V ENCONTRO VIRTUAL DO CONPEDI

DIREITO EMPRESARIAL

VIVIANE COÊLHO DE SÉLLOS KNOERR

EDINILSON DONISETE MACHADO

MAURINICE EVARISTO WENCESLAU

Copyright © 2022 Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Direito

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

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

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

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

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

D597

Direito empresarial [Recurso eletrônico on-line] organização CONPEDI

Coordenadores: Edinilson Donisete Machado; Maurinice Evaristo Wenceslau; Viviane Coêlho de Séllos Knoerr – Florianópolis: CONPEDI, 2022.

Inclui bibliografia
ISBN: 978-65-5648-491-4
Modo de acesso: www.conpedi.org.br em publicações
Tema: Inovação, Direito e Sustentabilidade

1. Direito – Estudo e ensino (Pós-graduação) – Encontros Nacionais. 2. Direito. 3. Empresarial. V Encontro Virtual do CONPEDI (1: 2022 : Florianópolis, Brasil).

CDU: 34

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

V ENCONTRO VIRTUAL DO CONPEDI

DIREITO EMPRESARIAL

Apresentação

O V Encontro Virtual do CONPEDI sob o tema ““Inovação, Direito e Sustentabilidade”, promoveu a quinta edição virtual dentro das inovações criadas pela Diretoria, com objetivo de dar continuidade das atividades de pesquisas da área, diante das grandes dificuldades enfrentadas nos últimos anos pela crise pandêmica.

No GT encontram-se as pesquisas desenvolvidas em vários Programas de Mestrado e Doutorado do Brasil, com artigos selecionados por meio de avaliação por pares, objetivando a melhor qualidade e a imparcialidade na divulgação do conhecimento e formação do estado da arte na área do Direito Empresarial.

Valorosas contribuições teóricas e relevantes inserções na realidade brasileira emanam da reflexão trazida pelos professores, mestres, doutores e acadêmicos de todo o Brasil. Os artigos mostram um pouco da inovação, Direito e sustentabilidade e suas implicações na ordem jurídica brasileira, na contemporaneidade.

O GT apresentou pesquisas e abordagem que contemplam a reflexão do cenário nacional, a saber:

A Escola Austríaca e a Função Empresarial; A Resolução Do Contencioso Societário Por Meio Da Arbitragem; Análise Da Carta Anual De 2021 Da Empresa Brasileira De Serviços Hospitalares (Ebserh) Em Relação Aos Objetivos Das Políticas Públicas Que Instruíram Sua Criação Como Empresa Pública; Antevisão De Norberto Bobbio Sobre Desafios Dos Direitos Humanos Frente Ao Informacionalismo Nas Relações Empresariais Da Atualidade; Capitalismo De Compadrio À Brasileira; Da Regulação Governamental A Autorregulação Por Instrumentos Societários; Direito Administrativo Sancionador – Punindo Duas Vezes Os Mesmos Fatos; Em Que Medida O Novo Entendimento Do Supremo Tribunal Federal Sobre O Funrural Interfere No Agronegócio E Nas Recuperações Judiciais; Manipulação De Preços E De Mercado: Desafios Regulatórios Diante De Novas Tecnologias; Medidas De Suspensão Do Pagamento De Cédulas De Crédito Bancário Durante Período De Crise Econômica; Mitigação Do Contrato De Fornecimento De Energia Elétrica Por Demanda Contratada De Potência Ativa, No Contexto Da Pandemia Do Covid-19. O Benchmarking E O Cenário Da Pandemia De Covid-19; O Pagamento Privilegiado No Regime Centralizado De Execuções Na Sociedade Anônima De Futebol: Perspectivas Em Prol Da Cidadania Empresarial; O

Processo Recuperacional E A Noção De Assimetria Informacional: A Figura Do Administrador Na Recuperação Judicial Das Sociedades Limitadas; Revogação Do Instituto Da Empresa Individual De Responsabilidade Limitada Pela Medida Provisória N. 1.085, De 2021; Sociedade Limitada: Da Unipessoalidade Temporária À Permanente; Submissão Dos Créditos Fiscais Ao Concurso De Credores No Processo De Recuperação Judicial À Luz Do Princípio Da Preservação Da Empresa;

Assim como foi seguramente um momento ímpar a Coordenação do GT, organizando a apresentação dos trabalhos, acreditamos que tem valor científico positivo, ao leitor ou leitora, a experiência de aprofundar o pensamento daqueles que souberam cativar para este momento, o solitário momento da leitura e da meditação, para colocar à prova as várias teses defendidas naqueles dias do CONPEDI.

Divulgar a produção científica colaborativa socializa o conhecimento e oferece à sociedade nacional e internacional o estado da arte do pensamento jurídico contemporâneo aferido nos vários centros de excelência que contribuíram no desenvolvimento pessoal e profissional dos autores e autoras do presente GT.

Por fim, nossos agradecimentos ao CONPEDI pela honra a que fomos laureados ao coordenar o GT e agora, pela redação do Prefácio, que possui a marca indelével do esmero, da dedicação e o enfrentamento a todas as dificuldades que demandam uma publicação de qualidade como o presente.

