado, mediante pagamento.

O segundo seria em relação à forma de avaliação do poder de mercado quando da ocorrência de eventual *short squeeze* de forma massificada. De forma geral, a literatura jurídica especializada sobre o *short squeeze* entende que ele seria resultado de uma manifestação em decorrência do exercício do poder de mercado<sup>528</sup>. Seguindo essa lógica, em último caso, não seria possível atribuir uma conduta desse tipo a quem efetivamente não o detenha. Conforme Marcelo Cavali e Natalia Naomi Ikeda:

Note-se como o caso GameStop se apresenta como um verdadeiro “ornitorrinco”, a colocar em xeque essa classificação. As situações de *squeeze* não foram perpetradas por agentes detentores de domínio de posição dominante no mercado, com elevado poder econômico, mas por centenas de milhares de investidores, agindo conjuntamente, tornando evidente o poder das transformações causadas pelas redes sociais.<sup>529</sup>

Reconhece-se que a lógica por trás da ideia de exercício de poder de mercado se caracteriza por ser uma questão considerada de cunho originalmente concorrencial, não obstante, se propõe uma nova abordagem para a sua análise. Segundo Comunicado publicado pela CVM em 29 de janeiro de 2021:

O chamado *squeeze*, que pode se configurar em situações nas quais um ou mais investidores provocam artificialmente a alta do preço de valores mobiliários, de maneira a causar prejuízos a terceiros ou auferir benefícios indevidos para si ou outros participantes do mercado, é uma das modalidades de manipulação. No Brasil, a depender das características do caso, tais estratégias podem ser tipificadas, em sede administrativa, como “manipulação de preços”. (...)

Como já se encontra demonstrado nos precedentes da CVM, pode contribuir para a caracterização da manipulação a atuação de um conjunto de pessoas, agindo sob um interesse comum, sendo todas elas, pelo menos em tese, possíveis de responsabilização pela conduta vedada pela Instrução CVM 8.<sup>530</sup>

<sup>527</sup> “Once the professional media may have played a gatekeeper role, refusing to publish wild and unsubstantiated reports. But on the blogs, it is the Wild West today.” COFFEE, John C.; MITTS, Joshua. Op. cit.

<sup>528</sup> “it is undeniable that (...) a squeeze represents the exercise of market power.” PIRRONG, Craig. Commodity Market Manipulation Law: A (Very) Critical Analysis and Proposed Alternative. **Washington and Lee Law Review**. V. 51, 1994. P. 952.

<sup>529</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro; IKEDA, Natalia Naomi. Op. cit., p. 384.

<sup>530</sup> Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-alerta-possivel-atuacao-irregular-de-pessoas-em-midias-sociais-com-vistas-a-influenciar-o-comportamento-de-investidores>. Acesso em: 30 mai. 2022.

Embora a verificação sobre o poder de mercado não seja um requisito explícito para a configuração dos ilícitos administrativo e criminal de manipulação, também se trata de questão relevante para fins de definição de autoria<sup>531</sup>. Nesse quadro, preliminarmente, cabe registrar que se entende que *“Pequenos operadores não devem ser completamente excluídos da condição de manipuladores. Eles ainda podem manipular preços através de várias práticas fraudulentas, apesar de seu poder de mercado ser limitado”*<sup>532</sup>. Inclusive, *“Em mercados poucos líquidos e nos quais negociações de pequenos valores influenciam os preços, muitos investidores podem ser vistos como detentores de poder de mercado”*<sup>533</sup>.

Feitas essas considerações, tal sugestão de nova abordagem se dá, uma vez que as tentativas de *short squeezes* decorrentes de movimentos surgidos em redes sociais assumem contornos próprios, diferentes da forma tradicional dessa modalidade. Tendo em vista que o cenário analisado neste trabalho é outro, repleto de inúmeros participantes, sem vínculo prévio entre si, propõe-se que eventual poder de mercado venha a ser medido no caso concreto não somente pela quantidade de ações que determinado agente detenha direta e indiretamente – por meio de fundos, sociedades e entidades –, mas também pelas operações de terceiros na mesma direção que ele comprovadamente tenha sido capaz de influenciar. A existência de padrões de negociações é um fator considerado, pela CVM e pelo judiciário, como relevante para fins de configuração do ilícito.

Essa abordagem seria para os casos em que tais agentes buscam se utilizar da sua capacidade de influência efetiva, aproveitando-se da comunicação hierarquizada e do sistema de modulação comportamental das redes sociais para aproveitar eventuais seguidores e seus respectivos recursos para viabilizar suas estratégias pessoais. Essa capacidade de influência faz com que os agentes que desejem coordenar tais movimentos precisem vir a desembolsar muito menos dinheiro do que o necessário – se fossem realizar tal estratégia de tentativas de *short squeeze* sozinhos – para alcançar os mesmos efeitos. Nesse quadro, relembra-se que:

É muito difícil distinguir, nesse contexto, os investidores do mercado que teriam negociado determinado valor mobiliário sob a influência de uma notícia divulgada com o objetivo de afetar a cotação de um papel. Mais difícil ainda é avaliar o grau de influência da notícia na decisão de investimento de cada investidor, individualmente.<sup>534</sup>

<sup>531</sup> *“whether an asset’s price is set by the forces of supply and demand or, rather, by the trader’s controlling market position.”* FLETCHER, Gina-Gail S. Legitimate Yet Manipulative: The Conundrum of Open-Market Manipulation. Duke Law Journal, v. 68, n. 3, dez. 2018. P. 525.

<sup>532</sup> MARKHAM, Jerry W. **Law enforcement and the history of financial market manipulation**. Armonk – London: M. E. Sharpe, 2014. Apud CAVALI, Marcelo Costenaro, 2018. P. 278. Tradução de Marcelo Cavali.

<sup>533</sup> MOTA, Fernando de Andrade. Op. cit. P. 239.

<sup>534</sup> MORELLI, Denis, 2015. P. 607.

Dessa maneira, para fins de critérios de análise dessa capacidade de influência, sugerem-se que sejam obtidas, pelos reguladores e autoridades competentes – conforme o caso –, informações junto às companhias responsáveis pela administração das respectivas redes sociais, as quais deverão ser contextualizadas com os volumes e períodos de eventuais operações realizadas no mercado como um todo. Em relação aos dados a serem utilizados na avaliação, sugerem-se os seguintes: (i) a quantidade de seguidores nas diferentes redes sociais; (ii) números de visualizações, interações e reações do respectivo conteúdo pertinente publicado; (iii) verificação de pagamento de eventual serviço de publicidade e/ou impulsionamento para que determinada mensagem alcance determinado público; (iv) tipo de público eventualmente escolhido, dentre outros. Tal sugestão se coaduna com a análise de dados já realizada pela BSM, conforme abordado na seção 4.2 deste trabalho.

O terceiro seria em relação à verificação da espontaneidade de eventual movimento por demanda de determinado ativo, a qual seria possível de analisar de acordo com as informações providas pelas companhias que administram as redes sociais. A ideia seria verificar se se tratou de um movimento orgânico e espontâneo por demanda ou se, na verdade, foi direcionado por agentes específicos. Isso porque, conforme defendem Marcelo Cavali e Natalia Naomi Ikeda:

Se alguém assume a frente desse processo, criando perfis anônimos e dirigindo outros investidores, de modo sistemático e programado, para a compra ou venda de um determinado ativo, ostensivamente sem fundamento econômico algum – com o objetivo declarado de forçar o preço de negociação em determinado sentido –, essa conduta será considerada manipuladora.<sup>535</sup>

Além disso, também se sugere que se considere as diferenças intrínsecas referentes à: i) eventual concordância com um posicionamento publicado em uma rede social e a realização de uma operação em virtude dessa identificação com a ideia exarada; e (ii) conduta de combinação deliberada sobre a realização de determinadas operações. A CVM considera a atuação concertada como um dos indícios de manipulação, mas, por outro lado, a atuação conjunta, por si só, não foi considerada como ilícita pela autarquia, conforme exposto na seção 3.1.1.

Sobre o tema, Otavio Yazbek defende que “*Quando um grupo de investidores combina entre si certos movimentos de mercado, com o intuito de gerar efeitos sobre os preços, se está evidentemente, no campo das práticas cobertas*”<sup>536</sup> pela Resolução nº 62/2022. Para ele, “*A rigor, quando na apresentação de um grupo de Telegram se declara a intenção de provocar um efeito artificial sobre o funcionamento do mercado (ainda que, também ali, se declare que*

<sup>535</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro; IKEDA, Natalia Naomi. Op. cit. P. 389.

<sup>536</sup> YAZBEK, Otavio. Op. cit.

*não se trata de manipulação) e quando, com isso, investidores operam em conjunto*<sup>537</sup> não parece que seja difícil caracterizar tais condutas no disposto na Resolução CVM nº 62/2022. Na mesma linha, assinalam Marcelo Cavali e Natalia Naomi Ikeda:

A atuação coordenada de investidores para forçar o preço de uma ação pode, em tese, caracterizar a manipulação de preços. A reunião, ainda que virtual, de pessoas que decidem adquirir papéis com o objetivo único e deliberado de fazer a sua cotação subir caracteriza um artifício destinado a promover cotações enganosas ou artificiais.

