

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE DIREITO

Enzo Gabriel Polignano Dutra

**UMA ANÁLISE DAS SALVAGUARDAS PREVISTAS NO ORDENAMENTO
JURÍDICO BRASILEIRO QUE PODEM MINIMIZAR A OCORRÊNCIA DE CASO
SIMILAR AO DA GAMESTOP**

Belo Horizonte

2022

Enzo Gabriel Polignano Dutra

**UMA ANÁLISE DAS SALVAGUARDAS PREVISTAS NO ORDENAMENTO
JURÍDICO BRASILEIRO QUE PODEM MINIMIZAR A OCORRÊNCIA DE CASO
SIMILAR AO DA GAMESTOP**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado
ao Colegiado de Graduação da Faculdade de
Direito da Universidade Federal de Minas
Gerais como requisito para a obtenção do grau
de bacharel em Direito.

Orientadora: Prof^a. Dr^a. Rubia Carneiro Neves

Belo Horizonte

2022

RESUMO

Entre os meses de dezembro de 2020 e fevereiro de 2021, a GAMESTOP, sediada nos Estados Unidos da América, teve anormal elevação no preço de suas ações listadas na Bolsa de Nova York, causada por manipulação de mercado praticada por pequenos investidores, que com base em informações trocadas por meio do fórum *r/WallStreetBets*, se organizaram para adquirir elevado volume de ações e opções de compra de ações da companhia. Referido movimento resultou em alta artificial do valor das ações para mais de 1.600%, causando prejuízos bilionários aos fundos de investimento *Melvin Capital* e *Citron Capital*, que haviam negociado apostando na falência da GAMESTOP, e dando ensejo à formulação do problema de pesquisa investigado: as salvaguardas presentes na regulação brasileira evitam ou minimizam a ocorrência de caso semelhante na B3? A análise normativa e a revisão bibliográfica realizadas, em especial, sobre as categorias jurídicas relacionadas ao caso, como valor mobiliário, ação, derivativos, opção e manipulação de mercado, permitiu sugerir que as salvaguardas instituídas pela B3 podem impedir que no Brasil ocorra semelhante movimento manipulatório ao sucedido com a companhia GAMESTOP na B3, visto que além de realizar o controle na pré-negociação, também limita o número de posições em aberto dos clientes e participantes do mercado de valores mobiliários, o que tende a dificultar a aquisição em massa das ações e opções de compra de ações da companhia pelos investidores.

Palavras-chave: Caso GAMESTOP; Manipulação no mercado; Ocorrência; Avaliação; Salvaguardas; Mercado de valores mobiliários brasileiro.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 01 – Variação por ano do valor das ações da GAMESTOP 12

Quadro 01 – Mercado de Valores Mobiliários 41

LISTA DE TABELAS

Tabela 01 – Valor das ações da GME em dezembro/2020 e janeiro/2021	12
Tabela 02 – Faixa de risco do Participante de Negociação Pleno	26
Tabela 03 – Depósito de Garantias requeridas ao Participante de Negociação Pleno	27
Tabela 04 – Faixa de risco do Participante de Liquidação	28
Tabela 05 – Depósito de Garantias requeridas ao Participante de Liquidação	29
Tabela 06 – Faixa de risco do Membro de Compensação	30
Tabela 07 – Depósito de Garantias requeridas ao Membro de Compensação	30
Tabela 08 – Limite de Custódia	31

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AFD Ativo Financeiro Desvinculado

BCB Banco Central do Brasil

BIS Bank for International Settlements

BOVESPA Bolsa de Valores de São Paulo

BM&F Bolsa de Mercado & Futuros

BSM BSM Supervisão de Mercados

B3 Brasil, Bolsa, Balcão

CETIP Custódia e Liquidação Financeira de Títulos

CMN Conselho Monetário Nacional

CVM Comissão de Valores Mobiliários

GME GAMESTOP

G30 Group of Thirty

FLI Fundo de Liquidação

MRP Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos

NYSE Bolsa de Valores de Nova York

PL Patrimônio Líquido

r/WSB r/WallStreetBets

S.A Sociedade Anônima

SEC Securities Exchange Comission's

SPB Sistema de Pagamento Brasileiro

STR Sistemas de Transferência de Reservas

SUMÁRIO

I INTRODUÇÃO	10
II O CASO GAMESTOP E SEU ECO EM WALL STREET	12
III CATEGORIAS JURÍDICAS E O CASO GAMESTOP	20
3.1 Agentes	20
3.1.1 Sociedade Empresária	20
3.1.1.1 Sociedade Anônima	21
3.1.1.2 Sociedade em Comandita Simples	21
3.1.2 Clientes	22
3.1.3 Participantes Autorizados	23
3.1.3.1 Participantes de Negociação	24
3.1.3.2 Participante de Liquidação	28
3.1.3.3 Membro de Compensação	29
3.1.3.4 Agente de Custódia	31
3.1.4 Participantes Cadastrados	32
3.1.4.1 Emissor	32
3.1.4.2 Liquidante	32
3.1.4.2 Banco Emissor de Garantias	33
3.2 B3	33
3.2.1 Câmara de Compensação e Liquidação	34
3.2.1 Central Depositária	35
3.3 Objetos Negociados	35
3.3.1 Valores Mobiliários	35
3.3.1.1 Ações	36
3.3.1.2 Derivativos	37
3.3.1.2.1 Futuro	39
3.3.1.2.2 Opção	39
3.4 Negócios Celebrados	40
3.4.1 Negócio Jurídico	40
3.4.1.1 Contrato	41
3.5 A Regulação do Mercado de Valores Mobiliários no Brasil: CVM	44

IV UMA VERIFICAÇÃO DO CASO GAMESTOP PERANTE AS SALVAGUARDAS DO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO	48
4.1 Garantias Depositadas pelos Comitentes e Participantes	48
4.2 Administração de Liquidez	49
4.3 Garantias Depositadas por Bancos de Garantias	49
4.4 Fundo de Liquidação (FLI)	50
4.5 Garantia para Cobertura de Risco Intradiário	51
4.6 Limites de Concentração de Posição em Aberto	53
V CONCLUSÃO	55
VI REERÊNCIAS BIBLOGRÁFICAS	56

I INTRODUÇÃO

Entre os meses de dezembro de 2020 e fevereiro de 2021 o preço de mercado das ações da companhia GAMESTOP subiu mais de 1.600% (mil e seiscentos por cento). Esse aumento súbito foi fruto de manipulação ocorrida no mercado de valores estadunidense, promovida por um grupo de pequenos investidores de um fórum (r/WSB) disponível na plataforma *Reddit*. Eles se organizaram e, aos milhões, efetuaram massivamente a compra de ações e opções de compra de ações emitidas pela GME, gerando um prejuízo bilionário a dois fundos de investimento, o *Melvin Capital* e o *Citron Capital*, cujos investimentos feitos na companhia tinham sido realizados com base na admissibilidade de sua falência.

Sediada em território estadunidense e criada em 1996, a GAMESTOP conta com mais de cinco mil lojas espalhadas ao longo de dez países. Devido a concorrência com outras companhias, a popularização da venda dos jogos digitais e a limitação ao livre trânsito de pessoas imposta pela pandemia do coronavírus, era esperado por fundos de investimento que a companhia entrasse em falência. Com isso, e desejando obter lucro com a queda do preço das ações da GME, os fundos adotaram a estratégia de investimento chamada de *short*.

O *short* é um modo de negociar valores mobiliários, como, por exemplo, ações, em que se aposta na queda do preço do ativo. Nesse sentido, o *Citron Capital* e o *Melvin Capital*, alugaram as ações da GAMESTOP em departamentos de empréstimo de títulos e as venderam no mercado à vista, esperando que o valor caísse no futuro. Portanto, tinham por objetivo recomprar as ações para devolvê-las aos departamentos de empréstimo e, então, aos titulares, a preço inferior ao qual venderam, obtendo lucro com essa diferença. É possível, entretanto, acontecer o movimento inverso daquele esperado pelos vendedores das ações, ocasionando prejuízo. Esse movimento é chamado de *short squeeze*, e ocorre quando o preço das ações sobe em vez de cair, forçando os investidores a encerrar suas posições. Diante dos fatos relatados, este trabalho de conclusão de curso foi elaborado com base em pesquisa executada com o objetivo de se avaliar se as salvaguardas presentes na regulação brasileira são suficientes para se evitar a ocorrência de caso similar na bolsa brasileira, a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (B3). Admitiu-se como hipótese a ser verificada ao final que o Brasil dispõe de mecanismos que, se não impedem a ocorrência de caso similar ao da GAMESTOP, têm fortes condições de minimizar o acontecimento de situação parecida.

A pesquisa foi realizada com base em revisão bibliográfica e análise normativa necessárias ao estudo do tema e dos conteúdos com ele relacionados, que foram apresentados em três partes além desta introdução, da conclusão e das referências bibliográficas.

No capítulo 2, contextualizou-se o caso GAMESTOP. As categorias jurídicas identificadas no caso foram analisadas à luz da legislação brasileira no capítulo 3, ou seja, os agentes envolvidos com a negociação de ações e de opções de compra de ações, outros agentes envolvidos com o registro, a custódia, a compensação e a liquidação de negócios envolvendo valores mobiliários, como a bolsa de valores, o agente de custódia, o agente de compensação e o agente de liquidação, os objetos negociados, os negócios celebrados, os reguladores da atividade estudada e a sua regulação a cargo da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), do Banco Central do Brasil (BACEN) e da B3. Por fim, a verificação da hipótese foi relatada no capítulo 4, com a apresentação das salvaguardas disponibilizadas pela B3, seguida de análise em relação a cada uma delas no que se refere à possibilidade de se evitar ou não a manipulação de mercado localizada no caso GAMESTOP.

II O CASO GAMESTOP E SEU ECO EM WALL STREET

A manipulação no mercado de valores estadunidense, popularmente conhecido como *Wall Street*, foi promovida por um grupo de pequenos investidores¹ de um fórum (*r/WallStreetBets*) disponibilizado dentro da plataforma Reddit. Eles se organizaram e, aos milhões, artificialmente aumentaram o preço das ações de algumas companhias. A mais emblemática foi a GAMESTOP, que teve um aumento de mais de 1.600% (mil e seiscentos por cento) no valor de suas ações entre os meses de dezembro de 2020 e fevereiro de 2021, conforme representado pela Figura 01 e pela Tabela 01. Esse movimento ocasionou prejuízo de aproximadamente \$5.000.000.000 (cinco bilhões de dólares) a grandes investidores do mercado financeiro estadunidense, principalmente aos fundos de investimento *Melvin Capital* e *Citron Capital*.

Figura 01 – Variação por ano do valor das ações da GAMESTOP



FONTE: Disponível em < <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/gme> >

Tabela 01 – Valor das ações da GME em dezembro/2020 e janeiro/2021

Data	Valor da Ação (\$)
28/12/2020	\$ 20,99
27/01/2021	\$ 380,00

FONTE: Disponível em < <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/gme> >

A GAMESTOP é uma tradicional companhia do ramo de videogames, criada em 1996 e sediada nos Estados Unidos da América. Sua principal atividade consiste em vender jogos e

¹ O termo “pequenos investidores”, no contexto deste trabalho científico, significa investidores que adquirem parcelas menores, seja de ações ou de opções de compra e venda de ações, no mercado de valores mobiliários. Celebrando negócios jurídicos em quantias menores do que aquelas adquiridas pelos grandes investidores institucionais. Em língua inglesa, a expressão usada é “retail investors” que em tradução literal significa “investidores de varejo”. Diante da estranheza desta expressão para nosso vocabulário, optou-se por utilizar “pequenos investidores”.

equipamentos eletrônicos relacionados ao mundo *Geek*², em mais de cinco mil lojas físicas, espalhadas em dez países. Anteriormente à pandemia imposta pelo coronavírus, a GME já vinha sendo fortemente afetada com a migração em massa do seguimento de jogos para o ambiente eletrônico, com a popularização das vendas dos jogos digitais, e com a competição de outras companhias, como a que é desenvolvida pela *Amazon*, ao promover a venda de jogos físicos aos clientes, de maneira fácil e rápida, via internet e com preços inferiores.