Florianópolis, junho de 2022

Organizadores:

Prof. Dr. Edinilson Donisete Machado

Profª. Drª. Maurinice Evaristo Wenceslau

MANIPULAÇÃO DE PREÇOS E DE MERCADO: DESAFIOS REGULATÓRIOS DIANTE DE NOVAS TECNOLOGIAS

PRICES AND MARKET MANIPULATION: REGULATORY CHALLENGES FACING NEW TECHNOLOGIES

Maria Luiza Gutierrez Bonfatti Ribeiro

Resumo

Este artigo busca analisar os desafios enfrentados pela regulação brasileira em identificar a prática dos ilícitos de manipulação de preços e de mercado nas esferas administrativa e penal diante do advento do uso de novas tecnologias por investidores. O avanço da tecnologia facilita não apenas a difusão da informação, como também a articulação de investidores descentralizados para pressionar em massa os preços de valores mobiliários, inflando-os artificialmente de modo temporário e gerando elevados prejuízos aos demais participantes do mercado.

Palavras-chave: Estratégias regulatórias, Intervenção, Poder de polícia, Manipulação de mercado, Manipulação de preços

Abstract/Resumen/Résumé

This article seeks to analyze the challenges faced by the Brazilian regulation in identifying the practice of price and market manipulation in view of the advent of the use of digital platforms by investors. The advancement of technology facilitates not only the dissemination of information, but also the articulation of decentralized investors to pressure the price of securities, artificially inflating them temporarily and generating high losses to other market participants.

Keywords/Palabras-claves/Mots-clés: Regulatory strategies, Intervention, Police power, Market manipulation, Price manipulation

I. Introdução

O presente artigo pretende desenvolver uma análise acerca dos desafios regulatórios enfrentados pela regulação brasileira em identificar a prática dos ilícitos de manipulação de preços e de mercado nas esferas administrativa e penal diante do advento do uso de novas tecnologias por investidores.

O artigo é estruturado da forma descrita a seguir.

Incialmente, são expostas as normas relativas à manipulação de preços e de mercado que regulam o funcionamento do mercado de capitais brasileiro, bem como os requisitos apontados pela doutrina e pela jurisprudência para a caracterização do ilícito nas esferas administrativa e penal.

Em seguida, é feita uma breve descrição do que ficou conhecido como o Caso GameStop. Foi selecionado o referido caso por se tratar do primeiro grande precedente envolvendo o uso de redes e plataformas digitais para provocar oscilações artificiais nos preços dos valores mobiliários, e a partir do qual passou-se a se questionar em diversas jurisdições a efetividade e a suficiência das suas regulações diante do avanço tecnológico.

Posteriormente, discorre-se sobre o exercício do poder de polícia no Estado Regulador e seus limites na sociedade contemporânea. Por fim, apontam-se os desafios enfrentados pelo regulador diante das peculiaridades do Caso GameStop à luz das normas que regem o funcionamento do mercado de valores mobiliários brasileiro, bem como sugere-se a adoção de medidas potencialmente mitigadoras das dificuldades apresentadas.

Por último, é apresentada a conclusão.

II. Manipulação de preço e do mercado no Direito Brasileiro: ilícitos administrativos e penais

II.1. Manipulação de preço: ilícito administrativo

A Lei nº 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), atribui a esta competência para "*definir* [...] *a configuração de manipulação de preço*", nos termos do artigo 18, inciso II, alínea "b".

A manipulação de preços está prevista na Instrução CVM nº 08/1979. Trata-se de prática vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários. O item II, letra "b", da referida

Instrução enumera três elementos que devem estar presentes para a caracterização da infração administrativa de manipulação de preços: (i) a utilização de qualquer processo ou artifício; (ii) destinado a alterar a cotação de um valor mobiliário; e (iii) que induza terceiros à sua compra e venda.

A norma adotou um tipo aberto[1] para conceituar a prática de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários. Deve ser realizada uma análise das especificidades de cada caso concreto para se avaliar se determinada conduta se enquadra ou não na forma prescrita na Instrução[2].

Em que pese não haver uma definição clara acerca do que constitui a referida prática, uma conduta que não preencha os requisitos mencionados acima não pode ser tipificada como tal. Há que se analisar as normas à luz das peculiaridades do caso concreto.

Para a caracterização do mencionado ilícito, é necessário que haja a comprovação de dolo. Em outras palavras, há que se demonstrar que o processo ou artifício utilizado era destinado a um resultado específico: produzir alterações no comportamento de terceiros e na cotação dos valores mobiliários. Trata-se de elemento volitivo específico, sem o qual não se pode falar em manipulação de preços.

Além do dolo, a norma exige a configuração de um resultado naturalístico[3]. Faz-se necessário que a manobra artificial desenvolvida efetivamente induza terceiros à compra ou venda dos valores mobiliários.

---

[1] Confira-se trecho da Nota Explicativa CVM nº 14/79: "A vista dessa última opção - substituir ou estender os conceitos até agora em vigor - **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**. **Dentro dessa ótica é baixada pela CVM a INSTRUÇÃO Nº 08/79, que explicita serem vedadas a todos os participantes do mercado** a criação de condições artificiais na negociação de valores mobiliários, **a manipulação de preço**, as operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas. Ampliando, como se disse, os conceitos constantes da Resolução nº 39, define-se na Instrução cada uma dessas figuras, estabelecendo-se mais, a vista da particular relevância do interesse que a norma se propõe a tutelar, qual seja o funcionamento regular do mercado, a possibilidade da punição de forma agravada daqueles que, pelo seu comportamento, atentarem contra interesse pela prática de atos vedados na Instrução" (grifo nosso).

[2] SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais: Regime Sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 106.

[3] CAVALI, Marcelo Constenaro. 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. Tese de Doutorado apresentada como requisito parcial à obtenção do título de Doutor em Direito Penal, Medicina Forense e Criminologia, no Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP, 2017. p. 134.