Com efeito, não se trata de decisões tomadas a partir de uma análise sobre o valor fundamental do papel ou de uma previsão sobre quanto ele virá a valer. Trata-se de uma profecia autorrealizável, porque a cotação apenas sobe em razão da atuação dos envolvidos. Não há uma formação de preços baseada na oferta e na demanda reais, mas num movimento artificialmente criado (...)

O objetivo dessa operação pode ser tanto o de causar prejuízo aos investidores que operam vendidos como induzir terceiros a negociar os valores mobiliários cujas cotações foram artificialmente produzidas. Evidentemente, trata-se de conduta dolosa.<sup>538</sup>

Por conseguinte, tais autores afirmam que *“Se a atuação combinada em redes sociais pode caracterizar a infração administrativa de manipulação de preços, também é possível que se esteja diante de um crime de manipulação de mercado”*<sup>539</sup>. Nesse quadro, para Otavio Yazbek, *“As dificuldades podem surgir na construção dos casos, uma vez que a situação em si é inédita: a quem se deve acusar? Qual a viabilidade de uma acusação em massa?”*<sup>540</sup>. Segundo Marcelo Cavali e Natalia Naomi Ikeda:

É claro que, em casos semelhantes ao da GameStop, o Ministério Público não terá condições de processar todos os envolvidos (...) E, mesmo que isso fosse possível, em relação à maioria das pessoas que forçaram o preço para cima haverá apenas provas de que participaram das negociações – mas não de que tomaram a frente da direção da manobra fraudulenta.

Mais do que a efetiva responsabilização de todos os participantes, o mais importante é deixar claro que, em tese, essa atribuição de responsabilidade, inclusive criminal, é possível. E, em casos mais graves, será fundamental levar a cabo uma investigação rigorosa e aprofundada, para punição, ao menos, do(s) principal(is) artífices(s) do esquema, a fim de gerar um efeito de prevenção geral contra esse tipo de conduta.<sup>541</sup>

Sobre o assunto, Marcus Galileu Lorena Dutra, Viviane Muller Prado e Lie Uema do Carmo assinalam que: *“a persecução da manipulação em casos com participação massificada*

<sup>537</sup> YAZBEK, Otavio. Op. cit.

<sup>538</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro; IKEDA, Natalia Naomi. Op. cit. P. 384.

<sup>539</sup> Ibid., p. 389.

<sup>540</sup> YAZBEK, Otavio. Op. cit.

<sup>541</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro; IKEDA, Natalia Naomi. Op. cit. P. 390.

*de investidores pode ter resultados frustrantes para o público em geral*”<sup>542</sup>. Nesse aspecto, faz-se oportuno rememorar o diagnóstico realizado por Denis Morelli sobre a atuação do judiciário nos crimes contra o mercado de capitais, segundo o qual:

enquanto há inúmeras ocorrências que, conforme a lei, deveriam receber o tratamento penal, na prática a situação é bem diferente. Há poucos registros de ações criminais, mesmo após mais de uma década da inclusão da parte penal na Lei nº 6.385/1976. (...) Para a sociedade, portanto subsiste a sensação de impunidade, na medida em que há muitas condutas tipificadas como criminosas, mas não há a correspondente atividade do Estado na esfera penal.<sup>543</sup>

Passada quase uma década desde essa reflexão, em evento realizado em setembro de 2022<sup>544</sup>, os próprios integrantes do TRF da 3ª Região reconheceram a dificuldade de o judiciário lidar com casos envolvendo supostas manipulações de mercado. Fato é que os procedimentos para eventual condenação em qualquer esfera requerem uma necessidade de avaliação de cada caso com cuidado, para que seja realizada uma individualização das condutas. Acusações de forma genérica são expressamente vedadas pelo ordenamento jurídico pátrio (e não há de ser diferente). Ademais, pessoas realizam operações por motivos distintos, mesmo que os movimentos sejam semelhantes. Logo, no que diz respeito à verificação do dolo, se reconhece que é uma tarefa árdua de análise nesses casos. Por outro lado, a possibilidade de registro de evidências que o mundo eletrônico possibilita é muito maior do que antes: ao se articularem nas redes sociais, necessariamente, tudo que fazem é registrado<sup>545</sup>. Nessa mesma linha, são as reflexões de Marcelo Cavali e Natalia Naomi Ikeda:

Embora em um caso de movimento articulado de milhares de investidores exista evidente dificuldade probatória para se identificar os responsáveis pelo artifício, a reconstrução das mensagens enviadas em redes sociais pode caracterizar um indício a ser aprofundado pelas autoridades.<sup>546</sup>

No caso de se entender que eventual ocorrência de *short squeeze* se trataria de um movimento decorrente de uma demanda genuína, é possível que se reduzisse a chance de eventual caracterização do ilícito de manipulação, considerando que: (i) respeitados os limites impostos pela regulação, as pessoas têm o direito de manifestarem livremente suas opiniões

<sup>542</sup> DUTRA, Marcos Galileu Lorena; PRADO, Viviane Muller; CARMO, Lie Uema do. Op. cit.

<sup>543</sup> MORELLI, Denis, 2015. P. 620.

<sup>544</sup> Curso intitulado “*Mercado de Capitais: Diálogos entre o Direito Penal e o Administrativo Sancionador*”, realizado em 5 de setembro de 2022, pelo TRF da 3ª Região.

<sup>545</sup> Segundo apresentação veiculada pela SEC sobre investigações envolvendo manipulação de mercado: “*IP Addresses Can Be Key: In one case, we were able to show that four accounts had all been opened at the same time, from the same IP address, using free email accounts set up at the same time; The four accounts held \$4 million in proceeds that we were able to freeze by going to court*”. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/Market%20Manipulations%20and%20Case%20Studies.pdf>. Acesso em: 13 mar. 2023.

<sup>546</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro; IKEDA, Natalia Naomi, op. cit., p. 386.

sobre ativos nas redes sociais; (ii) o conteúdo negativo ou positivo de determinada publicação, por si só, não enseja a configuração de manipulação, sendo necessário outros elementos também – não obstante o uso de linguagem qualificada como otimista já ter sido considerada, pela CVM, como um artifício para a consecução da manipulação, e, pelo judiciário, como uma manobra fraudulenta.

De todo modo, se a informação é de amplo conhecimento e não há qualquer tipo de indução a erro de terceiros, não haveria fraude, mas um real processo de convencimento e opção por uma estratégia de investimento. Inclusive, no caso dos EUA, há quem<sup>547</sup> considere que: (i) um investidor que apenas realiza operações para “passar uma mensagem”, sem disseminar informações materialmente falsas ou enganosas, comunicando apenas o seu descontentamento com a postura dos gestores de fundos de investimento e os seus motivos pessoais para comprar ou vender um ativo nas redes sociais não engana outros investidores; e (ii) os diálogos e especulações realizados pelos participantes do WSB seriam muito mais próximos à uma comunicação casual do que à divulgação de informações no contexto do mercado de capitais<sup>548</sup>.

Do contrário, ninguém mais poderia publicar impressões positivas ou negativas sobre nenhuma companhia, o que inclusive seria prejudicial para as trocas de informações entre investidores, algo que a internet e as redes sociais contribuíram tanto para facilitar. Inclusive, o fato de muitos investidores institucionais já estarem incorporando tais métricas de análises comportamentais das redes sociais, como insumos para os seus processos de tomadas de decisões de investimentos, corrobora o quanto é uma realidade importante de ser considerada, dando indícios de ser uma tendência que veio para ficar.

O quarto parâmetro a ser analisado seria relacionado ao nível de publicidade e visibilidade de eventual mensagem. Sugere-se que há uma diferença na conduta de quem opta por realizar comentários em espaços públicos e de grande acesso nas redes sociais, em relação a quem opta por realizá-los em espaços virtuais com acesso restrito. A restrição ao acesso implica na segregação do recebimento de informações pelo público em geral, gerando um impedimento à visibilidade sobre aquela informação por terceiros e, por conseguinte, “*uma falsa percepção da realidade*”<sup>549</sup>, o que pode vir a ser caracterizado, portanto, como uma manobra fraudulenta, conforme inclusive defendem Marcelo Cavali e Natalia Naomi Ikeda:

Compreende-se como fraudulenta toda manobra maliciosa que leve terceiros a uma falsa percepção da realidade. Ainda que as redes sociais sejam acessíveis a qualquer pessoa, a maioria do mercado continua a ser mantida em

---

<sup>547</sup> LANGENBUCHER, Katja; HASAN, Fizza, op. cit., p. 407.

<sup>548</sup> Id.