Essa situação tornou-se ainda mais complicada com a adoção das medidas de distanciamento para contingenciamento do coronavírus, que restringiu o livre trânsito de pessoas em praticamente todo o mundo. Desta feita, era esperado que até 450 lojas fossem fechadas até outubro de 2020 e cogitava-se a falência da companhia³. Com essa perspectiva, analistas e fundos de investimento de *Wall Street* voltaram os olhos para a GAMESTOP, desejando obter lucro com a desvalorização de suas ações.

A plataforma *Reddit* e o sub-forum *r/WallStreetBets* (r/WSB) são o epicentro da manipulação estudada. O *Reddit* consiste em um grande fórum online que abriga diversas subcomunidades (os *subreddits*) voltados para discussão dos mais variados assuntos, desde política e economia, até literatura e entretenimento. O r/WSB é uma destas comunidades, em que pequenos investidores se reúnem para discutir oportunidades de investimento no mercado financeiro (REDDIT, INC. r/wallstreetbets, 2012).

A manipulação de mercado em *Wall Street* ocasionou abrupto aumento de preço das ações da companhia, e causou prejuízos bilionários aos fundos de investimento *Melvin Capital* e *Citron Capital*, visto que eles estavam fortemente posicionados em *short* nas ações da GME. O mercado atribui ao termo *short* um específico modo de negociar valores mobiliários, como, por exemplo, ações, em que se aposta que o preço de determinada ação irá cair. Em termos gerais há dois tipos de *short*: o *Naked short*, que acontece quando o vendedor da ação não a possui ou não tem habilidade para possuí-la e o *Covered short*, em que o vendedor da ação aluga de um departamento de empréstimo de títulos – *Securities lending* (CHEN, 2021) – que é um intermediário entre compradores e vendedores de ações, mediante um acordo – *Securities Lending Agreement* – e um pagamento – *Stock Loan Fee* (HAYES, 2021) – que é estabelecido com base na dificuldade de alugar determinada ação no mercado de valores mobiliários. Dessa

² O *Geek* é o indivíduo que se encontra inserido no consumo de tecnologia e produções do “mundo nerd”, assim como no consumo de produtos da cultura pop (CABRAL E MOTA, 2010).

³ Essa expectativa era fundada em “relatórios de análise sobre o quantitativo de operações de venda a descoberto, como os elaborados pela *Citron Research*, com particular destaque para a aposta na queda das ações da Game Stop Corp.” (COSTA, 2021, p. 119).

forma, quando celebrado tal negócio, o vendedor adquire a posse das ações assumindo o dever de as devolver em data futura acordada.

Neste trabalho, tratar-se-á apenas do *Covered short*, que foi o modo de negociação utilizado pelos fundos de investimento no caso GAMESTOP, visto que o *Naked short* é uma prática ilegal⁴ na legislação estadunidense. Nesse sentido, o *Citron Capital* e o *Melvin Capital*, assim como outros fundos de investimento menores, alugaram as ações da GAMESTOP nesses departamentos de empréstimo de título e imediatamente as venderam, na esperança de que no futuro o valor delas estaria em baixa. Esperavam, portanto, que quando fossem recomprar as ações para devolvê-las aos departamentos de empréstimo e, conseqüentemente, aos titulares que as emprestaram, procederiam com a compra a preço inferior ao qual venderam, obtendo lucro com a diferença⁵.

Lucra-se com esse modo de celebrar negócios no mercado de valores mobiliários da seguinte forma: imagine que o investidor X alugue 10 ações da companhia Y, cuja titularidade cabe ao acionista A, e que no momento da celebração do contrato, cada ação esteja avaliada no mercado em R\$ 100,00 (cem reais), sobre cujo preço será calculado o valor do aluguel, isto é, o *Stock Loan Fee*, de 0.5% (meio por cento) ao dia, o que resultará em uma dívida de aluguel de 0,50 centavos/dia. Logo que aluga as ações, o investidor X as vende pelos mesmos R\$ 100,00 (cem reais) no mercado à vista. Admita que passados 10 (dez) dias da data da venda das ações, o preço delas caia e que o investidor X as recompre por R\$ 50,00 (cinquenta reais). Nesse caso, como X apurara R\$ 100,00 com a venda das ações e gastara apenas R\$ 50,00 (cinquenta reais) acrescido dos R\$ 5,00 (cinco reais) de *Stock Loan Fee* para recomprá-las e devolvê-las para o titular original A, por meio do departamento de empréstimo de títulos, conclui-se que X terá obtido um lucro de R\$ 45,00 (quarenta e cinco reais) com o negócio.

Celebrar negócios no mercado de valores mobiliários utilizando o método acima não é incomum, entretanto, é possível acontecer o movimento inverso daquele esperado pelos vendedores das ações, ocasionando prejuízo. Esse movimento contrário é chamado de *short squeeze*, e acontece quando os preços das ações sobem em vez de cair, forçando os investidores

⁴ A prática tornou-se ilegal com a SEC Rule 204 de 2017, disponível em https://virtu-www.s3.amazonaws.com/uploads/documents/ITG_SECRule204_2017.pdf e <https://www.sec.gov/investor/pubs/regsho.htm>.

⁵ FITZGERALD, Maggie. *Citron Research, short seller caught up in GameStop squeeze, pivoting to finding long opportunities*. 29 de jan 2021. Disponível em < <https://www.cnbc.com/2021/01/29/citron-research-short-seller-caught-up-in-gamestop-squeeze-pivoting-to-finding-long-opportunities.html> >. Acesso em 05.08.2021 e MCCRANK, John. *Explainer: How were more than 100% of GameStop's shares shorted?*. 18 de fev 2021. Disponível em < <https://www.reuters.com/article/us-retail-trading-shortselling-explainer-idUSKBN2AI2DD> >. Acesso em: 05.08.2022

a encerrar suas posições. Apesar do *short squeeze* ser um movimento possível no mercado financeiro, o caso tratado é particularmente interessante, visto estar relacionado a pequenos investidores organizados que artificialmente manipularam o preço das ações da companhia por meio do intenso volume de negociações. Destaca-se que o comportamento dos estadunidenses médios, ou seja, a parcela da população que faz investimentos na bolsa de valores de forma não institucional, mudou. Um dos efeitos trazidos pela pandemia foi a possibilidade de a população norte-americana explorar outras maneiras de investir seu capital. Com a diminuição da oferta de produtos e da capacidade de gastar devido às restrições de locomoção, os pequenos investidores voltaram-se fortemente para o mercado financeiro (CHOHAN, 2021).

A plataforma de investimentos ofertada pela corretora RobinHood foi essencial para que ocorresse o caso estudado, eis que ingressou no mercado de investimentos estadunidense com a proposta de ser acessível, permitindo a celebração de negócios sem exigir pagamento de taxas e depósito mínimo, em contrapartida ao que usualmente é exigido pelos bancos tradicionais. Acabou por ganhar rápida notoriedade, estabelecendo-se como o principal meio de celebrar negócios no mercado de capitais pelos pequenos investidores.

Em face desse cenário, os membros do subreddit se organizaram e, sabendo que os fundos de investimento se encontravam posicionados em *short*⁶, começaram a adquirir ações e opções de compra de ações da companhia, utilizando principalmente a plataforma RobinHood. A opção é “o direito de comprar ou de vender certa quantidade de um bem ou ativo, por preço determinado, para exercê-lo em data futura prefixada”. Há duas formas de operar com opções, a opção de venda (*put*) e a opção de compra (*call*), tendo sido esta última a usada no caso GAMESTOP⁷ (BM&FBOVESPA, 2015, p. 60 – 61).

Na opção de compra, o titular adquire o direito de comprar o ativo-objeto do contrato, por preço fixo, em data futura acordada entre as partes, mediante o pagamento de um valor chamado de prêmio. Assim, o comprador pode efetivar ou não a compra do ativo posteriormente, esperando que na data de vencimento o preço de exercício do ativo mais o prêmio pago seja inferior ao preço à vista. Dessa forma exercerá seu direito de comprá-lo, vendendo-o no mercado à vista e lucrando com a diferença. Especificamente no mercado estadunidense, “a opção pode ser exercida a qualquer momento, até a data de vencimento acordada entre as partes”. Essa informação é importante para se compreender o movimento de

⁶ Haja vista que essa informação é facilmente obtida em relatórios de análise dos valores de ações e oportunidades de investimento, tais quais os divulgados no Yahoo!Finance, The Wall's Street Journal e no Citron Research.

⁷ Assim versa George Calhoun em matéria realizada para a revista Forbes em 2021, disponível em <https://www.forbes.com/sites/georgecalhoun/2021/03/19/gamestop-were-the-short-sellers-routed-does-it-matter-beware-the-gamma/?sh=3909adb4dae>.

alta nos preços das ações da GME, visto que os pequenos investidores poderiam a qualquer tempo efetivar o negócio celebrado, independentemente de variações no preço do ativo (BM&FBOVESPA, 2015, p. 60 – 61).

Os pequenos investidores, então, adquiriram em massa ações e opções de compra de ações da GME, segurando o ativo em suas carteiras, ainda que os preços estivessem subindo. Dessa maneira, os *market makers*⁸ foram forçados a comprar ações da companhia, eis que deveriam tê-las disponíveis para suprir a alta demanda dos titulares de opções de compra do ativo. Nestes termos, trata Calhoum, em matéria publicada na revista Forbes: “A rise in demand for GME call options led the option-sellers to hedge their risk by buying GME shares, driving the price upwards⁹”.

Em face do analisado, pode-se dizer que o motor para o elevado aumento percebido no valor das ações da companhia foi justamente a alta demanda de opções de compra de ações, pressionando os formadores de mercado a comprarem quantidade substancial dessas ações. Esse movimento de crescimento da demanda das ações, ocasionado pela compra de opções de compra é chamado de “*gamma squeeze*” e está atrelado ao volume de negociações das ações da GME, que perpassou 1.2 bilhões entre o dia 13 de janeiro de 2021 até o início de fevereiro do mesmo ano (CALHOUM, 2021). Assim, quando os formadores de mercado procederam com a compra de ações da companhia, fortaleceram o processo de *short squeeze* que já estava ocorrendo devido à alta dos preços das ações.

Devido ao caráter singular dos personagens em conflito, tornou-se corriqueiro tratar o movimento como um levante dos pequenos investidores contra os investidores institucionais de *Wallstreet* (CHOHAN, 2021). Um fator que reforçou essa narrativa foi o congelamento promovido pela corretora RobinHood, no dia 28.01.2021, da compra de ações e opções de compra de ações da GAMESTOP, ocorrida bem no momento de pico da demanda:

at approximately 8:00 AM EST, Robinhood delisted GameStop, AMC, BlackBerry, and Nokia from its trading platform, thus creating a counter-counter-hegemonic

⁸ Os *Market makers* ou formadores de mercado, existem tanto no mercado financeiro norte-americano quanto no brasileiro. Em *Wallstreet* podem ser tanto pessoas físicas quanto jurídicas, já na BOVESPA somente pessoas jurídicas podem se cadastrar como formadores de mercado. Esses agentes se comprometem a manter ofertas de compra e venda de forma regular e contínua no curso das transações, de forma que promovem liquidez ao mercado (BLOOMENTHAL, 2021). A atividade é regulamentada pela Instrução CVM nº 384 de 2003 e pelo Ofício circular 004/2012-DN.