A doutrina[4] e a jurisprudência da CVM[5] apontam para a necessidade de se demonstrar o nexo causal entre o artifício e o resultado. É preciso que se demonstre que o processo utilizado para influenciar a cotação dos valores mobiliários produziu o resultado específico almejado. Isto é, que os investidores não teriam negociado com os ativos se não fosse pela alteração de preços provocada artificialmente.

Portanto, a configuração da infração administrativa de manipulação de preços depende, em síntese, da demonstração de que a alteração de preços intencionalmente provocada por manobras artificiais teve o condão de induzir terceiros a realizar negócios que, de outra forma, poderiam não ter ocorrido.

II.2. Manipulação do mercado: ilícito penal

No âmbito dos ilícitos penais, a Lei nº 6.385/1976, no artigo 27-C, tipifica a conduta de manipulação do mercado como um dos crimes contra o mercado de capitais. Conforme o dispositivo, configura-se como manipulação do mercado a realização de operações simuladas ou a execução de outras manobras fraudulentas destinadas a alterar 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. A penalidade imposta pela Lei é a 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.

Na esfera penal, o tipo abrange não apenas a manipulação de preços, mas também a do mercado. Note-se que, assim como na infração administrativa, trata-se, de norma que se utiliza de conceitos abertos.

Em suma, o bem jurídico tutelado pela norma é a higidez da lei da demanda e da oferta que rege o funcionamento do mercado de capitais. Objetiva-se assegurar que os preços de negociação de valores mobiliários serão formados no âmbito de um mercado eficiente, no qual, em que pese existir determinado grau de assimetria informacional, o preço do ativo tende a ser informativo, ou seja, tende a convergir para o valor intrínseco do valor mobiliário[6].

---

[4] Sobre o tema, ver: (i) EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 550; e (ii) CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. A manipulação de preços conforme previsto na alínea B do inciso II da Instrução CVM 8, de 8 de outubro de 1979: o caso Vinci (PAS CVM RJ2012-9808). In: BORBA, Gustavo Tavares; BORBA, Rodrigo Tavares; ALMEIDA, José Gabriel Assis de. (Coords.). Comissão de Valores Mobiliários – Precedentes Comentados. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 382.

[5] Confira-se, a título de exemplo, o Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/7389, julgado em 10 de outubro de 2006, de relatoria do Diretor Presidente Marcelo Trindade.

[6] CAVALI, op. cit., pp. 145-148.

A prática de manipulação de mercado afasta o preço do seu valor informativo e acarreta perda da confiança e lesão ao patrimônio dos investidores. A manipulação cria uma "*cortina de fumaça*" sobre o mercado[7]: "[a] *ocorrência da manipulação caracteriza um processo de formação de preços artificial, um 'falso mercado', agredindo, consequentemente, o funcionamento regular do mercado de capitais*"[8].

O tipo penal exige a configuração de um duplo dolo específico[9]. É necessário (i) que a conduta seja pautada pela finalidade de alterar artificialmente a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário; e (ii) que haja o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou o fim de causar dano a terceiros.

De modo diverso ao tipo administrativo, a infração penal pressupõe a existência de dissimulação ou fraude[10], mas não requer a configuração de um resultado naturalístico para a sua caracterização. Pouco importa, para o ilícito de manipulação do mercado, que se perceba uma efetiva alteração no regular funcionamento do mercado, obtenção de vantagem ou que seja causado dano a terceiros. Basta que haja a realização de operações simuladas ou a execução de manobras fraudulentas, independentemente do resultado percebido[11]. Entretanto, é necessário que a conduta seja potencialmente lesiva ao bem jurídico tutelado[12].

É importante ressaltar que o caráter fraudulento não se confunde com um comportamento meramente especulativo: "[a] *diferença essencial entre especuladores e manipuladores* [...] *é que aqueles exploram as variações do mercado, estes as causam*"[13]. Enquanto a especulação tende a ocorrer respeitando as regras do mercado, a manipulação se traduz em manobra fraudulenta voltada à criação de um risco proibido, consistente na *"violação de normas extrapenais de regulação do mercado*"[14].

---

[7] NAJJAR, Gabriella ; PUGLIESE, Yuri Sahione. O Processo Administrativo Sancionador da CVM e o crime de manipulação de mercado. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. vol.I. São Paulo: Almedina, 2015. p. 262.

[8] EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, op. cit., p. 540.

[9] AYOUB, Maria Carolina Akel Ayoub. Short Squeeze e o aumento artificial de preços: aspectos penais. Disponível em <https://www.conjur.com.br/2021-fev-11/maria-ayoub-short-squeeze-aumento-artificial-precos#:~:text=Short%20squeeze%20e%20o%20aumento%20artificial%20de%20pre%C3%A7os%3A%20aspectos%20penais&text=Os%20recentes%20acontecimentos%20na%20bolsa,a%20plataforma%20de%20internet%20Redditt>. Acesso em 26 out. 2021.

[10] MILLER, Marcello. O 'caso GameStop' e o Direito Brasileiro. CONJUR. Disponível em <https://www.conjur.com.br/2021-fev-05/marcello-miller-gamestop-direito-brasileiro#:~:text=%22I%20%E2%80%94%20%C3%89%20vedada%20aos%20administradores,e%20o%20uso%20de%20pr%C3%A1ticas>. Acesso em 26 mai. 2021.

[11] AYOUB, op. cit.

[12] AYOUB, op. cit.

[13] CAVALI, op. cit., p. 244.

[14] Ibid, p. 244.