<sup>549</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro; IKEDA, Natalia Naomi. Op. cit. P. 389.

erro quanto à razão pela qual os ativos estão sendo comprados. Sem tomar conhecimento do acerto na rede social, os demais investidores acreditarão falsamente haver razões econômicas reais a direcionar o movimento das cotações. É perfeitamente possível falar-se em fraude, portanto.<sup>550</sup>

Dessa maneira, mesmo que o acesso a determinada página em rede social seja público, caso seja em um veículo pouco acessado pela maioria das pessoas, pode-se gerar o mesmo efeito. Quanto mais a plataforma é capaz de gerar efeitos de rede, mais a publicidade sobre determinado posicionamento nela se torna relevante. A criação de um grupo de conversa fechado reduz a possibilidade de acesso, ao público em geral, em relação às informações que são trocadas nele, contribuindo para uma potencial assimetria informacional entre participantes e não participantes. Estes últimos avaliarão as operações envolvendo determinados ativos sob o véu do desconhecimento em relação ao que os investidores que integram o grupo trocam, discutem, articulam em conjunto. Não obstante, ressalta-se que a publicidade, por si só, não torna eventual movimento lícito, conforme precedentes administrativos e judiciais analisados nas seções 3.1.1 e 3.2.1. Trata-se de um fator importante para se considerar o dolo, a equidade do acesso à informação e se houve manobra fraudulenta, mas se faz necessário que seja avaliada em conjunto com outros fatores. Ressalva-se, ainda, que o simples fato de uma pessoa participar de um grupo fechado, por si só, não caracterizaria eventual ilícito.

O quinto parâmetro a ser considerado seria a análise sobre a intenção e a boa-fé do indivíduo. A conduta de quem realiza uma publicação de forma livre e desinteressada, manifestando sua opinião pessoal sobre determinado ativo é diferente daquela que o faz, a fim de ludibriar os demais, o que caracterizaria a fraude, elemento intrínseco ao ilícito penal. Assim, para se avaliá-las, se faz necessária uma verificação em relação à consistência do conteúdo da publicação com os demais elementos do caso. Há quem defenda que, se as operações realizadas são baseadas em motivos pessoais, políticos ou até irracionais e, mais importante, que eles não teriam sido escondidos nem combinados com declarações falsas<sup>551</sup>, não haveria a caracterização de manipulação.

À luz dos precedentes da CVM e do judiciário, a análise desse parâmetro pode incluir uma verificação se houve: (i) omissão da identidade do responsável pela informação publicada; (ii) padrão de negociação incompatível com (a) as informações divulgadas em rede social, (b) seu perfil de investimento, (c) restante do mercado; (iii) vínculos entre os envolvidos. Entende-se que tais circunstâncias são essenciais para a análise quanto à intenção e à boa-fé de quem

---

<sup>550</sup> Id.

<sup>551</sup> LANGENBUCHER, Katja; HASAN, Fizza, op. cit., p. 411.

publica determinada informação em rede social. Nessa linha, para avaliar a intenção do indivíduo, Marcelo Cavali e Natalia Naomi Ikeda sugerem também que:

Por exemplo, pode-se verificar as posições que foram montadas antes da incitação a operar e buscar associar estas operações às pessoas que escreveram as mensagens (COSTA, 2021, p. 132). Deve-se examinar o conteúdo das postagens feitas por ele e compará-las com as operações concomitantemente realizadas. Deve-se verificar o seu histórico de operações e de manifestações em redes sociais, com o papel negociado e outros. Deve-se verificar a veracidade das informações postadas. Deve-se comparar o valor aplicado com a carteira total do investigado. Deve-se verificar se ele manteve os papéis no longo prazo; depois do vencimento dos contratos de quem estava operando vendido, haverá um argumento favorável à existência de razões justificáveis para a aquisição das ações.<sup>552</sup>

A maior dificuldade para o enquadramento consiste em identificar se há ou não manobra fraudulenta na atuação de quem orienta centenas/milhares de outras pessoas a comprar/vender/manter ações (...) <sup>553</sup>

O sexto diz respeito à análise sobre a volatilidade, questão relevante nas esferas administrativa e penal. Conforme verificado na seção 3.1.1, a valorização súbita e com alto viés especulativo é considerada um indício de manipulação pela CVM, assim como operações envolvendo ativos com pouca liquidez. Segundo identificado pela literatura<sup>554</sup>, ações de menor valor, conhecidas em inglês como “*penny stocks*” ou “*micro-cap stocks*”, estão mais sujeitas à volatilidade e a sofrerem manipulação nessas redes. Assim, faz-se essencial uma avaliação sobre as operações ocorridas em períodos anteriores, durante e posteriores aos casos a serem analisados. Conforme se observou na análise dos precedentes da CVM e do judiciário, a verificação se os preços se mantiveram ao longo do tempo é um meio comumente utilizado para avaliar se houve a caracterização de manipulação durante determinado período. Nessa linha, relembra-se que:

<sup>552</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro; IKEDA, Natalia Naomi, op. cit., p. 386.

<sup>553</sup> Ibid., p. 389.

<sup>554</sup> “‘Penny’ or ‘micro-cap’ stocks about which there is little publicly available information have proved particularly susceptible to Internet manipulations. As mentioned earlier, the *SEC v Charles O. Huttoe* case constitutes a classic example of a ‘pump-and-dump’ scheme, where owners of thinly traded stocks increased demand for various shares through on-line newsletters, chat rooms, and bulletin boards, and then sold those shares at the resulting higher prices. Moreover, the entrance of ‘penny stock’ manipulators to the information age has meant the rise of so-called ‘momentum trading websites’, through which manipulators create short term but significant price increases in thinly traded stocks. By making false and misleading statements about the socks, manipulators induce ‘momentum’ traders to buy securities on a particular day (often at a particular time). A characteristic example, which also provides interesting insights into investor behaviour, is exhibited in the case of the *Fast-Trades.com* website. Under section 10(b) of SEA 1934, the US Securities and Exchange Commission charged three law students who ran the site, for using it to manipulate the price of the stock of four companies with small capitalization. The students purchased shares in such companies at a very low price. Their purchases alone could move the stock price upwards, but not to an appreciable degree. The price of the stock of the companies involved rose significantly when they issued recommendations about them on the site, allowing the operators of the scheme to enjoy substantial financial gains.” AVGOULEAS, Emílios. Op. cit. P. 138-139.

A conduta mais clássica de manipulação de preços envolve alguma variação de atuação concertada de diversos agentes no sentido de, deliberadamente, por meio de uma sequência de negociações ou da divulgação de informações falsas, aumentar o preço de um determinado papel, para logo em seguida vendê-lo para compradores desavisados (*pump and dump*). Como não há qualquer fundamento para o aumento do preço do papel, assim que as compras e vendas entre os manipuladores cessa, ou logo que se verifica que as informações divulgadas não condizem com a realidade, o preço do papel despenca, acarretando graves perdas para o comprador.<sup>555</sup>

O sétimo relaciona-se ao tipo de vínculo com a companhia<sup>556</sup> e à posição ocupada em relação ao acesso e à produção de informações relevantes, considerando-se a possibilidade de divulgação de informações relevantes por terceiros não integrantes da companhia, como os ativistas negativos, conforme explorado na seção 4.1. Dependendo do posicionamento ocupado pela pessoa, a sua capacidade de manipulação pode aumentar ou diminuir. O grau de confiança e relevância que se dá a determinada declaração realizada por algum desses tipos de agentes, normalmente, é superior à eventual mensagem veiculada por outros, como os investidores de varejo.

Conforme verificado nas seções 3.1.1 e 3.2.1 deste trabalho, eventual vínculo com a companhia foi considerado, inclusive, como um elemento relevante de análise, para fins de configuração da conduta de manipulação em ambas as esferas. Nos precedentes da CVM analisados, ficou evidente que as pessoas com algum vínculo com a companhia possuem uma capacidade alta de conseguirem influenciar alterações no mercado por meio dos seus discursos. Geralmente, ela tende a ser bem maior do que a de investidores de varejo, havendo situação em que a manifestação deste último não gerou qualquer impacto na realização de operações por terceiros.

No Comunicado da autarquia transcrito acima nesta seção, assinalou-se que eventual configuração de movimento de “*squeeze*” como ilícito seria por meio da identificação do cometimento de alguma das condutas previstas na Resolução CVM nº 62/2022, as quais são ilícitas, deixando, portanto, certa margem aberta sobre como isso seria avaliado, à luz dessas redações, cujas linguagens são extremamente amplas propositadamente. Por sua vez, conforme explorado na seção 4.1, a BSM considera o “*squeezing*” como prática abusiva, sendo este entendido como o “*ato de aproveitar-se da iliquidez de um valor mobiliário por meio do*

---

<sup>555</sup> COPOLA, Marina. Op. cit. P. 85-86.

<sup>556</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2013/8880 (19957.006758/2017-37). Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira. Rio de Janeiro, 11 jun. 2019.

*controle da demanda e da exploração do congestionamento do mercado durante períodos de escassez, a fim de criar preços artificiais*”<sup>557</sup>.