⁹ “Um aumento na demanda por compra de opções de ação da GME levou os vendedores de opções a comprar ações da GME, visando proteger seus riscos, o que elevou ainda mais o preço destas ações” (CALHOUM, 2021, tradução nossa)

restriction; whereby users could no longer open new positions in the stock, even as they could still close existing positions (Chohan, p. 05, 2021)¹⁰.

Tudo indica que a corretora teria privilegiado os investidores institucionais, limitando a compra das ações e opções de compra das ações da companhia pelos pequenos investidores, de forma que os fundos de investimento encerrassem suas posições, minorando o prejuízo. Essa é, ao menos, a justificativa informal dos fatos apresentada por advogados, congressistas e pelos próprios investidores. A RobinHood, em nota publicada, justificou que a restrição foi fruto da volatilidade das ações e de requerimentos regulatórios, visando proteger seus clientes dos prejuízos provocados pela variação nos preços das ações e dos riscos.

O CEO da RobinHood, Vlad Tenev, esclareceu que a companhia deveria possuir substancial quantia monetária para cobrir os riscos dos negócios celebrados por meio de sua câmara de compensação, até que esses negócios fossem liquidados entre os compradores e os vendedores. De acordo com Tenev, a *National Securities Clearing Corporation (NSCC)*, em 28.01.2020, informou a companhia que havia um déficit de aproximadamente \$3.000.000.000 (três bilhões de dólares) em sua câmara de compensação, de forma que a restrição se demonstrou como o único meio possível para arrecadar o valor e manter a conformidade com o marco regulatório¹¹ (LOPATTO, 2021).

Por outro lado, aqueles que apresentaram oposição às restrições impostas pela corretora, afirmaram que o congelamento foi proposital. Assim, foram tomadas diversas medidas visando obter esclarecimentos e punir a corretora, como a abertura de um processo no *Southern District of New York*, a abertura de investigação por parte da Procuradora-Geral de Nova York e do Procurador-Geral do Texas e a divulgação de uma nota pela *US Securities and Exchange Commission*, que supervisiona o mercado de valores nos Estados Unidos da América, afirmando que olhará com cuidado as ações tomadas por entidades sob sua fiscalização que possam ter causado desvantagem a investidores. Membros do Congresso dos Estados Unidos da América também se posicionaram contra as limitações impostas, com destaque para a Representante na Câmara, Alexandria Ocasio-Cortez, a Representante Rashida Tlaib e o Senador Ted Cruz.

¹⁰ Aproximadamente às 08:00hrs da manhã, a RobinHood tirou da lista as empresas GAMESTOP, AMC, Black Berry e Nokia de sua plataforma de negociação, criando um movimento contrário a restrição contra hegemônica; por meio do qual usuários não poderiam mais abrir novas posições nas ações (destas empresas), mesmo podendo encerrar posições já existentes (CHOHAN, p. 05, 2021, tradução nossa).

¹¹ Ver matéria publicada no *The Guardian*, disponível em < <https://www.theguardian.com/business/2021/feb/18/gamestop-hearing-latest-robinhood-founder-testimony-vlad-tenev-stocks-app> >.

Além da discussão sobre a legalidade ou não das medidas tomadas pela corretora e a reação dos fundos de investimento diante do caso analisado, interessa apontar como a manipulação ocorrida pode estar em uma brecha regulatória da *Securities Exchange Commission's (SEC)*. Assim trata Win, afirmando que *"The casino-style betting of stocks has always been a grey area in the securities laws¹²"* e que *"Reddit users openly worked together to manipulate the stock market in violation of Rule 10b-5¹³"* (WIN, 2021, p. 01). A Rule 10b-5¹⁴ consiste em uma norma federal antifraude criada pela *Securities Exchange Commission's ("SEC")* que tem por objetivo manter a confiabilidade no mercado dos Estados Unidos da América. Nela encontra-se definido os comportamentos e dispositivos que, caso utilizados, caracterizam-se como fraude.

Win demonstrou como a ausência de regulação do mercado aberto – *open market* – facilita que sejam realizadas manipulações que perpassam os vácuos da SEC e não sejam enquadradas como fraude, visto que em decisões proferidas pela Comissão não se considerou que a manipulação no mercado aberto cumprisse os requisitos para se enquadrarem na *Rule 10b-5*. Dessa forma:

"It is difficult to prove malfeasance to the level of fraud in the event where a large group of investors simply decide to buy options on a stock at the same time. A lack of accountability suggests an increased tendency from the public suggests that there is something systematically wrong with the way the securities laws are enforced and it is imperative that the courts step up to the challenge to bridge the gap. The judiciary must start openly prohibiting intentional, and financially harmful acts of open-market manipulation from both hedge funds and small-scale investors. Without such action, the stock market is becoming an unregulated casino, where investors are free to make bets on any stock, hence undermining any actual value that is represented by these securities." (Win, p. 12, 2021)¹⁵

¹² O modo semelhante a um cassino de apostar nas ações sempre foi uma zona cinzenta nas leis de segurança (WIN, p. 01, 2021, tradução nossa).

¹³ Usuários do Reddit abertamente trabalharam juntos para manipular o mercado de ações em violação a norma 10b-5 (WIN, p. 01, 2021, tradução nossa).

¹⁴ SEC. Code of Federal Regulations. § 240.10b-5 *Employment of manipulative and deceptive devices. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person (SEC, 1951).*

¹⁵ É difícil provar a conduta ilegal, ao nível de fraude, no evento onde um grande grupo de investidores simplesmente decide comprar opções de uma ação ao mesmo tempo. A falta de responsabilidade sugere uma tendência crescente de que há algo sistematicamente errado com a maneira que as leis de segurança são impostas, e é imperativo que os tribunais se alcem ao desafio de preencher as lacunas. O judiciário deve começar abertamente a proibir atos intencionais e financeiramente prejudiciais de manipulação do mercado aberto tanto pelos fundos de investimento quanto pelos pequenos investidores. Sem tal ação, o mercado de ações está se tornando um cassino não regulamentado, onde investidores são livres para apostar em qualquer ação, minando qualquer valor real que esses títulos representam (WIN, p. 12, 2021, tradução nossa).

Percebe-se que por sua especificidade, o caso em comento ainda será debatido e estudado por bastante tempo junto ao mercado de valores estadunidense. O grande volume de ações negociadas e o exponencial aumento dos preços gerou prejuízos bilionários aos fundos de investimento, assim como receio entre os participantes de *Wall Street* acerca da segurança e confiabilidade do mercado de valores mobiliários.

Apresentadas as nuances do caso, as discussões sobre seus efeitos no mercado estadunidense, e com o objetivo de verificar se as salvaguardas brasileiras minimizam a possibilidade de um acontecimento semelhante na B3, far-se-á no tópico seguinte a análise das categorias jurídicas presentes no ordenamento brasileiro que também se encontram no caso estudado, visando entender como são definidas e, se são mais resistentes ou não a manipulações dessa magnitude.

III CATEGORIAS JURÍDICAS ENVOLVIDAS NO CASO GAMESTOP SEGUNDO O REGIME JURÍDICO BRASILEIRO

Neste capítulo serão abordadas as categorias jurídicas presentes no caso estudado sob a ótica da legislação e da doutrina brasileiras. Para melhor entendimento, dividir-se-á os temas em tópicos, observando a seguinte estrutura e ordem: os agentes envolvidos nas negociações de valores mobiliários, os objetos negociados, os negócios celebrados e a regulação desempenhada pelo Estado brasileiro e pela B3. A compreensão dessas categorias jurídicas se faz necessária ao raciocínio a ser desenvolvido no capítulo 4, para verificar se as salvaguardas brasileiras podem evitar ou minimizar a ocorrência no Brasil de caso semelhante ao da GAMESTOP.

3.1 Agentes

Neste ponto, serão estudados os agentes presentes na celebração de negócios no mercado de valores mobiliários que estejam relacionados ao caso GME, e justamente por esse motivo, as negociações que envolvem liquidação física não serão abordadas.

3.1.1 Sociedade Empresária

A sociedade empresária é aquela que tem por objeto o exercício de atividade própria de empresário, ou seja, que exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços, estando sujeita a inscrição no Registro Público de Empresas Mercantis da respectiva sede¹⁶. Com o registro, a sociedade adquire personalidade jurídica e, a depender do tipo, alguma forma de limitação da responsabilidade dos sócios. Os tipos societários vistos no caso tratado foram a sociedade anônima (S.A) e a sociedade em comandita simples, pelo que se passa a caracterizá-las a seguir.

¹⁶ BRASIL. CÓDIGO CIVIL. Art. 966. *Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços.* Art. 967. *É obrigatória a inscrição do empresário no Registro Público de Empresas Mercantis da respectiva sede, antes do início de sua atividade.* Art. 982. *Salvo as exceções expressas, considera-se empresária a sociedade que tem por objeto o exercício de atividade própria de empresário sujeito a registro (art. 967); e, simples, as demais.* Art. 982. *Salvo as exceções expressas, considera-se empresária a sociedade que tem por objeto o exercício de atividade própria de empresário sujeito a registro (art. 967); e, simples, as demais. Parágrafo único. Independentemente de seu objeto, considera-se empresária a sociedade por ações; e, simples, a cooperativa (BRASIL, 2002).*

3.1.1.1 Sociedade Anônima

A GAMESTOP, emissora das ações estudadas neste trabalho e a corretora RobinHood podem ser equiparadas à sociedade anônima (S.A), tipo societário que se constitui por meio do registro de atos constitutivos na junta comercial do estado-sede. Nesse modelo, o capital da companhia é dividido em ações, e a responsabilidade dos acionistas é limitada ao preço de emissão das ações subscritas¹⁷.

Há dois tipos de sociedade anônima: a companhia de capital aberto, que negocia suas ações no mercado de capitais mediante autorização concedida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a companhia de capital fechado, que não possui ações listadas no mercado de valores mobiliários. Considerando o caso estudado, vê-se que a GME se configura como uma companhia de capital aberto, visto que suas ações são negociadas na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE).

3.1.1.2 Sociedade em Comandita Simples

Os fundos de investimento *Melvin Capital* e *Citron Capital* são equiparados à sociedade em comandita simples¹⁸, caracterizada pela presença de duas categorias de sócios: os comanditados, pessoas físicas, responsáveis solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais, que contribui para a formação do capital social e assume a gerência dos negócios sociais; e os sócios comanditários, que colaboram unicamente com a integralização do capital social, de forma que sua responsabilidade é limitada à sua quota-parte¹⁹.

¹⁷ BRASIL. LEI Nº 6.404/1976. Art. 1º *A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas* (BRASIL, 1976).