O sujeito ativo do crime de manipulação é qualquer pessoa que se enquadre na tipificação prescrita pela norma. Trata-se de delito comum, ou seja, capaz de ser cometido por qualquer indivíduo.

III. Caso GameStop

O Caso GameStop, como ficou conhecido, refere-se a um acontecimento verificado em meados de 2021 nos Estados Unidos no qual participantes de fóruns de discussão *on-line* definiram uma estratégia coletiva de investimento consistente, em síntese, em (i) adquirir ações da empresa GameStop Corp. ("GameStop" ou "Companhia"), uma varejista de produtos vinculados a jogos eletrônicos; e (ii) não disponibilizar tais ações para aluguel nem para venda.

Essa estratégia foi desenvolvida em um momento em que investidores institucionais, embasados em uma análise fundamentalista da Companhia à luz do mercado, estavam apostando na queda das ações da GameStop. Nesse contexto, muitos desses investidores, notadamente grandes fundos de investimento, executavam uma estratégia denominada venda a descoberto, ou *short selling.*

Em geral, a venda a descoberto ocorre basicamente da seguinte forma: determinado investidor aluga ações por um prazo determinado e as vende no mercado, acreditando que o preço irá cair para recomprá-las a um preço menor e restituí-las no dia do vencimento, obtendo, assim, lucro com a operação.

Diante desse cenário, participantes dos fóruns *on-line* iniciaram um movimento em massa de compra das ações da GameStop, o que pressionou sucessivos e expressivos aumentos de preço e gerou valorização significativa das ações. Com a subida abrupta do preço destas, os investidores que haviam assumido a posição de venda a descoberto viram-se obrigados a fechar suas posições e comprar ações, a fim de minimizar seus prejuízos, tendo sofrido o efeito denominado de *short squeeze.*

Pela leitura dos comentários postados nas redes sociais, percebe-se que o objetivo dos seus usuários era prejudicar os grandes fundos de investimento que apostavam na queda dos preços das ações da Companhia. O movimento gerou perdas bilionárias para diversos investidores, principalmente para os que estavam vendidos a descoberto.

Após o ocorrido, investidores em diversos países tentaram replicar o fenômeno. No Brasil, pessoas físicas se organizaram em aplicativos e fóruns de discussão de estratégias de investimento, nos quais passaram a circular orientações de compra das ações da IRB Brasil Resseguros S.A., tendo conseguido pressionar temporariamente uma alta dos preços das ações.

Diante disso, a CVM emitiu alerta ao mercado sobre a possibilidade de haver a caracterização de ilícitos administrativos e penais: "*a atuação com o objetivo deliberado de influir no regular funcionamento do mercado pode caracterizar ilícitos administrativos e penais*"[15]. A Autarquia apontou que a estratégia adotada por investidores para provocar artificialmente a alta dos preços de valores mobiliários pode vir a ser tipificada, em sede administrativa, como manipulação de preços, bem como ser passível de punição na esfera penal como manipulação do mercado.

IV. Desafios da regulação brasileira

A partir do Caso GameStop, identifica-se diversos questionamentos acerca da possibilidade de enquadramento das condutas dos investidores nos ilícitos administrativo e penal previstos no direito brasileiro referentes à manipulação de preço e do mercado, respectivamente.

Para realizar essa análise, faz-se necessário, primeiro, discorrer sobre o exercício do poder de polícia no Estado Regulador e seus limites na sociedade contemporânea.

IV.1. O exercício do poder de polícia no Estado Regulador

Uma das funções públicas do Estado Regulador é o exercício do poder de polícia[16]. Trata-se de prerrogativa de direito público que confere à atuação administrativa a possibilidade de restringir o pleno exercício de determinados direitos pelos particulares, notadamente "*o uso e o gozo da liberdade e da propriedade em favor do interesse da coletividade*" [17,18].

Mais do que a imposição de um não fazer aos particulares, a atuação da Administração Pública deve ser pautada por uma administração ordenadora[19], ou seja, uma atuação positiva:

---

[15] Confira-se o alerta ao mercado emitido pela CVM 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>.

[16] BINENBOJM, Gustavo. Poder de polícia, ordenação e regulação. Belo Horizonte: Fórum, 2016. p. 71.

[17] CARVALHO FILHO, José dos Santos. Manual de Direito Administrativo. 27ª ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 77.

[18] Para mais definições de poder de polícia, confira-se: (i) MEDAUAR, Odete; SCHIRATO, Vitor Rhein. Poder de polícia na atualidade. Belo Horizonte: Fórum, 2014. p. 13; (ii) CAETANO, Marcelo. Princípios fundamentais de direito administrativo. Rio de Janeiro: Forense, 1997. p.339; e (iii) SUNDFELD, Carlos Ari. Direito administrativo ordenador. 1ª ed. 3ª. T. São Paulo: Malheiros, 2003. p. 14.

[19] Carlos Ari Sundfeld propõe a substituição do uso da expressão "poder de polícia" por "administração ordenadora". Para o autor, "o primeiro passo para [elaborar sistematização ampla e nova de toda atividade de regulação administrativa da vida privada] será enviar para o museu não só a expressão poder de polícia, como a

> [...] enquanto a noção de poder de polícia surgiu para realçar o suposto poder de a Administração interferir na liberdade e propriedade, regulando-as em nome da boa ordem da coisa pública, a de administração ordenadora nasce justamente para negá-lo – e para deixar estampada a negativa.
>
> Adotado esse fundamento, administração ordenadora surge como a projeção, para o direito administrativo, de uma problemática de teoria geral do direito público, assim enunciada: em que medida e sob que regime pode o Estado interferir na aquisição, exercício e extinção dos direitos da vida privada? A análise aqui é, em primeiro lugar, dos limites da atividade legislativa (ex.: o princípio da mínima intervenção estatal impede a instituição, pela lei, de certos condicionamentos aos direitos dos particulares). Em segundo, dos limites constitucionais da atividade administrativa (ex.: no sistema brasileiro, os sacrifícios derivam apenas de ato judicial). Portanto, administração ordenadora é a projeção de conceito jurídico multidisciplinar, envolvendo o direito constitucional, o direito processual e o direito administrativo (SUNDFELD, 2003, p. 18).