Adicionalmente, relembra-se manifestação regulatória estrangeira no sentido de que o “*squeeze*”, por si só, poderia não ser considerado manipulação, conforme abordado na seção 4.1. Feitas as ressalvas sobre eventual transposição dessa teoria para o regime brasileiro na referida seção, ressalta-se que, não obstante eventual coincidência nas nomenclaturas adotadas por esses diferentes entes, o que se percebe é que cada um optou por uma definição específica com contornos distintos, mesmo que com algumas similaridades. Nesse sentido, por meio das reflexões constantes do presente trabalho, buscou-se jogar luz sob o panorama atual e contribuir para a análise do tema.

Em síntese, avalia-se que o caso envolvendo a GameStop Corp. demonstra o poder das redes sociais para a formulação de estratégias financeiras abertamente<sup>558</sup>. Além das questões já abordadas, pode-se dizer que o que difere tal cenário de ocorrências mais tradicionais de manipulação seria o fato de que, nesse último caso, os acusados de manipulação, normalmente, já possuem algum relacionamento prévio, seja familiar, profissional, de amizade. No caso de casos envolvendo manifestações em redes sociais, sobretudo naquelas que não confirmam extensa e universal visibilidade e acesso, a diferença consiste no fato de que, em muitos casos, essas pessoas não possuem um relacionamento e vínculo prévio. Inclusive, muitas vezes, o seu elo de interação é iniciado em virtude dessas articulações envolvendo os valores mobiliários.

Ressalta-se que “*A diferença essencial entre especuladores e manipuladores, nesse sentido, é que aqueles exploram as variações do mercado, estes as causam. A especulação é, em princípio, realizada dentro das regras do mercado e, portanto, autorizada*”<sup>559</sup>. Assim como, destaca-se que, em essência, “*A distinção entre uma negociação lícita ou ilícita de grande quantidade se pauta principalmente pelos motivos para a realização das operações*”<sup>560</sup>. Ainda, registra-se que “*a insatisfação (...) com os atos da administração e com a performance do ativo não (...) autoriza a realizar operação no mercado com a finalidade de manipular o preço das ações*”<sup>561</sup>.

---

<sup>557</sup> Conforme Roteiro Básico do Programa de Qualificação Operacional da B3, disponível em: [https://www.b3.com.br/data/files/AA/E2/A1/7B/464135103A135D25790D8AA8/Roteiro\\_PQO.pdf](https://www.b3.com.br/data/files/AA/E2/A1/7B/464135103A135D25790D8AA8/Roteiro_PQO.pdf). Acesso em: 14 dez. 2022. Tal definição segue a redação usada pela IOSCO, conforme explorado na seção 3.1 deste trabalho.

<sup>558</sup> “*The tale of GameStop demonstrates the power of social media for the public to formulate financial strategy in the open and to orchestrate financial comeback for publicly traded companies within a matter of weeks. The formidable power of social media can be both liberating and scary.*” LEE, Newton. Op. cit.

<sup>559</sup> CAVALI, Marcelo Costenaro, 2018. P. 296.

<sup>560</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº 02/2014. Rel. Dir. Carlos Alberto Rebello Sobrinho. Rio de Janeiro, 17 dez. 2019.

<sup>561</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PAS nº RJ2016/1742. Rel. Dir. Gustavo Borba. Rio de Janeiro, 18 abr. 2017.

Em virtude desses acontecimentos, atualmente, foram dispostas algumas regras no fórum WSB<sup>562</sup>, as quais preveem, sobretudo, a ausência de: (i) manipulação de mercado; e (ii) “*pump and dump*”, “*short squeeze*” e fraudes. Em relação ao primeiro, consta que é proibida qualquer publicação que contenha informações falsas ou enganosas e que seja feita com o propósito de manipular o mercado. Alerta-se que qualquer atividade desse tipo é contrária à regulação sobre valores mobiliários dos EUA e não será tolerada no fórum. Em relação ao segundo, as disposições são no seguinte sentido: não é permitido publicar sobre ações (i) cujos valores sejam avaliados na casa dos centavos – chamadas de “*penny stocks*” em inglês –; (ii) que sejam de companhias com valores de capitalização inferiores a U\$ 500 milhões – conhecidas como “*microcap stocks*” em inglês –; (iii) que sejam negociadas fora dos mercados centralizados de bolsas de valores – nomeadas de “*over-the-counter stocks*” em inglês –; (iv) que tenham baixos volumes de opções; ou (v) quaisquer outros valores mobiliários considerados desvalorizados que sejam sujeitos a fraudes ou esquemas de “*pump and dump*”.

De acordo com o *website* do WSB, o sistema desenvolvido pelo fórum está programado para liberar as publicações relativas a ações de companhias cujo valor de capitalização supere U\$ 500 milhões e para removê-las após tais valores alcançarem níveis inferiores a U\$ 400 milhões. Além disso, não são permitidas publicações direcionadas exclusivamente para a realização de movimentos de “*squeeze*”. O fórum faz o seguinte alerta para os seus usuários: “*se a sua tese de investimento consiste em apenas mobilizar pessoas para mover o preço e liquidar operações, inclusive de vendas a descoberto, então ela não se encaixa aqui, tente r/ponzischemes*”, sugerindo um outro fórum da mesma rede social.

Por fim, para Otavio Yazbek, no caso do IRB, haveria, ainda, “*outros possíveis ilícitos a considerar*”<sup>563</sup>. Segundo ele, os influenciadores “*líderes daqueles movimentos podem, dependendo da sua atuação, ser acusados de exercício irregular de atividade regulada (que também é crime, nos termos do art. 27-D da Lei nº 6.385/76)*”<sup>564</sup>. Ele não descarta também a hipótese de se o indivíduo que “*instigou as práticas for ligado à empresa que teve as ações*

---

<sup>562</sup> “3. No Market Manipulation - Any post that contains false or misleading information and is made for the purpose of manipulating the market for a security is prohibited. Any activity of this sort is against the securities laws and will not be tolerated on this forum. 4. No Pump & Dumps, Short Squeezes, or Scams - No non-reporting penny, microcap (Less than \$500 million market cap), OTC stocks, low volume options, or any other worthless securities that are susceptible to scams or pump & dump schemes. The bot will unspam tickers when their market cap is >500MM and re-spam them after they sink to under 400MM. No squeeze-only threads. If your investment thesis is solely rallying people to move the price and liquidate longs/shorts, then it doesn't belong here. Try r/ponzischemes.” Disponível em: <https://www.reddit.com/r/wallstreetbets/>. Acesso em: 3jan. 2023.

<sup>563</sup> YAZBEK, Otavio. Op. cit.

<sup>564</sup> Id.

*negociadas, como aventado por alguns participantes do mercado – aí não apenas aumenta a reprovabilidade, como também se pode estar diante de casos de insider trading*<sup>565</sup>.

#### 4.2. Os desafios e perspectivas regulatórias relacionadas

Diversos são os desafios para a CVM e o judiciário encararem e lidarem com essa nova modalidade de *short squeeze*, realizada por meio das redes sociais, conforme exposto acima. Nesse quadro, há quem<sup>566</sup> defenda que se possa dizer que uma das lições decorrentes da saga do caso envolvendo a GameStop Corp. para os reguladores seria, sobretudo, a necessidade de compreender os novos propulsores para o investimento do público de varejo e buscar assegurar que se promova um comportamento de investimento informado e eficiente<sup>567</sup>. Para tanto, defende-se que os reguladores devem enfrentar questões como<sup>568</sup>: (i) as fontes de informação usadas por essas pessoas; e (ii) o potencial de aproveitamento da tecnologia para incentivar a educação financeira dos investidores. Reputando-se como essencial, portanto, uma análise sobre o impacto das redes sociais nos comportamentos dos investidores<sup>569</sup>.

Nesse contexto, cabe destacar as iniciativas chinesa e brasileira para se buscar combater eventual manipulação, por meio de redes sociais, incorporando questões de análise comportamental<sup>570</sup>. Identificou-se<sup>571</sup> que as bolsas chinesas estabeleceram um conjunto de análise de monitoramento e de sistemas de reportes de indícios, com base em três aspectos: (i) verificação da ocorrência de manifestação de opinião pública, antes da negociação; (ii) monitoramento em tempo real durante a negociação; e (iii) análise dos dados após o horário comercial. Para combater eventual manipulação transfronteiriça, tais bolsas passaram a colaborar com outras para promover o desenvolvimento de um sistema de acompanhamento acessível para as envolvidas.

---

<sup>565</sup> Id.

<sup>566</sup> FISCH, Jill E. Op. cit. P. 1.806.

<sup>567</sup> IOSCO, 2022c. P. 46.

<sup>568</sup> FISCH, Jill E. Op. cit. P. 1.806.

<sup>569</sup> IOSCO, 2022b. P. 11.