¹⁸ Os fundos de investimento *Melvin Capital* e *Citron Capital* são tipos societários de *Limited Partnership*, conforme é possível verificar no site da *Securities and Exchange Commission (SEC)*, disponível em < <https://sec.report/CIK/0001628110> e https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1757704/000175770418000001/xslFormDX01/primary_doc.xml >. Já a *GAMESTOP Corp.* e a corretora *Robinhood Inc.* são *Public Company's*, < https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001305051/000095013804000609/xslF345X02/oct4_bngamestop-4ex.xml e <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1783879/000162828021013318/robinhoods-1.htm> >. As *Limited Partnership* assemelham-se a sociedade em comandita simples, presente na legislação brasileira. Como essas, aquelas são formadas por um sócio gestor que tem reponsabilidade solidária e ilimitada em relação a sociedade, e outro sócio comandatário com responsabilidade limitada (MENDES, 2014). As *Public Company's* são semelhantes as sociedades anônimas abertas, já que suas ações também são negociadas no mercado de capitais e a responsabilidade do acionista é limitada ao preço das ações subscritas (KHARTIT, 2021).

¹⁹ BRASIL. CÓDIGO CIVIL. Art. 1.045. *Na sociedade em comandita simples tomam parte sócios de duas categorias: os comanditados, pessoas físicas, responsáveis solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais; e os comanditários, obrigados somente pelo valor de sua quota;* (BRASIL, 2002)

3.1.2 Clientes

Em ambos os polos da cadeia de negócios celebrados no mercado de valores mobiliários, há os clientes ou comitentes²⁰, que podem ser pessoas naturais, jurídicas, fundos ou clubes de investimento, assim como investidores não residentes²¹. Em nome deles são celebrados os contratos na B3, por meio dos intermediários, em ambiente de negociação ou em ambiente de empréstimo, de forma que a compensação e (ou) liquidação das obrigações assumidas dão início e põe fim a sucessão de negócios na Bolsa.

Conforme estudado, os fundos de investimento *Melvin Capital* e *Citron Capital* se organizam em um tipo societário equiparável a sociedade em comandita simples. No Brasil, entretanto, os fundos de investimento possuem regulação diversa, sendo formalmente constituídos mediante inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas²², e obtenção de registro concedido pela CVM, com base na apresentação do regulamento interno e outros documentos²³. Desta feita, o fundo se estabelece de modo concreto somente com a efetivação da comunhão dos recursos aportados por investidores, adotando natureza jurídica dupla: subjetiva e objetiva. Sendo, portanto, tanto sujeitos de direitos e deveres quanto patrimônio²⁴.

Em uma perspectiva objetiva, os fundos representam a comunhão dos recursos financeiros, títulos e valores mobiliários que integram sua carteira, visto que o patrimônio pessoal dos investidores, quando subscritos a quota do fundo, formam o patrimônio especial

²⁰ B3. REGULAMENTO DA CÂMARA. Art. 43 *O comitente é o participante que possui operações próprias realizadas e registradas no ambiente de negociação, no ambiente de contratação de empréstimo e no ambiente de registro da B3, por sua conta e ordem, por intermédio de um participante de negociação, participante de negociação pleno ou participante de liquidação, as quais são liquidadas na câmara por intermédio de um membro de compensação contratado por um participante de negociação pleno ou participante de liquidação, e que utiliza os serviços de um agente de custódia para a guarda e movimentação de seus ativos na central depositária da B3, observados os termos e os requisitos estabelecidos no regulamento e no manual de acesso da B3* (B3, 2022).

²¹ CVM. RESOLUÇÃO CVM 35. Art. 2º *Considera-se, para os efeitos desta Resolução: I – comitente ou cliente: a pessoa natural ou jurídica, fundo de investimento, clube de investimento ou o investidor não residente, em nome do qual são efetuadas operações com valores mobiliários* (CVM, 2021).

²² Ainda que não possuam personalidade jurídica, devem estar inscritos no CNPJ, atendendo os interesses da Administração tributária. BRASIL. Instrução normativa da Receita Federal nº 1.863/2018. Art. 4º *São também obrigados a se inscrever no CNPJ: V - clubes e fundos de investimento, constituídos segundo as normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM);* (RFB, 2018).

²³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução nº 555/2014. Art. 8º *O pedido de registro deve ser instruído com os seguintes documentos e informações: I – regulamento do fundo, elaborado de acordo com as disposições desta Instrução; II – declaração do administrador do fundo de que o regulamento do fundo está plenamente aderente à legislação vigente; IV – declaração do administrador do fundo de que firmou os contratos mencionados no art. 78, se for o caso, e de que estes se encontram à disposição da CVM; V – nome do auditor independente; VI – inscrição do fundo no CNPJ; e VII – lâmina de informações essenciais, elaborada de acordo com o Anexo 42 desta Instrução, no caso de fundo aberto que não seja destinado exclusivamente a investidores qualificados* (CVM, 2014).

²⁴ Assim encontra-se regulado na Instrução CVM nº 555/2014, que fundamenta a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.

daquele. Já sob a ótica subjetiva, os fundos de investimento apresentam-se como titulares do patrimônio dos cotistas, assumindo perante esses e terceiros a responsabilidade pelas quotas subscritas. A regulação prevê essa dimensão dupla ao tratar que a data de aplicação para o fundo de investimento corresponde a data da efetiva disponibilização de recursos ao ente. Dessa maneira, o fundo será o titular para receber o recurso pago pelo quotista e, ainda, será constituído com base na soma da contribuição dos demais quotistas (NEVES e SANTOS, 2020, p. 08 - 20).

3.1.3 Participantes Autorizados

Há, na cadeia de negociações do mercado de valores mobiliários, uma série de intermediários agindo nos limites estabelecidos pela regulação estatal e pelo regulamento da Câmara da B3. Os participantes são tipos de intermediários autorizados pela Bolsa, mediante processo de admissão, a acessar o sistema de negociação, a câmara, a central depositária, o sistema de registro e o sistema de contratação de empréstimo²⁵, fazendo parte também do sistema de distribuição²⁶ e estando aptos a atuarem por conta própria ou de terceiros, nas negociações de valores mobiliários celebradas no mercado de capitais, interligando os clientes com a B3.

²⁵ B3. REGULAMENTO DE ACESSO. Art. 1º Este regulamento disciplina: §2º Os participantes cadastrados são as pessoas físicas, jurídicas, fundos ou entidades de investimento coletivo que seguem procedimentos, fluxos e regras de cadastro, sendo considerados como participantes cadastrados: (i) emissor; (ii) escriturador; (iii) liquidante; (iv) depositário do agronegócio; (v) depositário de ouro; (vi) fundidor de ouro; (vii) participante Selic; (viii) administrador de clubes de investimento; (ixviii) banco emissor de garantias; (ix) supervisora de qualidade de produtos agrícolas; (xi) comitente; e (xii) outros estabelecidos no manual de acesso da B3. e B3. REGULAMENTO DE ACESSO. Art. 4º O acesso ao sistema de negociação, à câmara, à central depositária, ao sistema de registro e ao sistema de contratação de empréstimo administrados pela B3 se dá mediante o cumprimento do processo de admissão previsto neste regulamento, por meio do qual a B3: I - por meio de seu Presidente, verifica o atendimento aos requisitos mínimos de cada classificação de autorização de acesso requerida e outorga a autorização de acesso, conforme a classificação requerida; II - realiza a habilitação do requerente, autorizando-o a acessar o sistema de negociação, a câmara, a central depositária, o sistema de registro e o sistema de contratação de empréstimo administrados pela B3, passando a ser considerado um participante autorizado da B3, correspondente à classificação da autorização de acesso outorgada. Art. 5º Podem requerer a outorga de autorização de acesso as instituições definidas no manual de acesso da B3, conforme classificação requerida (B3, 2022).

²⁶ BRASIL. LEI Nº 6.385/1976. Art.15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários: a) como agentes da companhia emissora; b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado; II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria; III - as sociedades e os assessores de investimentos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários em bolsas de valores ou no mercado de balcão; IV - as bolsas de valores. V - entidades de mercado de balcão organizado. VI - as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e VII - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários (BRASIL, 1976).

Com a decisão do colegiado da CVM proferida no dia 29.07.2014, no processo nº SP2013/0521, foi acatado o pedido da B3²⁷ para que pudesse criar duas categorias de intermediários²⁸. A saber, o participante de negociação e o participante de negociação pleno²⁹. Além destes, são intermediários os participantes de liquidação³⁰, os membros de compensação³¹, os agentes de custódia, os participantes de registro e a infraestrutura de mercado³².

3.1.3.1 Participantes de Negociação

O participante de negociação³³ possui autorização para intermediar a celebração de negócios no mercado de capitais, em nome próprio ou dos comitentes, mediante a contratação

²⁷ Na época BM&FBOVESPA.

²⁸ CVM. REG. COL. nº 9029/2014. PROCESSO ADMINISTRATIVO nº SP2013/0521. A proposta da Bolsa compreende a criação de duas categorias de pessoas autorizadas a operar: (i) os intermediários que atualmente são considerados autorizados a operar nos ambientes de negociação da BM&FBOVESPA passariam a ser designados “participantes de negociação plenos” (“PNP”) e permaneceriam inalteradas as atuais exigências em relação a eles; e (ii) os intermediários que atualmente operam “por conta e ordem” passariam a ser designados “participantes de negociação” (“PN”) e continuariam a operar, em nome de seus comitentes, por meio de um ou mais PNP. 54. Diante do exposto acima, voto pelo deferimento do novo modelo de acesso proposto pela BM&FBOVESPA (CVM, 2014).

²⁹ B3. MANUAL DE ACESSO. 2.1.2. Elegibilidade São elegíveis para requerer autorização de acesso para negociação em qualquer dos grupos de mercados indicados acima: (i) Sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários; e (ii) Sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários. Adicionalmente: (i) Bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento e a Caixa Econômica Federal são elegíveis para requerer autorização de acesso para negociação exclusivamente no mercado de títulos de renda fixa privada, do grupo de mercados “Renda variável e renda fixa privada”; (ii) Corretoras de mercadorias são elegíveis para requerer autorização de acesso para negociação no grupo de mercados “Derivativos”; (iii) Sociedades corretoras de câmbio e instituições bancárias autorizadas pelo BCB a realizar operações no mercado interbancário de câmbio pronto são elegíveis para requerer autorização de acesso para negociação no grupo de mercados “Câmbio”; (iv) O BCB é elegível para requerer autorização de acesso para negociação no grupo de mercados “Derivativos” (B3, 2022).

³⁰ B3. MANUAL DE ACESSO. 2.4.2. Elegibilidade São elegíveis para requerer esta autorização de acesso para atuar em qualquer dos grupos de mercados indicados acima: (i) Sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários; (ii) Sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários; (iii) Bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento e bancos de desenvolvimento; e (iv) Caixa Econômica Federal (B3, 2022).

³¹ B3. MANUAL DE ACESSO. 2.3.2. Elegibilidade São elegíveis para requerer essa autorização de acesso para liquidação em qualquer dos grupos de mercados indicados acima: (i) Sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários; (ii) Sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários; (iii) Bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento e bancos de desenvolvimento; e (iv) Caixa Econômica Federal. Adicionalmente: (i) Sociedades corretoras de câmbio e instituições bancárias autorizadas pelo BCB a realizar operações no mercado interbancário de câmbio pronto são elegíveis para requerer autorização de acesso para liquidação no grupo de mercados “Câmbio”; e (ii) O BCB é elegível para requerer autorização de acesso para liquidação no grupo de mercados “Derivativos” (B3, 2022).