A doutrina divide o exercício do poder de polícia nas seguintes etapas, que compõem o denominado ciclo de polícia: (i) disciplina normativa e ordem de polícia; (ii) consentimento administrativo; (iii) fiscalização; e (iv) sanção[20]. A atividade ordenadora envolve desde a imposição de limites às liberdades e à propriedade, até a concessão de consentimento por parte da Administração Pública para determinado agente exercer certo direito. Essa atuação ordenadora perpassa também a fiscalização preventiva e repressiva quanto às atividades desenvolvidas pelos particulares, bem como a imposição de sanções administrativas com o intuito de punir o infrator e desincentivar a prática do ilícito.

O exercício do poder de polícia encontra limites nos direitos fundamentais. A doutrina aponta para três dimensões em que essa restrição se observa. A primeira hipótese diz respeito à situação na qual a atuação administrativa se contrapõe ao âmbito de proteção de um direito fundamental, de modo que "*os direitos fundamentais exercem uma* eficácia bloqueadora *ao exercício do poder de polícia*"[21].

---

noção que recobre" (SUNDFELD, op. cit., p. 16). Contrariamente à alteração da expressão poder de polícia: CASSAGNE, Juan Carlos. Curso de derecho administrativo. 10ª ed. v.2. Buenos Aires: La Ley, 2011. p. 62.

[20] Para maiores aprofundamentos, confira-se: BINENBOJM, op. cit., p. 81.

[21] Ibid, p. 117.

A segunda hipótese versa sobre a intervenção do Estado em um direito fundamental no intuito de proteger outro direito fundamental. Para essa ponderação, faz-se necessária a observância das medidas de adequação, necessidade e proporcionalidade em sentido estrito.

Já a terceira dimensão na qual os direitos fundamentais limitam o exercício do poder de polícia por parte da Administração Pública diz respeito à situação na qual este, ao restringir um direito fundamental, acaba por aniquilá-lo[22].

Ao mesmo tempo em que os direitos fundamentais servem como limites à atuação administrativa do Estado, o poder de polícia tem o papel de proteção e promoção dos mesmos. Essa proteção exige que seja realizada uma ponderação entre objetivos coletivos e direitos fundamentais[23].

O avanço da pluralidade e da complexidade da sociedade acarreta em uma realidade complexa e sistêmica, a qual envolve uma multiplicidade de interesses. Exige-se do Estado constantes transformações para se adequar à nova realidade e atender aos diversos grupos de interesses que surgem[24.]

No âmbito do poder de polícia, essa nova realidade também se manifesta. Ao exercer uma atuação ordenadora, o Estado deve atentar para os distintos grupos de interesse existentes na sociedade, bem como levar em consideração os meios pelos quais esses agentes interagem entre si e com os demais, e os impactos que essas interações podem produzir no mercado. Do mesmo modo, na ponderação de interesses, o regulador deve sopesar os interesses e direitos fundamentais inerentes a cada um desses grupos. Dependendo das particularidades do caso concreto, essa ponderação terá o condão de limitar em maior ou menor grau a atuação administrativa do Estado no exercício do seu poder de polícia.

É uma premissa do Estado de Direito que, para o particular, a liberdade impera e a restrição é a exceção. Já a Administração Pública é regida pela regra inversa: só pode atuar nos limites do que a lei autoriza, principalmente no tocante ao exercício do seu poder sancionador.

Quanto a isso, a Administração Pública deve evitar o abuso regulatório, notadamente no sentido de redigir enunciados que impeçam ou retardem, indevidamente, a adoção de novas tecnologias[25].

---

[22] Ibid, pp. 119-122.

[23] Sobre o tema, confira-se: MADEIRA, José Maria Pinheiro. Reconceituando o poder de polícia. Rio de Janeiro: Lumsn Juris, 2000. p. 15.

[24] Sobre o tema, ver: (i) ARAGÃO, Alexandre Santos de. Agências reguladoras: e a evolução do direito administrativo econômico. Rio de Janeiro: Forense, 2002. pp. 202-203; e (ii) FREIBURGHAUS, Dieter. Le Développement des Moyens de l'Action Étatique. Obra coletiva dirigida por Charles-Albert Morand, L'Etat Propulsif, Ed. Publisud, Paris, 1991. pp. 59-60. APUD ARAGÃO, Alexandre Santos de. Agências reguladoras: e a evolução do direito administrativo econômico. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 203.

[25] Confira-se o artigo 4º, inciso IV, da Lei nº 13.874/2019.

O artigo 2º, nos incisos I, II e III, da Lei nº 13.874/2019 aponta como princípios, dentre outros, (i) a liberdade como uma garantia no exercício de atividades econômicas; (ii) a boa fé do particular perante o poder público; e (iii) a intervenção subsidiária e excepcional do Estado sobre o exercício de atividades econômicas. Além disso, o artigo 1º, §2º[26], do mesmo diploma legal, prevê que devem ser interpretadas em favor da boa-fé as normas de ordenação pública sobre atividades econômicas privadas.