<sup>570</sup> “*At the same time, we argue, behaviorally informed regulation needs to take into account not only behavioral insights about individuals but also economic insights about markets. In this framework, successful regulation requires integrating a more nuanced view of human behavior with an understanding of markets. Markets have been shown to systematically favor overcoming behavioral biases in some contexts and to systematically favor exploiting those biases in other contexts.*” BARR, Michael S.; MULLAINATHAN, Sendhil; SHAFIR, Eldar. Behaviorally Informed Regulation. In: SHAFIR, Eldar. **Behavioral Foundations of Public Policy**. Princeton: Princeton University Press, 2012. P. 457.

<sup>571</sup> Ibid. P. 42-43.

No caso do Brasil, a BSM desenvolveu um programa de “Monitoramento das Mídias Sociais”, cujo objetivo consiste em *“identificar possível correlação entre comportamento dos investidores, comportamento dos ativos e informações divulgadas nas mídias sociais, capaz de indicar atipicidades em operações”*<sup>572</sup>. Para tanto, ele:

utiliza ferramentas de TI para capturar informações divulgadas em redes sociais referentes às companhias abertas emissoras de valores mobiliários nas mídias sociais, quantificando impacto, relevância e alcance. Concomitantemente a ferramenta analisa o comportamento dos ativos emitidos (volatilidade, número de negócios, número de investidores, volume financeiro, etc.) e o comportamento dos investidores (perfil do investidor, volume operado, lucro ou prejuízo obtido, etc.)<sup>573</sup>

Tais estratégias estão em linha com as sugestões da IOSCO<sup>574</sup> sobre algumas ferramentas que podem ser utilizadas pelos reguladores para endereçar eventuais disrupções e volatilidades no mercado: (i) aumento da capacidade de monitoramento sobre as redes sociais para identificar eventuais ilícitos; (ii) engajamento com plataformas e moderadores das redes sociais; (iii) monitoramento do *marketing* e das tendências de produtos de investimento destinados a investidores de varejo; (iv) emissão de alertas e de advertências a investidores; (v) emissão de declarações públicas para buscar remediar eventual volatilidade decorrente de operações realizadas com base em informações divulgadas em redes sociais; e (vi) definição de regras para vendas a descoberto, como limites de posições e preços, entre outros.

Em relação às características envolvendo as regras e estruturas de mercado, assinala-se que elas contribuiriam para que tais movimentos ocorridos nos EUA e no Brasil tivessem consequências e efeitos diferentes. Sobre o assunto, destaca-se o diagnóstico realizado por Marcus Galileu Lorena Dutra, Viviane Muller Prado e Lie Uema do Carmo no seguinte sentido: *“é necessário manter sob controle as posições agregadas em mercados de liquidação futura e nos empréstimos, que possam oferecer riscos para todo o sistema”*<sup>575</sup>.

---

<sup>572</sup> CVM. Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos. **Influenciadores Digitais e o Mercado de Capitais Brasileiro**: uma análise do custo-benefício da edição de regramento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários - Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório. Abril, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf>. Acesso em: 18 abr. 2023.

<sup>573</sup> Id.

<sup>574</sup> IOSCO, 2022c. P. 46.

<sup>575</sup> FILHO, Ary Oswaldo Mattos Filho; DUTRA, Marcos Galileu; CARMO, Lie Uema do; PRADO, Viviane Muller. SANTOS, Ezequiel Fajreldines dos. Op. cit.

## 5. CONCLUSÃO

Em decorrência dos eventos envolvendo recentes articulações entre investidores em redes sociais, que culminaram em tentativas de viabilizar movimentos de *short squeeze*, surgiram questões quanto a eventuais caracterizações de condutas manipulativas. Verifica-se que o fato de tal fenômeno ter se dado no âmbito das redes sociais não foi à toa. Elas detêm características específicas que, atualmente, moldam a forma como as pessoas se comunicam, pensam e atuam, tendo um impacto, alcance e implicações de proporções transnacionais, conforme abordado neste trabalho. Dessa maneira, considera-se que a principal chave para entender tal fenômeno também passa por apreender a lógica de funcionamento dessas plataformas e o papel que cada participante pode assumir e desempenhar nelas. O presente trabalho buscou contribuir para essa compreensão, focando nos impactos relativos ao MVM.

Adicionalmente, também foi realizada extensa pesquisa empírica para verificar, sobretudo, o que, hoje, se entende no Brasil como manipulação, tanto na esfera administrativa, quanto judicial, dentro dos limites das fontes publicamente disponíveis e indexadas. Foi identificada uma possível inconsistência na base de dados de PAS da CVM. A partir da análise dos resultados e da literatura jurídica especializada, foram apresentados os contornos dos entendimentos em ambas as esferas. O entendimento, tanto da CVM quanto do judiciário é no sentido de que as redes sociais são consideradas como meio idôneo para viabilizar a manipulação.

No âmbito da CVM, tem se considerado que, para fins de configuração do ilícito: (i) o potencial de indução, mesmo que mínimo é suficiente, não obstante decisão com posicionamento contrário já proferida; e (ii) diferentes tipos de artifícios e diversos indícios circunstanciais podem ser utilizados. No que diz respeito ao escopo da análise deste trabalho, sugere-se que seja averiguado o uso dos seguintes artifícios: (i) divulgação de informações em rede social, a fim de estimular a realização de operações envolvendo determinado ativo; e (ii) padrões de negociações.

Em relação à análise de eventuais indícios, sugere-se que seja averiguado se foram configuradas as seguintes circunstâncias: (i) omissão da identidade do responsável pela informação publicada; (ii) padrão de negociação incompatível com (a) as informações divulgadas em rede social, (b) seu perfil de investimento, (c) restante do mercado; (iii) valorização súbita e com alto viés especulativo; (iv) estabilização da cotação em patamares diferentes dos negociados pelos envolvidos, dentro de um curto período após a cessação de suas

atuações; (v) atuação concertada; (vi) a existência de vínculos entre os envolvidos; (vii) operações envolvendo ativos com pouca liquidez. Não obstante, ressalta-se a possibilidade de serem verificados outros elementos pertinentes, no curso da análise dos processos instaurados, tendo em vista o caráter reconhecidamente flexível de interpretação da norma.

Na esfera judicial, no que diz respeito à definição do que seria entendido como uma manobra fraudulenta, identificou-se que um padrão de negociação incompatível com as informações divulgadas em rede social já foi considerado como tal, dentre outros aspectos. Em linha com o assentado pela CVM, no que tange a eventuais indícios a serem analisados, sugere-se que sejam averiguados: (i) padrões de negociações; (ii) estabilização da cotação em patamares diferentes dos negociados pelos envolvidos, dentro de um curto período após a cessação de suas atuações; (iii) atuação concertada; e (iv) a existência de eventuais vínculos entre os envolvidos.

Tais elementos foram usados como subsídios na construção de parâmetros gerais para a análise do que se convencionou chamar de “nova modalidade de *short squeeze*”, cujo principal diferencial consiste no seu caráter subjetivo. Não obstante o fato de que o *short squeeze* possa ser definido como a dificuldade enfrentada, pelos *short sellers*, em comprar os ativos objetos de vendas a descoberto, no mercado, fazendo com que precisem pagar preços elevados para cumprir suas obrigações contratuais; na nova modalidade, tal cenário é fruto da atuação de pessoas que, geralmente, não detêm poder de mercado suficiente para, sozinhas, provocá-lo. Outra característica inerente à nova modalidade diz respeito aos motivos pelos quais tais investidores realizam operações que podem vir a desencadeá-lo. Tais razões não necessariamente podem se limitar a questões de cunho econômico, podendo abarcar também questões de outras naturezas.

Sobre o uso dos termos “*squeeze*” e suas derivações, não obstante eventual coincidência nas nomenclaturas adotadas por diferentes entidades nacionais (CVM e BSM) e internacionais (IOSCO e reguladores estrangeiros), o que se percebe é que não há o uso de um conceito uniforme. No geral, até o momento, cada um adotou definição específica com contornos distintos, mesmo que com algumas similaridades. Nesse sentido, por meio das reflexões constantes do presente trabalho, buscou-se jogar luz sob o panorama atual e contribuir para a análise do tema.

Tendo em vista que a avaliação dos casos se encontra em andamento pelos reguladores e autoridades competentes, foram elencados sete parâmetros de análise, à luz dos precedentes da CVM e do judiciário identificados e da literatura jurídica especializada. Dentro da análise de tais parâmetros, insere-se o exame sobre os elementos considerados como “artifícios”,

“indícios” e “manobras fraudulentas” nas esferas administrativa e penal, identificados nessa pesquisa. Esses parâmetros têm como objetivo auxiliar na verificação da: (i) autoria; (ii) (a)tipicidade da conduta; e (iii) existência de elementos de cada tipo de ilícito no caso concreto.