³² B3. REGULAMENTO DE ACESSO. Art. 1º *Este regulamento disciplina: §1º Os participantes autorizados são as pessoas jurídicas, fundos ou entidades de investimento coletivo com autorização de acesso outorgada pelo Presidente da B3, nos termos de seu estatuto social e da regulamentação em vigor, que seguem as regras de acesso estabelecidas pela B3 neste regulamento, sendo considerados como participantes autorizados: (i) participante de negociação pleno; (ii) participante de negociação; (iii) membro de compensação; (iv) participante de liquidação; (v) agente de custódia; (vi) participante de registro; e (vii) infraestrutura de mercado* (B3, 2022).

³³ B3. REGULAMENTO DE CÂMARA. Art. 31. *O participante de negociação é o participante detentor de autorização de acesso para a intermediação de operações de comitentes e para a realização de operações*

e nomeação de um participante de negociação pleno³⁴. Para conceder acesso ao seu ambiente de negociação a esse tipo de profissional, a B3 não prevê o cumprimento de exigências financeiras adicionais, salvo se celebrar negócios utilizando ativos variáveis. Nesse caso, deverá recolher a contribuição mensal ao Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízo. A B3 poderá, ainda, exigir do agente depósito de garantias de sua titularidade ou emitidas em seu nome, como requisito adicional para a concessão de acesso na Bolsa (B3, 2022).

O participante de negociação pleno é responsável pela celebração de negócios, em nome próprio ou de terceiros, junto a B3, detendo³⁵ autorização para negociar nos ambientes sob seu controle³⁶. Para o exercício de sua atividade é obrigatória a contratação e nomeação de um membro de compensação³⁷, que procederá com a liquidação dos negócios celebrados perante a B3. A autorização tratada só é concedida caso o participante atenda aos requisitos econômicos e financeiros³⁸ expostos na tabela abaixo:

próprias, observados os termos e os requisitos estabelecidos no regulamento e no manual de acesso da B3, o qual acessa o ambiente de negociação por intermédio de um ou mais participantes de negociação plenos e liquida suas operações por intermédio e sob a responsabilidade de um ou mais participantes de negociação plenos e de seus respectivos membros de compensação. (B3, 2022) e B3. MANUAL DE ACESSO. 2.2.2. Elegibilidade. São elegíveis para requerer autorização de acesso para intermediação de operações por meio de um ou mais participantes de negociação plenos em qualquer dos grupos de mercados indicados acima: (i) Sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários; (ii) Sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários; (iii) Bancos múltiplos com carteira de investimentos e bancos de investimento; e (iv) Caixa Econômica Federal (B3, 2022).

³⁴ B3. REGULAMENTO DE CÂMARA. Art. 32. *Para o exercício de suas atividades, o participante de negociação deve contratar e nomear participante de negociação pleno, que atuará como responsável pela execução das operações suas e de terceiros nos ambientes, sistemas e mercados da B3, bem como pela liquidação de suas operações perante o membro de compensação (B3, 2022).* e B3. REGULAMENTO DE ACESSO. Art. 8º *As autorizações de acesso são classificadas como: II - autorização de acesso para intermediação de operações por meio de um participante de negociação pleno, a qual inclui o participante de negociação; (B3, 2022).*

³⁵ B3. REGULAMENTO DE CÂMARA. Art. 23. *O participante de negociação pleno é o participante detentor de autorização de acesso para negociação, observados os termos e os requisitos estabelecidos no regulamento e no manual de acesso da B3, o qual realiza operações por conta própria e de terceiros e utiliza os serviços prestados por um membro de compensação para a liquidação de operações perante a câmara. (B3, 2022)*

³⁶ B3. REGULAMENTO DE ACESSO. Art. 8º *As autorizações de acesso são classificadas como: I - autorização de acesso para negociação, a qual inclui o participante de negociação pleno; (B3, 2022).*

³⁷ B3. REGULAMENTO DE CÂMARA. Art. 24. *Para o exercício de suas atividades, caso não seja membro de compensação, o participante de negociação pleno deve contratar e nomear membro de compensação que atuará como responsável pela liquidação das operações próprias e de terceiros perante a câmara (B3, 2022).*

³⁸ Merece destacar que há, ainda, requerimentos técnicos e relacionados à segurança da informação, assim como exigências operacionais e funcionais que devem ser cumpridos pelos intermediários para obter acesso a B3, mas que não se relacionam diretamente ao proposto nesse trabalho científico, a saber: “B3. MANUAL DE ACESSO DA B3. 2.1.7. Requisitos Técnicos e de Segurança da Informação. A instituição requerente de outorga de autorização de acesso para negociação deverá: (i) Cumprir os requisitos técnicos e de segurança da informação estabelecidos no PQO da B3; (ii) Manter quadro de funcionários, consultores e/ou prestadores de serviço, em número suficiente, e com a qualificação/capacitação profissional necessária para o adequado desenvolvimento de suas atividades; (iii) Manter processos atualizados referentes ao planejamento, ao teste, à implantação, à utilização e à continuidade de infraestrutura de tecnologia e de telecomunicações compatíveis com a natureza e a complexidade das atividades desenvolvidas, bem como com as responsabilidades assumidas; e (iv) Seguir os procedimentos estabelecidos no manual de acesso à infraestrutura tecnológica da B3 (B3, 2022) e B3. MANUAL DE ACESSO. No que tange à conduta, os sócios e administradores do participante de negociação pleno deverão atender, no mínimo, aos seguintes requisitos: (i) Não constar como comitente inadimplente perante os mercados administrados pela B3, independentemente da data em que tal inadimplência tenha ocorrido; (ii) Não constar como

Tabela 02 – Faixa de risco do Participante de Negociação Pleno

Faixa de Risco		Ativo Financeiro Desvinculado (AFD)	Patrimônio Líquido (PL) mínimo
Faixa 1	Até R\$ 20.000.000,00	R\$ 1.100.000,00	R\$ 4.402.000,00
Faixa 2	De R\$ 20.000.000,01 a R\$ 50.000.000,00	R\$ 2.201.000,00	R\$ 8.804.000,00
Faixa 3	De R\$ 50.000.000,01 a R\$ 100.000.000,00	R\$ 3.301.000,00	R\$ 13.207.000,00
Faixa 4	De R\$ 100.000.000,01 a R\$ 250.000.000,00	R\$ 4.302.000,00	R\$ 17.609.000,00
Faixa 5	De R\$ 250.000.000,01 a R\$ 500.000.000,00	R\$ 5.503.000,00	R\$ 22.012.000,00
Faixa 6	De R\$ 500.000.000,01 a R\$ 1.000.000.000,00	R\$ 6.603.000,00	R\$ 27.515.000,00
Faixa 7	Acima de R\$ 1.000.000.000,00	R\$ 7.704.000,00	R\$ 33.018.000,00

Fonte: Manual de acesso da B3, 2022.

Os critérios apontados na tabela são necessários para a correta alocação dos intermediários em uma faixa de negociação junto a B3. Nesse sentido, a faixa de risco é definida como a média diária da soma dos valores de margem³⁹ requerida⁴⁰ dos intermediários, enquanto os valores de AFD e PL são estabelecidos utilizando o demonstrativo financeiro do agente ou

inadimplente perante a BSM, inclusive no caso de multas aplicadas e valores devidos em função da celebração de termos de compromisso, independentemente da data em que a inadimplência tenha ocorrido; (iii) Não estar inabilitado ou suspenso pela B3, pela BSM ou por órgãos reguladores, em especial pelo BCB ou pela CVM; (iv) Não ter sido condenado, nos últimos 5 (cinco) anos, por crime contra o patrimônio, a fé pública, a administração pública, ou por contravenção pela prática de jogos legalmente proibidos, por decisões transitadas em julgado; (v) Não ter sido declarado, nos últimos 5 (cinco) anos, insolvente ou condenado em concurso de credores e, ainda, no mesmo período, não ter sido condenado em ação de cobrança, por decisões transitadas em julgado; (vi) Não ter sido condenado, por decisões transitadas em julgado, por algum dos crimes contra o mercado de capitais previstos no Capítulo VII-B da Lei n.º 6.385, de 15.12.1976, contra o sistema financeiro nacional previstos na Lei n.º 7.492, de 16.06.1986 e de “lavagem” ou ocultação de bens, direitos e valores previstos na Lei n.º 9.613, de 03.03.1998, salvo se já determinada a reabilitação; (vii) Não possuir títulos protestados em seu nome e não estar incluído como inadimplente no Cadastro de Emitentes de Cheques sem Fundos e em órgãos de proteção ao crédito; (viii) Não ter sido condenado, por decisões irrecuráveis, pelo Poder Público Federal, Estadual ou Municipal em processo administrativo disciplinar nos últimos 2 (dois) anos, relativo à sua conduta ou atuação no âmbito dos mercados financeiro e de capitais ou nos termos da Lei n.º 12.846, de 01.08.2013; (ix) Gozar das autorizações e/ou aprovações aplicáveis a eles concedidas pelo BCB e pela CVM e atender às demais exigências previstas no regulamento de acesso da B3 e neste manual; e (x) Comprometer-se a observar os padrões éticos de negociação, de intermediação e de comportamento estabelecidos pela B3 e pela CVM (B3, 2022).

³⁹ O termo margem, conforme glossário da B3, tem por definição: “valor a ser depositado em garantias exigidas pela câmara para suportar risco gerado por operações” (B3, 2017).

⁴⁰ Essa faixa é apurada mensalmente pela B3, com base nos valores diários de margem obtidos nos 06 (seis) meses anteriores à data de apuração (B3, 2022, p. 12).

do conglomerado prudencial que faça parte⁴¹. Em termos práticos, um intermediário que tenha requerido autorização para acesso nos ambientes da B3, terá a margem requerida dos últimos seis meses e os demonstrativos financeiros analisados, de forma a verificar em qual faixa de risco se encaixaria e, então, quais valores de ADF e PL mínimos necessários para celebrar negócios na B3.

Além das demonstrações de ADF e PL, o participante de negociação pleno deve conceder garantias financeiras para que seja autorizado a acessar o mercado de valores mobiliários, atendendo à exigência de depósito de garantias, seguindo o indicado:

Tabela 03 – Depósito de Garantias requeridas ao Participante de Negociação Pleno

Faixa de Risco		Fundo de Liquidação (FLI)
Faixa 1	Até R\$ 20.000.000,00	R\$ 2.307.868,00
Faixa 2	De R\$ 20.000.000,01 a R\$ 50.000.000,00	R\$ 5.769.673,00
Faixa 3	De R\$ 50.000.000,01 a R\$ 100.000.000,00	R\$ 8.077.542,00
Faixa 4	De R\$ 100.000.000,01 a R\$ 250.000.000,00	R\$ 10.385.412,00
Faixa 5	De R\$ 250.000.000,01 a R\$ 500.000.000,00	R\$ 12.693.282,00
Faixa 6	De R\$ 500.000.000,01 a R\$ 1.000.000.000,00	R\$ 15.001.153,00
Faixa 7	Acima de R\$ 1.000.000.000,00	R\$ 17.309.022,00

Fonte: Manual de Acesso da B3, 2022.