No mercado de capitais, o princípio da confiança é um dos principais vetores. Por um lado, o Estado deve assegurar a estabilidade e a eficiência no funcionamento deste, a fim de atrair a confiança do público investidor. Assim, justifica-se a intervenção estatal e o exercício de atividade ordenadora no tocante às liberdades individuais. Por outro, o exercício do poder de polícia não deve ser tão rígido a ponto de impedir ou restringir, indevidamente, o uso de tecnologias no âmbito deste. É o que se verá a seguir.

IV.2. Desafios regulatórios brasileiros no mercado de capitais diante de novas tecnologias

Como visto, tanto a Lei nº 6.385/1976, no seu artigo 27-C, como a Instrução CVM nº 08/1979, no item II, letra "b", adotam tipologias abertas para definir a prática do ilícito de manipulação. Isso facilita que as normas acompanhem a dinâmica de constante evolução que caracteriza o funcionamento do mercado de capitais, sem ficarem rapidamente defasadas.

Ocorre que, por vezes, o avanço tecnológico acaba por criar situações que escapam, ao menos parcialmente, do âmbito de incidência dos comandos normativos: "[a] *digitalização que facilita a supervisão e a potencial repressão de ilícitos pelas autoridades, fragiliza a estabilidade do sistema*"[27].

O atual cenário tecnológico traz diversos desafios para a regulação do mercado de capitais. O Caso GameStop demonstrou que, dentro de um intervalo extremamente curto de tempo, investidores conseguem se articular em redes sociais e aplicativos de mensagens e pressionar em massa o preço de valores mobiliários, inflando-os artificialmente de modo temporário e gerando elevados prejuízos aos demais participantes do mercado. Essa disfuncionalidade desprovida de qualquer justificativa econômica acarreta ineficiências ao

[26] O artigo 1º, §2º, da Lei nº 13.874/2019, prevê que "interpretam-se em favor da liberdade econômica, da boa-fé e do respeito aos contratos, aos investimentos e à propriedade todas as normas de ordenação pública sobre atividades econômicas privadas".

[27] TRINDADE, Marcelo; PITTA, André. GameStop: ética ou populismo? Valor Econômico. Disponível em <https://valor.globo.com/financas/coluna/gamestop-etica-ou-populismo.ghtml >. Acesso em 01 jul. 2021.

mercado, bem como desconfiança por parte dos investidores, razão pela qual deve ser combatida pelo regulador, se presentes os requisitos que a enquadram como ilícito.

Uma das dificuldades enfrentadas pelo regulador para coibir essa prática diz respeito à identificação das pessoas supostamente envolvidas na manipulação. O Caso GameStop movimentou milhões de pessoas físicas investidores de varejo, muitas das quais fazendo uso de perfis anônimos nas redes sociais. A identificação dos participantes dos fóruns de discussão e individualização de suas condutas exigiria investigação que, além de demandar tempo, seria de difícil comprovação.

Também pode ser extremamente custoso identificar o objetivo dos investidores que realizaram negócios com os ativos no período em que os preços estavam artificialmente alterados. Ainda que restasse comprovado o intuito ardil de manipular preços a fim de induzir terceiros a realizar negócios, poderia ser extremamente difícil estabelecer uma diferenciação entre os investidores que dolosamente se utilizaram da manobra artificial e os investidores que adquiriram ações tendo como base apenas o movimento de subida do mercado.

Assim, a conduta de pequenos investidores que adquiriram o ativo no contexto de um "efeito manada" não deve ser alcançada pelos tipos administrativo e penal. Não há como se identificar o elemento doloso: "*as aquisições foram efetuadas com a finalidade precípua a elas inerente, que era obter a titularidade do ativo*"[28].

A configuração de uma conduta como manobra artificiosa requer uma análise aprofundada das peculiaridades de cada caso concreto, o que pode se traduzir em desafios de ordem probatória.

Veja-se, a título de ilustração, que eventualmente podem existir cenários nos quais grandes agentes do mercado realizem negócios com o fito de aumentar sua participação societária em determinada companhia e os preços naturalmente variem. Um exemplo disso é a situação na qual investidores relevantes combinam de comprar ações para conseguir uma cadeira no Conselho de Administração e interferência direta na gestão[29]. Nesta hipótese, não há que se falar em manipulação de preços, pois não está presente o dolo específico do tipo.

Ao analisar o Caso GameStop, o regulador está diante de uma situação que, diante de um avanço tecnológico, acaba por escapar da aplicação das normas legais. O advento das novas tecnologias aproxima investidores localizados em qualquer parte do mundo e facilita a

[28] MILLER, op. cit.
[29] Valor Econômico. 'Caso GameStop' deixa dúvidas sobre punição por possível manipulação. Disponível em <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/01/31/caso-gamestop-deixa-duvidas-sobre-punicao-por-possivel-manipulacao.ghtml>. Acesso em 01 jul. 2021.

comunicação e eventual atuação coordenada entre eles. Daí podem resultar efeitos indesejados pelo mercado, como a produção de ineficiências e de instabilidade.

Nessa situação, há uma diversidade de interesses difusos a serem tutelados, como os dos investidores que legitimamente negociaram com ações em função da oscilação de preço provocada pela coordenação dolosa, os dos demais investidores do mercado, os dos potenciais entrantes a investir, os da companhia em questão, dentre outros.