Os parâmetros de análise elencados são: (i) necessidade de diferenciação na avaliação da conduta de quem produz conteúdo e de quem o consome; (ii) forma de avaliação do poder de mercado quando da ocorrência de eventual *short squeeze* de forma massificada; (iii) verificação da espontaneidade de eventual movimento por demanda, a qual seria possível de analisar de acordo com as informações providas pelas companhias que administram as redes sociais; (iv) nível de publicidade e visibilidade de eventual mensagem; (v) a intenção e a boa-fé do indivíduo; (vi) nível de volatilidade; (vii) tipo de vínculo com a companhia e a posição ocupada em relação ao acesso e à produção de informações relevantes, considerando-se a possibilidade de divulgação de informações relevantes por terceiros não integrantes da companhia.

Em resumo, pode-se dizer que este trabalho se debruça sobre eventos que, apesar de recentes e, aparentemente disruptivos, permeiam questões já conhecidas pela literatura jurídica especializada e precedentes brasileiros, não obstante o reconhecimento da existência de pontos que poderão ser melhor explorados, mediante a conclusão dos processos instaurados, assim como a partir de eventuais delimitações regulatórias referentes à atuação dos influenciadores digitais e do ativismo exercido via vendas a descoberto.

## REFERÊNCIAS

- AFM. **The pitfalls of ‘finfluencing’**: Exploratory study by the AFM into investor protection requirements relating to social media posts. 2021. Disponível em: [https://www.afm.nl/~-/profmedia/files/publicaties/2021/pitfalls-of-finfluencing.pdf?sc\\_lang=en](https://www.afm.nl/~-/profmedia/files/publicaties/2021/pitfalls-of-finfluencing.pdf?sc_lang=en). Acesso em: 13 dez. 2022.
- ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Stock-price manipulation. **The review of financial studies**. Oxford: Oxford University Press, v. 5, n. 3, 1992.
- ALSTYNE, Marshall W. Van; PARKER, Geoffrey G.; CHOUDARY, Sangeet Paul. Pipelines, Platforms, and the New Rules of Strategy. **Harvard Business Review**, v. 94, n. 4, abr. 2016. Disponível em: <https://hbr.org/2016/04/pipelines-platforms-and-the-new-rules-of-strategy>. Acesso em: 15 dez. 2022.
- ANG, James; HSU, Charles; TANG, Di; WU, Chaopeng. Could Social Media Give Small Investors Greater Say in Corporate Governance?. **Columbia Law School Blog**, 05 ago. 2020. Disponível em: <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2020/08/05/could-social-media-give-small-investors-greater-say-in-corporate-governance/>. Acesso em: 08 nov. 2022.
- ANBIMA. **FInfluence**: quem fala de investimentos nas redes sociais. 4 ed. 2023. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/especial/influenciadores-de-investimentos-4.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos-4.htm). Acesso em: 28 mar. 2023.
- AVGOULEAS, Emílios. **The Mechanics and Regulation of Market Abuse**: A Legal and Economic Analysis. Oxford: Oxford University Press, 2005.
- BALTAZAR JUNIOR, José Paulo. **Crimes Federais**. São Paulo: Saraiva, 10ª edição, 2015.
- BARR, Michael S.; MULLAINATHAN, Sendhil; SHAFIR, Eldar. Behaviorally Informed Regulation. In: SHAFIR, Eldar. **Behavioral Foundations of Public Policy**. Princeton: Princeton University Press, 2012.
- BARROSO, Luís Roberto. Da caverna à internet: evolução e desafios da liberdade de expressão. **Revista Publicum**, v. 6, n. 1, p. 1-12, 2020.
- BARROSO, Luna van Brussel. **Liberdade de expressão e democracia na Era Digital**: o impacto das mídias sociais no mundo contemporâneo. Belo Horizonte: Fórum, 2022a.
- \_\_\_\_\_. O judiciário, o Twitter e a liberdade de expressão no século XXI. In: PIOVESAN, Flávia; DIAS, Roberto. **Liberdade de expressão e constitucionalismo multinível**: jurisprudência do STF, diálogos jurisdicionais e desafios contemporâneos. São Paulo: Editora JusPodivm, 2022b.
- BECK, Ulrich. **La sociedad del riesgo**: hacia una nueva modernidad. Barcelona: Paidós, 2006.

BELLEFLAMME, Paul; PEITZ, Martin. **The economics of platforms: concepts and strategy**. Nova York: Cambridge University Press, 2021.

BLISS, Barbara A.; MOLK, Peter; PARTNOY, Frank. Negative Activism. **Washington University Law Review**. Washington, v. 97, n. 5, p. 1.333-1395, 2020. Disponível em: <https://journals.library.wustl.edu/lawreview/article/id/2809/>. Acesso em: 29 out. 2022.

BRAGHETTA, Adriana; GABBAY, Daniela Monteiro; PITOMBO, Eleonora Coelho; ALVES, Rafael Francisco; LEMES, Selma Ferreira (coord. geral). **Arbitragem e Poder Judiciário: uma radiografia dos casos de arbitragem que chegam ao judiciário brasileiro**. Cadernos DIREITO GV. São Paulo: DIREITO GV, v. 6, n. 6, nov. 2009.

BRUNS, Axel; HIGHFIELD, Tim. Is Habermas on Twitter? Social Media and the Public Sphere. In: BRUNS, Axel; ENLI, Gunn; SKOGERBØ, Eli; LARSSON, Anders Olof; CHRISTENSEN, Christian. **The Routledge Companion to Social Media and Politics**. New York: Routledge, 2016.

CAVALI, Marcelo Costenaro. **Fundamento e limites da repressão penal da manipulação do mercado de capitais: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado**. São Paulo. 2017. Tese (Doutorado em Direito) Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

\_\_\_\_\_. **Insider Trading – Repressão Administrativa e Penal do Uso Indevido de Informação Privilegiada**. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

\_\_\_\_\_. **Manipulação do Mercado de Capitais: Fundamentos e Limites da Repressão Penal e Administrativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

\_\_\_\_\_; IKEDA, Natalia Naomi. Atuações no mercado de capitais combinadas em redes sociais: apontamentos para a atribuição de responsabilidade administrativa penal por manipulação de mercado. **Prisma Jurídico**, v. 20, n. 2, p. 375-392, jul/dez. 2021.

CHANCELLOR, Edward. **Devil take the hindmost: a history of financial speculation**. New York: Penguin, 2000.

CHIU, Iris H-Y. Social Disruptions in Securities Markets – What Regulatory Response do We Need? **Richmond Journal of Law and Technology**, vol. 28, i. 1., p. 46-85, 2021.

COFFEE, John C.; MITTS, Joshua. Short Selling and the New Market Manipulation. **Columbia Law School's Blog on Corporations and the Capital Markets**: New York, 2019. Disponível em: <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/03/18/short-selling-and-the-new-market-manipulation/>. Acesso em: 12 dez. 2022.

COPOLA, Marina. Sem querer querendo: uma discussão sobre o uso do dolo eventual nos ilícitos administrativos do mercado de capitais. **Revista semestral de direito empresarial**, n. 28, p. 61-118, jan./jun. 2021.

COSTA, Isac. “Game over” ou “New Game”: o caso GameStop e a metamorfose da manipulação de preços. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, v. 13, p. 113-136, 2021.

COSTA, José de Faria (coord.). **Temas de Direito Penal Económico**. Coimbra: Coimbra Editora, 2005.

CVM. Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos. **Influenciadores Digitais e o Mercado de Capitais Brasileiro**: uma análise do custo-benefício da edição de regramento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários - Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório. Abril, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf>. Acesso em: 18 abr. 2023.

DIAS, Luciana. Economia do direito societário e do mercado de capitais. In: PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro. **Direito e economia**: diálogos. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2019. P. 441-472.

DOPIERALA, Justin. GameStop Shareholders Must Call In Shares By April 20<sup>th</sup> To Vote. **Seeking Alpha**. April 6, 2020. Disponível em: <https://seekingalpha.com/article/4336290-gamestop-shareholders-must-call-in-shares-april-20th-to-vote>. Acesso em: 14 nov. 2022.

DUTRA, Marcos Galileu Lorena; PRADO, Viviane Muller; CARMO, Lie Uema do. **Game Stop à brasileira**: não nos esqueçamos da estrutura. São Paulo: Jota, 2021. Disponível em: [https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/disclosure/game-stop-a-brasileira-nao-nos-esqueçamos-da-estrutura-25022021#\\_ftn2](https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/disclosure/game-stop-a-brasileira-nao-nos-esqueçamos-da-estrutura-25022021#_ftn2). Acesso em: 30 mai. 2022.

EATON, Gregory W.; GREEN, T. Clifton; ROSEMAN, Brian S.; WU, Yanbin. **Zero-Commission Individual Investors, High Frequency Traders, and Stock market Quality**. Maio, 2021. Disponível em: <https://portal.northernfinanceassociation.org/viewp.php?n=2240041832>. Acesso em: 14 dez. 2022.

EIERLE, Brigitte; KLAMER, Sebastian; MUCK, Matthias. Does it really pay off for investors to consider information from social media? **International Review of Financial Analysis**, vol. 81, mai. 2022. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1057521922000473>. Acesso em: 13 dez. 2022.