O intermediário, no primeiro mês, deverá atender à exigência de depósito de garantia associada à faixa de risco que escolher, sendo que posteriormente atenderá aquela em que se enquadrar. O referido depósito é exigido pelos membros de compensação, em toda cadeia de liquidação, sendo que o valor devido para depósito de determinado membro de compensação equivalerá a soma dos valores de margem requerida sob sua responsabilidade. Assim, se o participante de negociação pleno, sob responsabilidade do membro de compensação, obtiver como valor de margem requerida até R\$20.000.000,00 estará enquadrado na faixa de risco 1 e

⁴¹ No momento da concessão da autorização, o participante deverá cumprir os requisitos de ADF e PL mínimos associados à faixa de risco esperada no primeiro mês de negociação na Bolsa. Posteriormente, o agente deverá cumprir os requisitos associados à taxa que estiver enquadrado e são corrigidos pela inflação dos 12 (doze) meses anteriores, com base no Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) (B3, 2022, p. 12).

deverá depositar a título de FLI o valor de R\$ 2.307.868,00 para cobrir as posições em aberto junto a B3.

O método de obtenção dos elementos presentes na tabela 02 e 03 serão equivalentes para o participante de liquidação e o membro de compensação, de modo que serão os mesmos nas tabelas 04, 05, 06 e 07.

3.1.3.2 Participante de Liquidação

O participante de liquidação⁴² tem autorização para celebrar negócios, em nome próprio ou de terceiros, via repasse⁴³, perante o membro de compensação no sistema de contratação de empréstimo e liquidação da B3⁴⁴. Nesse sentido, a execução das atividades desse participante depende, também, da contratação e nomeação de um membro de compensação⁴⁵, que realizará a liquidação em face da B3.

Assim como o participante de negociação pleno, o participante de liquidação deve cumprir uma série de requisitos para obter a autorização de acesso no mercado de valores mobiliários:

Tabela 04 – Faixa de risco do Participante de Liquidação

Faixa de Risco		Ativo Financeiro Desvinculado (AFD)	Patrimônio Líquido (PL) mínimo
Faixa	Até R\$ 20.000.000,00	R\$ 1.100.000,00	R\$ 4.402.000,00
1			

⁴² B3. REGULAMENTO DE CÂMARA. Art. 27. O participante de liquidação é um participante detentor de autorização de acesso para atuar no processo de compensação e liquidação, com acesso direto ao ambiente de contratação de empréstimo administrado pela B3 e sem acesso direto ao ambiente de negociação administrado pela B3, devendo receber, via repasse, as operações realizadas no referido ambiente de negociação, e assumindo a responsabilidade pela liquidação de operações próprias e de terceiros, devendo atuar como ou utilizar serviços de um membro de compensação, com quem deve manter contrato, observados os termos e os requisitos estabelecidos no regulamento e no manual de acesso da B3 (B3, 2022). e B3. MANUAL DE ACESSO DA B3. 2.4.2. Elegibilidade. São elegíveis para requerer esta autorização de acesso para atuar em qualquer dos grupos de mercados indicados acima: (i) Sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários; (ii) Sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários; (iii) Bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento e bancos de desenvolvimento; e (iv) Caixa Econômica Federal (B3, 2022).

⁴³ O termo repasse, conforme glossário da B3, tem por definição: “procedimento por meio do qual o participante-origem de uma operação e seu respectivo membro de compensação transferem a responsabilidade de sua liquidação, direitos e obrigações, administração de risco e posições derivados da operação para o participante-destino, mediante a confirmação de repasse.” (B3, 2017).

⁴⁴ B3. MANUAL DE ACESSO. 2.4. PARTICIPANTE DE LIQUIDAÇÃO A outorga da autorização de acesso para recebimento de operações próprias e de clientes, via repasse, para realização de operações no sistema de contratação de empréstimo e para liquidação de tais operações perante o membro de compensação, obedecerá às disposições, aos pré-requisitos e aos procedimentos descritos neste capítulo (B3, 2022, p. 37).

⁴⁵ B3. REGULAMENTO DE CÂMARA. Art. 28. Para o exercício de suas atividades, caso não seja membro de compensação, o participante de liquidação deve contratar e nomear membro de compensação que atuará como responsável pela liquidação das operações próprias e de terceiros perante a câmara (B3, 2022).

Faixa 2	De R\$ 20.000.000,01 a R\$ 50.000.000,00	R\$ 2.201.000,00	R\$ 8.804.000,00
Faixa 3	De R\$ 50.000.000,01 a R\$ 100.000.000,00	R\$ 3.301.000,00	R\$ 13.207.000,00
Faixa 4	De R\$ 100.000.000,01 a R\$ 250.000.000,00	R\$ 4.302.000,00	R\$ 17.609.000,00
Faixa 5	De R\$ 250.000.000,01 a R\$ 500.000.000,00	R\$ 5.503.000,00	R\$ 22.012.000,00
Faixa 6	De R\$ 500.000.000,01 a R\$ 1.000.000.000,00	R\$ 6.603.000,00	R\$ 27.515.000,00
Faixa 7	Acima de R\$ 1.000.000.000,00	R\$ 7.704.000,00	R\$ 33.018.000,00

Fonte: Manual de acesso da B3, 2022.

No que se refere à contribuição ao MPR, não há previsão de obrigatoriedade para esse participante, as demais informações relativas aos requisitos financeiros, como comprovação dos valores, observam o mesmo comportamento descrito na análise do participante anterior.

Tabela 05 – Depósito de Garantias requeridas ao Participante de Liquidação

Faixa de Risco		Fundo de Liquidação (FLI)
Faixa 1	Até R\$ 20.000.000,00	R\$ 2.307.868,00
Faixa 2	De R\$ 20.000.000,01 a R\$ 50.000.000,00	R\$ 5.769.673,00
Faixa 3	De R\$ 50.000.000,01 a R\$ 100.000.000,00	R\$ 8.077.542,00
Faixa 4	De R\$ 100.000.000,01 a R\$ 250.000.000,00	R\$ 10.385.412,00
Faixa 5	De R\$ 250.000.000,01 a R\$ 500.000.000,00	R\$ 12.693.282,00
Faixa 6	De R\$ 500.000.000,01 a R\$ 1.000.000.000,00	R\$ 15.001.153,00
Faixa 7	Acima de R\$ 1.000.000.000,00	R\$ 17.309.022,00

Fonte: Manual de Acesso da B3, 2022.

3.1.3.3 Membro de Compensação

O Membro de compensação⁴⁶ é o participante com autorização para efetivar a compensação e liquidação financeira dos negócios celebrados sob sua responsabilidade,

⁴⁶ B3. REGULAMENTO DE CÂMARA. Art. 15. O membro de compensação é o participante detentor de autorização de acesso para liquidação financeira diretamente perante a câmara, podendo ser contratado por

diretamente com a B3, devendo ser contratado por qualquer dos intermediários supracitados, considerando que eles não sejam membros de compensação. Tal qual os demais agentes, a autorização de acesso ao mercado de valores mobiliários como membro de compensação pressupõe o cumprimento de requisitos econômicos e financeiros:

Tabela 06 – Faixa de risco do Membro de Compensação

Faixa de Risco		Ativo Financeiro Desvinculado (AFD) mínimo	Patrimônio Líquido (PL) mínimo
Faixa 1	Até R\$ 20.000.000,00	R\$ 3.301.000,00	R\$ 4.402.000,00
Faixa 2	De R\$ 20.000.000,01 a R\$ 50.000.000,00	R\$ 6.603.000,00	R\$ 8.804.000,00
Faixa 3	De R\$ 50.000.000,01 a R\$ 100.000.000,00	R\$ 9.905.000,00	R\$ 13.207.000,00
Faixa 4	De R\$ 100.000.000,01 a R\$ 250.000.000,00	R\$ 13.207.000,00	R\$ 17.609.000,00
Faixa 5	De R\$ 250.000.000,01 a R\$ 500.000.000,00	R\$ 16.509.000,00	R\$ 20.012.000,00
Faixa 6	De R\$ 500.000.000,01 a R\$ 1.000.000.000,00	R\$ 22.012.000,00	R\$ 27.515.000,00
Faixa 7	Acima de R\$ 1.000.000.000,00	R\$ 27.515.000,00	R\$ 33.018.000,00

Fonte: Manual de acesso da B3, 2022.

Tabela 07 – Depósito de Garantias requeridas ao Membro de Compensação

Faixa de Risco		Fundo de Liquidação (FLI)
Faixa 1	Até R\$ 20.000.000,00	R\$ 2.307.868,00
Faixa 2	De R\$ 20.000.000,01 a R\$ 50.000.000,00	R\$ 5.769.673,00
Faixa 3	De R\$ 50.000.000,01 a R\$ 100.000.000,00	R\$ 8.077.542,00

participante de negociação pleno ou participante de liquidação, observados os termos e os requisitos estabelecidos no regulamento e no manual de acesso da B3 (B3,2022). e CVM. RESOLUÇÃO CVM 35. Art. 2º Considera-se, para os efeitos desta Resolução: VIII – membro ou agente de compensação: a instituição financeira ou a instituição a ela equiparada responsável, perante aqueles a quem presta serviços e perante a entidade de compensação e liquidação, pela compensação e liquidação das operações com valores mobiliários sob sua responsabilidade (CVM, 2021). e B3. MANUAL DE ACESSO B3. 2.3.2. Elegibilidade. São elegíveis para requerer essa autorização de acesso para liquidação em qualquer dos grupos de mercados indicados acima: (i) Sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários; (ii) Sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários; (iii) Bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento e bancos de desenvolvimento; e (iv) Caixa Econômica Federal. Adicionalmente: (i) Sociedades corretoras de câmbio e instituições bancárias autorizadas pelo BCB a realizar operações no mercado interbancário de câmbio pronto são elegíveis para requerer autorização de acesso para liquidação no grupo de mercados “Câmbio”; e (ii) O BCB é elegível para requerer autorização de acesso para liquidação no grupo de mercados “Derivativos”.

Faixa 4	De R\$ 100.000.000,01 a R\$ 250.000.000,00	R\$ 10.385.412,00
Faixa 5	De R\$ 250.000.000,01 a R\$ 500.000.000,00	R\$ 12.693.282,00
Faixa 6	De R\$ 500.000.000,01 a R\$ 1.000.000.000,00	R\$ 15.001.153,00
Faixa 7	Acima de R\$ 1.000.000.000,00	R\$ 17.309.022,00

Fonte: Manual de Acesso da B3, 2022.

3.1.3.4 Agente de Custódia

O agente de custódia⁴⁷ é o participante que detém autorização de acesso para custódia na central depositária da B3⁴⁸, ou seja, ele custodia títulos e valores mobiliários do comitente que são negociados no mercado de valores mobiliários. Para que seja outorgada a concessão de acesso à central depositária da B3, a instituição requerente deve possuir um patrimônio líquido (PL) no valor mínimo de R\$ 1.650.000,00 (um milhão e seiscentos e cinquenta mil reais). Sendo que o valor de PL é obtido por meio do demonstrativo financeiro do agente de custódia ou do conglomerado prudencial do qual faça parte. Após habilitado, o agente de custódia deverá obedecer ao limite de custódia estabelecido pela B3:

Tabela 08 – Limite de Custódia

Patrimônio Líquido (PL)	Limite de Custódia
R\$1.650.000,00 a R\$11.006.000,00	Valor do PL multiplicado por 10 (dez)
Superior a R\$11.006.000,00	Não há

Fonte: Manual de Acesso da B3, 2022, p. 88.

Para a apuração do limite de custódia, é considerado o valor dos ativos de todas as contas de depósito⁴⁹ sob a responsabilidade do agente de custódia, incluindo contas de terceiros,

⁴⁷ B3. MANUAL DE ACESSO. 2.5.2. Elegibilidade. São elegíveis para requerer autorização de acesso para custódia: (i) Sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários; (ii) Sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários; (iii) Bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento e bancos de desenvolvimento; e (iv) Caixa Econômica Federal. Corretoras de mercadorias são elegíveis para requerer autorização de acesso para custódia exclusivamente de ouro ativo financeiro (B3, 2022).