No exercício de atividade ordenadora, não se mostraria razoável que o Estado interviesse de forma extremamente restritiva em relação às liberdades individuais – no sentido, por exemplo, de proibir o uso de redes e plataformas de comunicação digitais –, nem que ele se mantivesse inerte diante de manobras artificiosas praticadas por meio dessas tecnologias, em virtude dos princípios da confiança e da segurança jurídica, essenciais à manutenção e ao desenvolvimento do mercado de capitais.

Todas essas dificuldades afetam a confiança do público e geram situações de incerteza que podem ser extremamente prejudiciais ao funcionamento regular do mercado.

Em vista disso, juristas defendem que, mais importante do que atuar de forma repressora por meio de processos administrativos sancionadores, é a atuação preventiva: "*afigura-se necessário, mais do que investir na perspectiva sancionadora, construir mecanismos que sejam aptos a dificultar ou impedir a manipulação em massa*"[30]. Na mesma linha, "[o] *foco deve estar na estabilidade, com regras prudenciais e operacionais de qualidade*"[31].

A título de exemplo de mecanismos preventivos, o Manual de Administração de Risco da Câmara da B3 e o Ofício-Circular nº 005/2020-VOP, de 07 de abril de 2020, estabelecem limites para a concentração de posições em aberto para contratos de empréstimo. Tais medidas restringem o percentual de investidores que podem assumir a posição de venda a descoberto, o que reduz o grau de exposição a eventuais problemas de *squeeze*.

Outra opção preventiva é o constante acompanhamento do comportamento dos agentes nas plataformas digitais e das informações que são por elas veiculadas. Essa medida pode se mostrar mais eficaz para que se possa "*identificar e coibir condutas consideradas nocivas, que abalem a higidez do mercado*"[32]. Em entrevista concedida à Bloomberg Television, Steven

---

[30] BORBA, Gustavo Tavares; ROCHA, Luiza Coelho da. Crowd Manipulation: o caso GameStop. GenJurídico. Disponível em <http://genjuridico.com.br/2021/02/05/crowd-manipulation-caso-gamestop/>. Acesso em 01 set. 2021.

[31] TRINDADE; PITTA, op. cit.,

[32] MORELLI, Denis. Manipulação de preços, internet e legislação. Valor Econômico. Disponível em <https://valor.globo.com/legislacao/noticia/2021/02/05/manipulacao-de-precos-internet-e-legislacao.ghtml>. Acesso em 01 maI.2021.

Maijoor, presidente da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, expressou sua preocupação com investidores de varejo que baseiam seu comportamento de compra em informações das redes sociais e atentou que "*é importante obter informações confiáveis*"[33], evitando-se embarcar em um movimento de manada desprovido de fundamento econômico.

V. Conclusão

Como visto, o Caso GameStop evidenciou desafios para a atuação dos reguladores do mercado de capitais. O estado atual da tecnologia e as redes sociais existentes possibilitam trocas intensas de dados e a disseminação muito rápida de informações, alcançando inúmeros indivíduos ao mesmo tempo.

Isso possibilita que pequenos investidores se articulem, iniciem um movimento em massa, e gerem pressão sobre os preços de valores mobiliários negociados no mercado. Dessa forma, esses pequenos investidores passam a ser capazes de gerar reviravoltas no mercado e causar turbulências de grandes proporções, vindo a potencialmente abalar investidores institucionais acostumados a navegar pelo mercado em posição de soberania.

Esse fenômeno tem sido descrito pela literatura como a "revolta das sardinhas": a atuação de pequenos investidores (sardinhas), antes considerada irrelevante para fins do direcionamento do mercado, passa a ser capaz de impactar, ainda que temporariamente, os preços do mercado, vindo a potencialmente afetar os investidores institucionais (tubarões).

Sob a ótica da legislação brasileira, esse cenário pode vir a configurar os ilícitos administrativo e penal de manipulação de preços e do mercado, respectivamente. O elemento crucial na análise da ilicitude da conduta é a configuração do dolo específico, ou seja, a intenção do agente de alterar os preços dos valores mobiliários com o objetivo de prejudicar terceiros. Esse fenômeno acarreta ineficiências ao mercado, bem como desconfiança por parte dos investidores, e deve ser combatido pelo regulador, se presentes os requisitos que o enquadram como ilícito.

Quanto a isso, o regulador pode vir a enfrentar obstáculos para a efetiva punição de tais condutas, dadas as potenciais dificuldades associadas à identificação dos agentes,

[33] Valor Econômico. Regulador da UE mostra preocupação com impacto de redes sociais em ações. Disponível em <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/02/23/regulador-da-ue-mostra-preocupacao-com-impacto-de-redes-sociais-em-acoes.ghtml>. Acesso em 01 jul. 2021.

individualização de suas condutas e aferição dos seus objetivos com a negociação dos valores mobiliários em questão.

No exercício do poder de polícia, o regulador, mais do que reprimir determinada conduta, deve se atentar para o desenvolvimento de uma atuação ordenadora, de modo a estimular comportamentos e práticas por parte dos agentes. Além da repressão, quando devida e possível, uma forma de atuação relevante do regulador para minimizar os impactos negativos de fenômenos tais como os verificados no Caso GameStop se dá na esfera preventiva. Isso se efetiva, dentre outros, por meio da edição de regras prudenciais, tais como os já citados Manual de Administração de Risco da Câmara da B3 e Ofício-Circular nº 005/2020-VOP, de 07 de abril de 2020, que estabelecem limites para a concentração de posições em aberto para contratos de empréstimo. Essas medidas, como dito, restringem o percentual de investidores que podem assumir a posição de venda a descoberto, o que reduz o grau de exposição a eventuais problemas de *squeeze*, que foi justamente o que ocorreu no Caso GameStop.