EINHORN, David. **Fooling Some of the People All of the Time: A Long Short Story**. John Wiley & Sons, Inc.: Hoboken, 2008.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

ESMA. **ESMA Newsletter nº 21**. 2021. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-newsletter-n%C2%BA21>. Acesso em: 30 mai. 2022.

\_\_\_\_\_. **Final Report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection**. 2022. Disponível em: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1227\\_final\\_report\\_on\\_technical\\_advice\\_on\\_ec\\_retail\\_investments\\_strategy.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1227_final_report_on_technical_advice_on_ec_retail_investments_strategy.pdf). Acesso em: 13 dez. 2022.

FEDERAL RESERVE. **Financial Stability Report**. 2021. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/publications/files/financial-stability-report-20211108.pdf>. Acesso em: 13 dez. 2022.

FERREIRA, Gustavo. Criador do Short Squeeze IRB: 'Nosso objetivo é trazer igualdade para o mercado'. **Valor Investe**, São Paulo, 2021a. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/bolsas-e-indices/noticia/2021/01/29/criador-do-short-squeeze-irb-nosso-objetivo-e-trazer-igualdade-para-o-mercado.ghtml>. Acesso em: 01 dez. 2022.

\_\_\_\_\_. Organizadores do grupo Short Squeeze IRB lançam manifesto antissistema. **Valor Investe**, São Paulo, 2021b. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/bolsas-e-indices/noticia/2021/01/29/organizadores-do-grupo-short-squeeze-irb-lancam-manifesto-antissistema.ghtml>. Acesso em: 01 dez. 2022.

FERREIRA, Gustavo. 'Short Squeeze IRB' muda de nome e tenta se descolar de prática condenada pela CVM. **Valor Investe**, São Paulo, 2021c. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/bolsas-e-indices/noticia/2021/02/04/short-squeeze-irb-muda-de-nome-e-tenta-se-descolar-de-pratica-condenada-pela-cvm.ghtml>. Acesso em: 01 dez. 2022.

FILHO, Ary Oswaldo Mattos Filho; DUTRA, Marcos Galileu; CARMO, Lie Uema do; PRADO, Viviane Muller. SANTOS, Ezequiel Fajreldines dos. **A proteção do investidor em tempos de influenciadores digitais**. São Paulo: Jota, 2020. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/disclosure/protecao-investidor-influenciadores-digitais-01102020>. Acesso em: 30 mai. 2022.

- FISCH, Jill E. Gamestop and the Reemergence of the Retail Investor. **Boston University Law Review**, vol. 102, 2022. Disponível em: [https://scholarship.law.upenn.edu/faculty\\_scholarship/2817/](https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/2817/). Acesso em: 10 dez. 2022.
- FLETCHER, Gina-Gail S. Legitimate Yet Manipulative: The Conundrum of Open-Market Manipulation. **Duke Law Journal**, v. 68, n. 3, P. 479-554, dez. 2018.
- GERBAUDO, Paolo. Theorizing Reactive Democracy: The Social Media Public Sphere, Online Crowds and the Plebiscitary Logic of Online Reactions. **Democratic Theory**, vol. 9, i. 2, p. 120-138, 2022.
- GREENLEAF, Graham. Elements of Zuboff's Surveillance Capitalism. 160 Privacy Laws & Business International Report 29-32. **University of New South Wales Law Research Series**. 2019. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3479907>. Acesso em: 30 mai. 2022.
- HABERMAS, Jürgen, 1929. **Direito e democracia: entre facticidade e validade**. Vol. II. Tradução: SIEBENEICHLER, Flávio Beno. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro, 1997.
- HARRIS, Larry. Trading and Exchanges. **Market Microstructure for Practitioners**. Oxford: Oxford University Press, 2003.
- HUMAN RIGHTS COMMITTEE. **Report of the Special Rapporteur on the promotion and protection of the right to freedom of opinion and expression**. 11 mai. 2016, UN Doc A/HRC/32/38. P. 15-16. Disponível em: <https://undocs.org/en/A/HRC/32/38>. Acesso em: 15 dez. 2022.
- IOSCO. **Investigating and Prosecuting Market Manipulation**. 2020. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf> . Acesso em: 14 dez. 2022.
- \_\_\_\_\_. **Investor Behaviour and Investor Education in Times of Turmoil: Recommended Framework for Regulators based on Lessons Learned from the Covid-19 Pandemic Final Report**. 2022a. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD724.pdf>. Acesso em: 13 dez. 2022.
- \_\_\_\_\_. **Report on Retail Distribution and Digitalisation – Final Report**. 2022b. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD715.pdf>. Acesso em: 13 dez. 2022.
- \_\_\_\_\_. **Retail Market Conduct Task Force Consultation Report**. 2022c. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD698.pdf>. Acesso em: 24 mai. 2022.
- JAKAB, Spencer. **The Revolution that Wasn't: GameStop, Reddit, and the Fleecing of Small Investors**. Penguin Random House, 2022.
- JÚNIOR, Sérgio Assunção Rodrigues. Caso Olmedo Bustos vs Chile: a apreciação do direito à liberdade de expressão na jurisprudência internacional dos direitos humanos e a sua relevância no ordenamento jurídico brasileiro. In: SALLES, Denise Mercedes N. N. Lopes; CATÃO,

Marconi do Ó. FILHO, Oton Vasconcelos. PEREIRA, Thiago Rodrigues. **Visões de Direitos Humanos e Fundamentais**. Grupo Multifoco: Rio de Janeiro, 2019.

KARA, Tan Bhala. **Ethics in Finance: Case Studies from a Woman's Life on Wall Street**. Palgrave Macmillan. Ebook. 2021. p. 67. Disponível em: [https://doi.org/10.1007/978-3-030-73754-2\\_6](https://doi.org/10.1007/978-3-030-73754-2_6). Acesso em: 25 nov. 2022.

LANGENBUCHER, Katja; HASAN, Fizza. GameStop – A Case for Empowering Retail Investors? A Comparative Glance at the U.S. and the EU. In: TÖLLE, Antje G. I; BENEDICT, Jörg; KOCH, Harald; KLAWITTER, Stephan; PAULUS, Christoph G.; PREETZ, Friedrich. **Selbstbestimmung: Freiheit und Grenzen: Festschrift für Reinhard Singer zum 70. Geburtstag**. Berlin: Berliner Wissenschafts-Verlag, 2021.

\_\_\_\_\_; PELIZZON, Lorian. Short Selling: On Ethics, Politics, and Culture. **Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft**. vol. 33, no. 5, 2021, pp. 301-312.

LARGHI, Nathália. Após IRB, surgem mais grupos para 'compra coletiva' de ações de outras empresas. **Valor Investe**, São Paulo, 2021a. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/objetivo/de-olho-no-mercado/noticia/2021/01/29/apos-irb-surgem-mais-grupos-para-compra-coletiva-de-acoes-de-outras-empresas.ghtml>. Acesso em: 02 dez. 2022.

\_\_\_\_\_. Investidores brasileiros querem replicar fenômeno GameStop com IRB. **Valor Investe**, São Paulo, 2021b. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/noticia/2021/01/28/investidores-brasileiros-querem-replicar-fenomeno-gamestop-com-irb.ghtml>. Acesso em: 13 dez. 2022.

LEE, Newton. Business Intelligence. In: **Facebook Nation**. 3 ed. Springer: New York, 2021.

LEMONS, Ronaldo; COLEMAN, Gabriella. A Estética do Novo Ativismo. **Revista Observatório Cultural: OIC**. n. 19, (nov.2015/maio.2016). São Paulo: Itaú Cultural, 2007.

LÉVY, Pierre. A esfera pública no século XXI. In: FELICE, Massimo Di; PEREIRA, Eliete; ROZA, Erick. **Net-ativismo: Redes digitais e novas práticas de participação**. E-book. Papyrus Editora.

LIM, DAWN. How Investing Giants Gave Away Voting Power Ahead of a Shareholder Fight. **Wall Street Journal**. June 10, 2020. Disponível em: <https://www.wsj.com/articles/how-investing-giants-gave-away-voting-power-ahead-of-a-shareholder-fight-11591793863>. Acesso em: 14 nov. 2022.