⁴⁸ B3. REGULAMENTO DA CÂMARA. Art. 35. O agente de custódia é o participante detentor de autorização de acesso para custódia na central depositária da B3, observados os termos e os requisitos estabelecidos no regulamento e no manual de acesso da B3 (B3, 2022).

⁴⁹ Com exceção de: “(i) Da conta de depósito própria do agente de custódia; (ii) Da conta de depósito de investidores pessoas físicas ou jurídicas que façam parte do mesmo conglomerado financeiro do agente de custódia; e (iii) Objeto de colocação primária em processo de liquidação mantido em contas de depósito de comitente que tenha, formalmente, dispensado toda e qualquer reivindicação ou pleito reparatório sobre o MRP administrado pela BSM” (B3, 2022, p. 50). e B3. GLOSSÁRIO. Conta de depósito. conta mantida em central depositária, individualizada ou não por comitente, para fins de guarda e controle da movimentação de ativos submetidos às atividades de depósito centralizado, bem como de guarda e movimentação de recursos financeiros e ativos depositados para assegurar a certeza da liquidação de operações (garantia) (B3, 2017).

mantidas por ele, ainda que sob a custódia de outro agente. Importa dizer que, em geral, todos os demais participantes são, também, agentes de custódia, visto que devem ter acesso à central depositária e a custódia dos ativos dos clientes.

3.1.4 Participantes Cadastrados

3.1.4.1 Emissor

Emissor⁵⁰ é aquele responsável pelas obrigações inerentes aos títulos ou valores mobiliários que emitir, bem como por seus lastros e garantias subjacentes (B3, 2017, p. 05). Para obter cadastro na Central Depositária da B3, a instituição requerente deverá cumprir uma série de requisitos operacionais e funcionais, havendo critérios adicionais para emissores de valores mobiliários que possuam como lastro outros valores mobiliários, ativos financeiros ou instrumentos contratuais.

3.1.4.2 Liquidante

Liquidante⁵¹ é o agente que utiliza sua conta de reservas bancárias⁵² para receber e efetuar pagamentos referentes à liquidação promovida pelo membro de compensação em face da Câmara⁵³ (B3, 2022, p. 87).

As transferências em dinheiro realizadas no ambiente de negociação e no ambiente de empréstimo no mercado de valores mobiliários acontecem por via eletrônica, mediante a

⁵⁰ B3. MANUAL DE ACESSO DA B3. 3.1.2. Elegibilidade. São elegíveis para solicitar o cadastro de emissor perante a B3, para registro e guarda de seus valores mobiliários ou demais títulos emitidos, as sociedades e fundos de investimento que sejam legalmente constituídas e tenham obtido as respectivas autorizações necessárias, conforme legislação em vigor, para a emissão dos títulos ou valores mobiliários objeto de registro ou guarda. Para a admissão ao registro e à guarda centralizada na B3, os títulos e valores mobiliários deverão ser regularmente emitidos na forma prevista na legislação em vigor e conter as características necessárias à sua admissão, conforme previsto em lei e na regulamentação aplicável (B3, 2022).

⁵¹ B3. MANUAL DE ACESSO DA B3. 3.3.1. Elegibilidade. Poderá cadastrar-se como liquidante junto à B3 qualquer instituição financeira regularmente autorizada pelo BCB e pela CVM, detentor de conta Reserva Bancária ou conta de Liquidação.

⁵² B3. GLOSSÁRIO. Conta de Reservas Bancárias. conta mantida no BCB, por instituição bancária, utilizada pelo seu respectivo titular para efetuar ou receber os pagamentos referentes: (i) a sua autorização de acesso para liquidação na câmara, enquanto membro de compensação; (ii) a autorização de acesso para liquidação na câmara de terceiros não detentores de contas Reserva Bancária e contas de Liquidação; e (iii) às suas atividades de custódia, enquanto agente de custódia e participante Selic (B3, 2017).

⁵³ B3. REGULAMENTO DE CÂMARA. Art. 21. *O liquidante é o participante que utiliza sua conta Reservas Bancárias ou conta de Liquidação para efetuar ou receber os pagamentos referentes aos processos de liquidação dos membros de compensação com a câmara, observados os termos e os requisitos estabelecidos no regulamento e no manual de acesso da B3* (B3, 2022).

utilização dos mecanismos do Sistema de Transferência de Reservas⁵⁴ (STR). Nesse sentido, os membros de compensação devem, obrigatoriamente, promover a contratação de um liquidante para efetivar a celebração do negócio junto a B3⁵⁵.

3.1.4.3 Banco Emissor de Garantias

O banco emissor de garantias é o agente cadastrado que emite objetos aceitos como garantia pela câmara, observados os termos e os requisitos estabelecidos pelo regulamento e pelo manual da B3⁵⁶. A B3 não estabelece nenhum requisito econômico e financeiro específico ao banco emissor de garantias, mas monitora suas condições econômicas constantemente (B3, 2022, p. 114 – 116).

3.2 B3

A B3 é uma companhia de capital brasileiro, formada pela fusão da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), da Bolsa de Mercado & Futuros (BM&F) e da Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (CETIP). Cabe à companhia administrar os mercados organizados de títulos e valores mobiliários, assim como prestar serviços de registro, central depositária, compensação e liquidação dos negócios celebrados em seu ambiente, figurando como contraparte central garantidora das partes durante a oferta, registro, celebração, execução e extinção de negócios celebrados em ambiente de negociação sob a sua competência.

O modelo de funcionamento da B3 ocorre em três níveis: pré-negociação, negociação e pós-negociação. Dessa forma, a atuação da B3 permeia todas as etapas de celebração dos negócios firmados em seu ambiente, desde o cadastro de participantes até o tratamento de inadimplência e a divulgação de informações aos agentes e reguladores, garantindo mais

⁵⁴ O Sistema de Transferência de Reservas representa o sistema central do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) e realiza a transferência de recursos entre instituições financeiras.

⁵⁵ B3. REGULAMENTO DE CÂMARA. Art. 17. *Para movimentação de recursos financeiros perante a câmara, que inclui efetuar e receber pagamentos, o membro de compensação deve ser ou contratar liquidante. §1º O membro de compensação permanece responsável pelas obrigações assumidas perante a câmara em caso de falha ou incapacidade do liquidante de efetuar pagamentos* (B3, 2022).

⁵⁶ B3. REGULAMENTO DE CÂMARA. Art. 42. *O banco emissor de garantias é o participante cadastrado que emite ativos passíveis de aceitação pela câmara em garantia, nos termos do manual de administração de risco da câmara, observados os termos e os requisitos estabelecidos no regulamento e no manual de acesso da B3.* (B3, 2022) e B3. MANUAL DE ACESSO DA B3. 3.8.1. Elegibilidade. São elegíveis para requerer autorização de credenciamento para a atuação como banco emissor de garantias as instituições bancárias autorizadas a funcionar pelo BCB (B3, 2022).

eficiência na administração de riscos, eis que atua como contraparte central e que realiza controle e monitoramento de risco sistêmico, visando proporcionar mais proteção ao cliente⁵⁷.

3.2.1 Câmara de Compensação e Liquidação

A Câmara de Compensação e Liquidação⁵⁸ é um departamento operacional da B3⁵⁹ e parte do Sistema de Pagamento Brasileiro (SPB)⁶⁰. Ela é responsável pela aceitação, compensação, liquidação e administração de risco dos negócios celebrados em ambiente de negociação, em ambiente de empréstimo ou registradas em ambiente de registro sob responsabilidade da B3 ou de outras entidades administradoras⁶¹. Nesse sentido, assume a função de contraparte central⁶² dos participantes na celebração de negócios no mercado de valores mobiliários.

Dentre outras importantes funções da Câmara está a realização de compensação multilateral de créditos e débitos, a garantia de liquidação mesmo em casos de falha dos participantes, o cálculo de risco do negócio celebrado e a promoção dos arranjos de liquidez (GONÇALVES, SILVA e SONCINI, 2021).

⁵⁷ B3, PRINCÍPIOS PARA INFRAESTRUTURAS DO MERCADO FINANCEIRO, 2022.

⁵⁸ B3. REGULAMENTO DA CÂMARA. Art. 7º *No desenvolvimento de suas atividades, a câmara: I - assume a posição de contraparte central na liquidação, exclusivamente, perante os membros de compensação; II - dispõe de salvaguardas e instrumentos para administração e controle de risco para garantir o cumprimento das obrigações por ela assumidas; e III - realiza as atividades e os serviços considerados necessários ao cumprimento das obrigações decorrentes deste regulamento* (B3, 2022).

⁵⁹ B3. PRINCÍPIOS PARA INFRAESTRUTURAS DO MERCADO FINANCEIRO. As câmaras da B3 são reconhecidas pela European Securities and Markets Authority (ESMA) e, portanto, classificadas como *qualifying central counterparties* (QCCP) para os efeitos dos requisitos de capital aplicáveis às instituições financeiras europeias (B3, 2022, p.8).

⁶⁰ BRASIL. LEI Nº 10.214/2001. Art. 2º, *parágrafo único. Integram o sistema de pagamentos brasileiro, além do serviço de compensação de cheques e outros papéis, os seguintes sistemas, na forma de autorização concedida às respectivas câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação, pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários, em suas áreas de competência* (BRASIL, 2001).

⁶¹ B3. REGULAMENTO DA CÂMARA. Art. 6.º *A câmara realiza a aceitação, a compensação, a liquidação e a administração de risco de contraparte de operações que são realizadas em ambientes de negociação e em ambientes de contratação de empréstimo ou registradas em ambientes de registro administrados pela B3 ou por entidades administradoras de infraestruturas de mercado* (B3, 2022).

⁶² Segundo glossário da B3 a função de contraparte central é a “posição assumida pela B3, mediante novação, segundo a qual se torna compradora de todo vendedor e vendedora de todo comprador, tomadora de todo doador e doadora de todo tomador e garantidora das operações aceitas, exclusivamente perante os participantes, na liquidação das respectivas obrigações” (B3, 2022, p. 04).

3.2.2 Central Depositária

A Central Depositária é uma instância operacional da B3 que realiza a guarda centralizada dos ativos que são negociados, permitindo a transferência da propriedade de forma eletrônica e centralizada, sem a necessidade de transferência física de certificados (GONÇALVES, SILVA e SONCINI, 2021, p. 6). Cabe à Central Depositária, também, cuidar dos eventos deliberados pelos emissores, dos ônus e gravames incidentes sobre eles e da conciliação periódica dos saldos e movimentações⁶³.

Quando o título ou o valor mobiliário ingressa na Central Depositária, torna-se sua propriedade fiduciária, ou seja, a Depositária possui o seu efetivo controle, assumindo a titularidade fiduciária perante o emissor, sem que este se confunda com seu patrimônio. Além disso, ocorre também a desmaterialização do ativo, de forma que o seu controle é feito por meio de contas individualizadas (GONÇALVES, SILVA e SONCINI, 2021).

3.3 Objetos Negociados

No caso analisado, os agentes negociaram valores mobiliários, especificamente ações e derivativos do tipo futuro e opção. Ver-se-á como a legislação e a doutrina brasileiras tratam da natureza jurídica desses objetos, para posteriormente verificar se as salvaguardas originadas da hierarquia de distribuição de responsabilidades e alocação de garantias instituída pela B3, são suficientes para impedir ou minimizar a ocorrência no Brasil, de manipulação semelhante à da GME.