Referências

ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Agências reguladoras: e a evolução do direito administrativo econômico**. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

AYOUB, Maria Carolina Akel Ayoub. **Short Squeeze e o aumento artificial de preços: aspectos penais**. Disponível em <https://www.conjur.com.br/2021-fev-11/maria-ayoub-short-squeeze-aumento-artificial-precos#:~:text=Short%20squeeze%20e%20o%20aumento%20artificial%20de%20pre%C3%A7os%3A%20aspectos%20penais&text=Os%20recentes%20acontecimentos%20na%20bolsa,a%20plataforma%20de%20internet%20Redditt>. Acesso em 26 out. 2021.

BINENBOJM, Gustavo. **Poder de polícia, ordenação e regulação**. Belo Horizonte: Fórum, 2016.

BORBA, Gustavo Tavares; ROCHA, Luiza Coelho da. **Crowd Manipulation: o caso GameStop**. GenJurídico. Disponível em <http://genjuridico.com.br/2021/02/05/crowd-manipulation-caso-gamestop/>. Acesso em 01 set. 2021.

CAETANO, Marcelo. Princípios fundamentais de direito administrativo. Rio de Janeiro: Forense, 1997.

Casa Jota. **Caso Gamestop: a dificuldade em punir responsáveis por manipulações no mercado**. <https://www.jota.info/casa-jota/caso-gamestop-a-dificuldade-em-punir-responsaveis-por-manipulacoes-no-mercado-11022021>. Acesso em 01 jul.2021.

CARVALHO FILHO, José dos Santos. **Manual de Direito Administrativo**. 27ª ed. São Paulo: Atlas, 2014.

CASSAGNE, Juan Carlos. **Curso de derecho administrativo**. 10ª ed. v.2. Buenos Aires: La Ley, 2011

CAVALI, Marcelo Constenaro. **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**. Tese de Doutorado apresentada como requisito parcial à obtenção do título de Doutor em Direito Penal, Medicina Forense e Criminologia, no Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP, 2017.

CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. **A manipulação de preços conforme previsto na alínea B do inciso II da Instrução CVM 8, de 8 de outubro de 1979: o caso Vinci (PAS CVM RJ2012-9808)**. In: BORBA, Gustavo Tavares; BORBA, Rodrigo Tavares; ALMEIDA, José Gabriel Assis de. (Coords.). Comissão de Valores Mobiliários – Precedentes Comentados. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FREIBURGHAUS, Dieter. **Le Développement des Moyens de l'Action Étatique**. Obra coletiva dirigida por Charles-Albert Morand, L'Etat Propulsif, Ed. Publisud, Paris, 1991. pp. 59-60.

GRAU, Eros Roberto. **Elementos de direito econômico**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982. p. 29.

MADEIRA, José Maria Pinheiro. **Reconceituando o poder de polícia**. Rio de Janeiro: Lumsn Juris, 2000.

MEDAUAR, Odete; SCHIRATO, Vitor Rhein. **Poder de polícia na atualidade**. Belo Horizonte: Fórum, 2014.

MEDAUAR, Odete. **O direito administrativo em evolução**. 3ª ed. São Paulo: RT, 2016.

MILLER, Marcello. **O 'caso GameStop' e o Direito Brasileiro**. CONJUR. Disponível em <https://www.conjur.com.br/2021-fev-05/marcello-miller-gamestop-direito-brasileiro#:~:text=%22I%20%E2%80%94%20%C3%89%20vedada%20aos%20administradores,e%20o%20uso%20de%20pr%C3%A1ticas>. Acesso em 26 mai. 2021.

MORELLI, Denis. **Manipulação de preços, internet e legislação**. Valor Econômico. Disponível em <https://valor.globo.com/legislacao/noticia/2021/02/05/manipulacao-de-precos-internet-e-legislacao.ghtml>. Acesso em 01 mai.2021.

NAJJAR, Gabriella; PUGLIESE, Yuri Sahione. **O Processo Administrativo Sancionador da CVM e o crime de manipulação de mercado**. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. vol.I. São Paulo: Almedina, 2015.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Regime Sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012.

SUNDFELD, Carlos Ari. **Direito administrativo ordenador**. 1ª ed. 3ª. T. São Paulo: Malheiros, 2003.

SUNDFELD, Carlos Ari. **Direito público e regulação no Brasil**. In: Regulação no Brasil: uma visão multidisciplinar. (Sérgio Guerra – Organizador). Rio de Janeiro: FGV, 2014.

TRINDADE, Marcelo; PITTA, André. **GameStop: ética ou populismo?** Valor Econômico. Disponível em <https://valor.globo.com/financas/coluna/gamestop-etica-ou-populismo.ghtml >. Acesso em 01 jul. 2021.

Valor Econômico. **‘Caso GameStop’ deixa dúvidas sobre punição por possível manipulação**. Disponível em <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/01/31/caso-gamestop-deixa-duvidas-sobre-punicao-por-possivel-manipulacao.ghtml>. Acesso em 01 jul. 2021.

Valor Econômico. **Como as redes sociais sacudiram mais uma vez o establishment**. Disponível em <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/02/05/como-as-redes-sociais-sacudiram-mais-uma-vez-o-establishment.ghtml>. Acesso em 01 mai. 2021.

Valor Econômico. **Regulador da UE mostra preocupação com impacto de redes sociais em ações**. Disponível em <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/02/23/regulador-da-ue-mostra-preocupacao-com-impacto-de-redes-sociais-em-acoes.ghtml>. Acesso em 01 jul. 2021.