LUSH, Mark; FONTES, Angela; VALDES, Olivia; MOTTOLA, Gary. **Consumer Insights on Money and Investing: A Collaboration between the FINRA Foundation and MORC at the University of Chicago. FINRA Investor Education Foundation and NORC at the University of**

- Chicago: February, 2021. Disponível em: [https://www.finrafoundation.org/sites/finrafoundation/files/investing-2020-new-accounts-and-the-people-who-opened-them\\_1\\_0.pdf](https://www.finrafoundation.org/sites/finrafoundation/files/investing-2020-new-accounts-and-the-people-who-opened-them_1_0.pdf). Acesso em: 14 dez. 2022.
- MARTINO, Luís Mauro Sá. **Teoria das Mídias Digitais: linguagens, ambientes, redes**. 2 ed. Petrópolis: Vozes, 2015.
- MARKHAM, Jerry W. **Law enforcement and the history of financial market manipulation**. Armonk – London: M. E. Sharpe, 2014.
- MASONI, Danilo; PONTIUS, Julien; MCCRANK, John; DAVIES, Megan; FEAST, Lincoln. **Timeline: The GameStop battle - how it unfolded for the key players testifying**. Reuters, 2021. Disponível em: <https://www.reuters.com/article/us-retail-trading-gamestop-timeline-idUSKBN2AI0IQ>. Acesso em: 13 dez. 2022.
- MINA, An Xiao. **Memes to Movements: How the World's Most Viral Media Is Changing Social Protest and Power**. Boston: Beacon Press, 2019.
- MITTS, Joshua. Short and Distort. **Journal of Legal Studies**, vol. 49, n. 2, jun. 2020. P. 287-334. Disponível em: [https://scholarship.law.columbia.edu/faculty\\_scholarship/2782/?utm\\_source=scholarship.law.columbia.edu%2Ffaculty\\_scholarship%2F2782&utm\\_medium=PDF&utm\\_campaign=PDFCoverPages](https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/2782/?utm_source=scholarship.law.columbia.edu%2Ffaculty_scholarship%2F2782&utm_medium=PDF&utm_campaign=PDFCoverPages). Acesso em: 05 mar. 2023.
- MOORE, Martin; TAMBINI, Damian. **Digital Dominance: the power of Google, Amazon Facebook and Apple**. Oxford University Press: New York, 2018.
- MOOSA, Imad A. **Good Regulation, Bad Regulation: The Anatomy of Financial Regulation**. Londres: Palgrave Macmillan, 2015.
- MORELLI, Denis. **A manipulação no mercado de capitais por administradores e acionistas controladores** (252 p.), Tese de Doutorado em Direito Comercial: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.
- \_\_\_\_\_. Artigo 27-C, D, E e F. In: PATELLA, Laura; CODORNIZ, Gabriela (coord.). **Comentários à lei do mercado de capitais: Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- MOTA, Fernando de Andrade. **Abusos no mercado de capitais: conceituação e repressão pela Comissão de Valores Mobiliários**. São Paulo. 2018. Tese (Doutorado em Direito) Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.
- NIEL, Thomas. **9 Meme Stocks that Social Media Won't Shut Up About**. NASDAQ, 2021. Disponível em: <https://www.nasdaq.com/articles/9-meme-stocks-that-social-media-wont-shut-up-about-2021-02-12>. Acesso em: 13 dez. 2022.

NITRINI, Rodrigo Vidal. **Liberdade de expressão nas redes sociais**. Belo Horizonte: Dialética Editora, 2021.

ORANBURG, Seth C. **A History of Financial Technology and Regulation from American Incorporation to Cryptocurrency and Crowdfunding**. Cambridge University Press: Cambridge, 2022.

OSÓRIO, Fábio Medina. **Direito administrativo sancionador**. 7. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

ÖZKULA, Suay Melisa. What is digital activism anyway? Social constructions of the “digital” in contemporary activism. **Journal of Digital Social Research**, vol. 3, n. 3, 2021.

PIRRONG, Craig. Commodity Market Manipulation Law: A (Very) Critical Analysis and Proposed Alternative. **Washington and Lee Law Review**, v. 51, 1994.

PUTNIŅŠ, Tālis J. An overview of market manipulation. In: ALEXANDER, Carol; CUMMING, Douglas. **Corruption and Fraud in Financial Markets: Malpractice, Misconduct and Manipulation**. Cornwall: John Wiley & Sons Inc., 2020. 1. Ed. P. 13-44.

\_\_\_\_\_. Market manipulation: a survey. **Journal of economic surveys**. Oxford: Blackwell, v. 26, i. 5, dec. 2012.

RAGAZZI, Ana Paula. **IRB admite que base do relatório da Squadra foi 'fantástica'**. São Paulo: Valor Econômico, 2020. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/empresas/noticia/2020/06/30/irb-admite-que-base-do-relatorio-da-squadra-fantastica.ghtml>. Acesso em: 13 dez. 2022.

RENAULT, Thomas. **Market Manipulation and Suspicious Stock Recommendations on Social Media**, 2017. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=3010850>. Acesso em: 02 mai. 2021.

REVELL, Stephen. Editors' Note. **Capital Markets Law Journal**, vol. 17, n. 1, jan. 2022. Disponível em: <https://academic.oup.com/cmlj/article/17/1/1/6469677>. Acesso em: 15 dez. 2022.

ROSAS, Rafael. **CVM confirma pedido ao Twitter para envio de dados de 'influenciadores' de mercado**. Rio de Janeiro: Valor Econômico, 2022. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/noticia/2022/08/31/cvm-confirma-pedido-ao-twitter-para-envio-de-dados-de-influenciadores-de-mercado.ghtml>. Acesso em: 15 dez. 2022.

RUIU, Maria Laura; RAGNEDDA, Massimo. Comparing the Empowerment Dynamics of Traditional Media and Social News Sites: The Case of GameStop. **Digital Journalism**. 2022. P. 6. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/21670811.2022.2142628>. Acesso em: 13 dez. 2022.

- SARMENTO, DANIEL. Liberdades comunicativas e “direito ao esquecimento” na ordem constitucional brasileira. **Revista Brasileira de Direito Civil**. vol. 7., jan/mar. 2016. Disponível em: <https://rbdcivil.ibdcivil.org.br/rbdc/article/view/76>. Acesso em: 28 nov. 2022.
- SCHOLZ, Trebor. **Platform Cooperativism: Challenging the Corporate Sharing Economy**. Nova York: Rosa Luxemburg Stiftung, 2016.
- SHEKITA, Nathan. Interventions by Common Owners. **Journal of Competition Law & Economics**. vol. 18, i. 1, mar. 2022. Disponível em: <https://academic.oup.com/jcle/article/18/1/99/6269136?searchresult=1>. Acesso em: 14 nov. 2022.
- SEC. **SEC Charges Eight Social Media Influencers in \$100 Million Stock Manipulation Scheme Promoted on Discord and Twitter**. 2022. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-221>. Acesso em: 14 dez. 2022.
- \_\_\_\_\_. **Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021**. 2021. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/press-release/2021-212>. Acesso em: 14 nov. 2022.
- SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. **Direito penal econômico como direito penal de perigo**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2006.
- SPYROU, Spyros. Herding in financial markets: a review of the literature. **Review of Behavioral Finance**. vol. 5, n. 2., 2013. P. 175 – 194.
- SRNICEK, Nick. **The Challenges of Platform Capitalism**: understanding the logic of a new business model. *Juncture*, v. 23, n. 4, 2017. Disponível em: <https://www.ippr.org/juncture-item/the-challenges-of-platform-capitalism>. Acesso em: 15 dez. 2022.
- THORBECKE, C. **GameStop timeline**: A closer look at the saga that upended Wall Street. ABC News. 2021. Disponível em: <https://abcnews.go.com/Business/gamestop-timeline-closer-saga-upendedwall-street/story?id=75617315>. Acesso em: 13 dez. 2022.
- TÓRTIMA, José Carlos. **Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional**: Uma Contribuição ao Estudo da Lei nº 7.492/86. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2002.
- UMAR, Zaghum; GUBAREVA, Mariya; YOUSAF, Imran; ALI, Shoaib. A tale of company fundamentals vs sentiment driven pricing: The case of GameStop. **Journal of Behavioral and Experimental Finance**, vol. 30, jun. 2021.
- VALENTE, Mariana Giorgetti. A Liberdade de Expressão na Internet: Da Utopia à Era das Plataformas. In: FARIA, José Eduardo. **A liberdade de expressão e as novas mídias**. 1. Ed. São Paulo: Perspectiva, 2020.

VEIGA, Alexandre Brandão da. **Crime de manipulação, defesa e criação de mercado**. Coimbra: Almedina, 2001.

WAISBERG, Ivo; BORBA, Gustavo Rabelo Tavares; ROCHA, Luiza Azevedo Coelho da. Atividade Sancionadora no Mercado de Capitais: objetivos principais, justificação e imperativos de segurança jurídica. **Revista Semestral de Direito Empresarial**. nº 24 (janeiro/junho 2019). Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

YAZBEK, Otavio. **O caso GameStop, sua versão local e o mercado de capitais**. São Paulo: Jota, 2021. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/mercado-capitais-gamestop-acoes-22022021>. Acesso em: 30 mai. 2022.

ZUBBOFF, Shoshana. Caveat Usor: Surveillance Capitalism as Epistemic Inequality. In: WERBACH, Kevin. **After the Digital Tornado**. Cambridge University Press: Cambridge, 2020. P. 206, 207.

ZINGALES, Nicolo; AZEVEDO, Paula Farani de. **A aplicação do direito antitruste em ecossistemas digitais: desafios e propostas**. Rio de Janeiro: FGV Direito Rio, 2022.