3.3.1 Valores Mobiliários

A definição de valor mobiliário no Brasil foi ampliada com a promulgação da Lei nº 10.198/2001 e da Lei nº 10.303/2001, visando aproximar-se da concepção de *security*⁶⁴, de origem do direito estadunidense. Dessa forma, passou a abarcar títulos emitidos por companhias abertas e por outros tipos de sujeitos, como fundos e clubes de investimentos, alguns contratos

⁶³ Disponível em < https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/regulamentos-e-manuais/central-depositaria.htm >.

⁶⁴ “Security é: todo investimento em dinheiro ou bens suscetíveis de avaliação monetária, realizado pelo investidor em razão de uma captação pública de recursos, de modo a fornecer capital de risco a um empreendimento, em que ele, o investidor, não tem ingerência direta, mas do qual espera obter algum ganho ou benefício futuro” (LEÃES, 1974, p. 57).

e os derivativos. Essa ampliação teve por objetivo definir a competência regulatória da CVM e, com isso, tentar aumentar a proteção dos participantes nos novos negócios que vinham sendo celebrados.

Nesses termos, a função dos valores mobiliários é determinar a competência da CVM quanto aos requisitos necessários para promover a oferta pública, em larga escala e de maneira segura, de objetos de diferentes espécies, considerando suas características jurídicas e o arcabouço legal que os disciplina. Assim, para que um objeto qualificado como valor mobiliário possa ser emitido e distribuído publicamente, em regra deve-se obter a prévia autorização da CVM⁶⁵. Os valores mobiliários são emitidos e registrados no ambiente de empréstimo e no ambiente de negociação da B3, sendo propostos a clientes que irão contratar intermediários para atuarem em seu nome. A seguir, cabe detalhar as espécies de valores mobiliários que se relacionam com o caso GAMESTOP.

3.3.1.1 Ação

A ação é a espécie de valor mobiliário que representa a menor parcela do capital social da sociedade anônima ou da sociedade em comandita por ações. As ações podem ter valor nominal ou não, cabendo ao estatuto da companhia a sua fixação. O valor nominal deverá ser o mesmo para todas as ações da companhia, não podendo ser inferior ao estabelecido pela CVM⁶⁶, sendo vedado, também, a emissão de ações por preço inferior ao nominal⁶⁷. Nas ações sem valor nominal, o preço de emissão é definido pelos fundadores na criação da companhia, e em assembleia-geral ou conselho de administração no caso de aumento de capital⁶⁸.

As ações podem ser divididas em espécies, a depender dos direitos ou vantagens que confirmam aos titulares, sendo ordinárias, preferenciais ou de fruição. Todas as três espécies de

⁶⁵ Salvo exceções legalmente admitidas como os valores mobiliários emitidos e negociados em plataformas de crowdfunding, conforme versa a Resolução da CVM 80/2022 e BRASIL. LEI Nº 6385/ 1976. Art. 19. *Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão. § 1º - São atos de distribuição, sujeitos à norma deste artigo, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os pratiquem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas.* (BRASIL, 19760).

⁶⁶ BRASIL. LEI Nº 6.404/1976. Art. 11. *O estatuto fixará o número das ações em que se divide o capital social e estabelecerá se as ações terão, ou não, valor nominal. § 3º O valor nominal das ações de companhia aberta não poderá ser inferior ao mínimo fixado pela Comissão de Valores Mobiliários* (BRASIL, 1976).

⁶⁷ BRASIL. LEI Nº 6.404/1976. Art. 13. *É vedada a emissão de ações por preço inferior ao seu valor nominal* (BRASIL, 1976).

⁶⁸ BRASIL. LEI Nº 6.404/1976. Art. 14. *O preço de emissão das ações sem valor nominal será fixado, na constituição da companhia, pelos fundadores, e no aumento de capital, pela assembléia-geral ou pelo conselho de administração (artigos 166 e 170, § 2º)* (BRASIL, 1976).

ações conferem⁶⁹ direitos essenciais que nem a assembleia, nem o estatuto podem suprimir. Além dos direitos essenciais, a ação ordinária confere o direito de voto⁷⁰ que, no caso da companhia fechada, pode ser dividida em classes⁷¹. Já as ações preferenciais asseguram alguma vantagem aos acionistas, geralmente monetária ou relacionada a tomada de decisões na companhia⁷² e podem conferir ou não o direito de voto⁷³. Por fim, as ações de fruição substituem as ações amortizadas, ou seja, o sócio que já recebeu da sociedade o valor integral das ações passa a figurar como titular de uma ação de fruição (NETTO, 2021).

3.3.1.2 Derivativos

O *Bank for International Settlements* (BIS)⁷⁴ e o *Group of Thirty* (G30)⁷⁵, no *Global Derivatives Study Group* conceituam o derivativo como:

a financial contract the value of which depends on the value of one or more underlying reference assets, rates or indices. For analytical purposes, all derivatives contracts

⁶⁹ BRASIL. LEI Nº 6.404/1976. Art. 109. *Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: I - participar dos lucros sociais; II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais; IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172; V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei. § 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares. § 2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembléia-geral. § 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar.*

⁷⁰ BRASIL. LEI Nº 6.404/1976. Art. 110. *A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembleia-geral* (BRASIL, 1976).

⁷¹ BRASIL. LEI Nº 6.404/1976. Art. 16. *As ações ordinárias de companhia fechada poderão ser de classes diversas, em função de: I - conversibilidade em ações preferenciais; II - exigência de nacionalidade brasileira do acionista; ou III - direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos; IV - atribuição de voto plural a uma ou mais classes de ações, observados o limite e as condições dispostos no art. 110-A desta Lei* (BRASIL, 1976).

⁷² BRASIL. LEI Nº 6.404/1976. Art. 17. *As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir: I - em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; II - em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou III - na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II. E Art. 18. O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração* (BRASIL, 1976).

⁷³ BRASIL. LEI Nº 6.404/1976. Art. 111. *O estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no artigo 109* (BRASIL, 1976).

⁷⁴ Entidade formada por 63 bancos centrais ao redor do mundo, incluso o BCB, na qual é discutido parâmetros de regulação financeira adotados internamente pelos países. Os conceitos adotados pelo BIS são importantes já que são adotados como base para elaboração da legislação, como as resoluções da CMV, circulares do BCB e instruções da CVM (PAIVA, 2015).

⁷⁵ Grupo global independente formado por líderes de setores públicos e privados. Tem por objetivo compreender a economia global e seus problemas financeiros (G30, 1978).

*can be divided into basic building blocks of forward contracts, options or combinations thereof*⁷⁶.

*e “In general terms, a derivatives transaction is a contract whose value depends on (or “derives” from) the value of an underlying asset, reference rate, or index*⁷⁷”.

Em ambas as concepções, verifica-se a atribuição da natureza contratual aos derivativos, independentemente de sua espécie. De fato, os derivativos são contratos de execução futura e celebrados com referência a objetos sujeitos a variação de preço. Tais objetos podem ser tanto financeiros, como as ações, quanto não financeiros, como o petróleo. Por visar à transferência do risco, os derivativos podem assumir a função protetiva⁷⁸ (*Hedge*) ou especulativa.

A função de *hedge* assegura, na parcela coberta pelos derivativos, o preço previamente estabelecido, protegendo-o contra variações adversas nas cotações futuras. Quando utilizado com a função especulativa, objetiva-se o lucro com a celebração do negócio. Visto que com menor aporte monetário é possível ocorrer alto grau de alavancagem e, assim, maior ganho financeiro (PAIVA, 2015).

A atribuição de qualificação jurídica de valor mobiliário aos derivativos atraiu a competência da CVM para supervisionar e regular os negócios envolvendo esses objetos. Todavia, importa apontar que esses institutos não possuem a mesma natureza jurídica, visto que o retorno monetário nos valores mobiliários depende do sucesso na celebração do negócio em que os clientes possuem pouca ou nenhuma ingerência, enquanto os derivativos possuem a função originária de transferência de riscos (PAIVA, 2015, p. 7 – 9).

No mercado de derivativos são negociadas quatro formas de operações: *swaps*⁷⁹, opções, a termo⁸⁰ e futuro. Conforme já exposto, os agentes no caso estudado negociaram com duas formas de derivativos: a opção e o futuro (SANTOS, 2011), pelo que se passa a detalhar cada um dos dois.

⁷⁶ Um contrato financeiro cujo valor depende do valor de um ou mais ativos, taxas ou índices subjacentes. Para propósitos analíticos, todos os contratos de derivativos podem ser divididos em simples blocos de construção de contratos a termo, opções ou a combinações destes (BIS, 2003, p. 20) (tradução nossa).

⁷⁷ Em termos gerais, derivativo é uma transação contratual cujo valor depende do (ou “deriva” do) valor de um ativo, taxa ou índice subjacente (G30, 1993, p. 12) (tradução nossa).

⁷⁸ BRASIL. LEI Nº 8.981/1995. Art. 77, inc. V, § 1º V - *em operações de cobertura (hedge) realizadas em bolsa de valores, de mercadoria e de futuros ou no mercado de balcão. § 1º Para efeito do disposto no inciso V, consideram-se de cobertura (hedge) as operações destinadas, exclusivamente, à proteção contra riscos inerentes às oscilações de preço ou de taxas, quando o objeto do contrato negociado* (BRASIL, 1995).

⁷⁹ “Swap consiste em um acordo celebrado entre duas partes para troca de risco de uma posição ativa (credora) ou passiva (devedora), em data futura, conforme critérios preestabelecidos. As trocas (swaps) mais comuns são as de taxas de juro, moedas e commodities” (B3, 2015, p. 72).

⁸⁰ “Como comprador ou vendedor de um contrato a termo, você se compromete a comprar ou vender certa quantidade de um bem (mercadoria ou ativo financeiro) por um preço fixado, ainda na data de realização do negócio, para liquidação em data futura. No mercado a termo, as partes se obrigam a liquidar, em uma data definida entre elas, no futuro, a operação combinada no presente” (B3, 2015, p. 45).

3.3.1.2.1 Futuro

No mercado futuro a fixação do preço do bem ocorre no presente, mas a liquidação dos contratos ocorrerá em data futura pré-fixada (SANTOS, 2011). Os contratos futuros são padronizados, somente o preço e a quantidade do bem podem ser acordados pelas partes. A negociação ocorre em bolsa e, conforme visto anteriormente, a B3 figura como contraparte central garantidora nos negócios celebrados. Dessa maneira, os participantes não suportam os riscos uns dos outros.

Há, portanto, um robusto sistema de gerenciamento de riscos da Câmara, sendo obrigatório margens individuais e depósitos em fundos mútuos para celebrar a aquisição de posição nesses contratos. Interessa apontar que essas garantias não são objeto de penhor e não se submetem a Lei de Falências⁸¹.

Nas operações de futuro as cotações são públicas e em tempo real, expondo a cada instante a expectativa dos participantes envolvidos, ponderada pela influência de cada agente na formação do preço final (PAIVA, 2015, p. 22).

3.3.1.2.2 Opção

O BIS conceitua as opções como *“a contract that gives the buyer the right, but not the obligation, to buy or sell an underlying asset by (or on) a specific date for a specific price. For this right the purchaser pays a premium⁸²”*. Assim sendo, os ativos subjacentes podem ser quaisquer objetos suscetíveis à avaliação econômica e, no que tange às prestações devidas, pode-se contratar as opções de compra e as opções de venda (PAIVA, 2015, p. 43).

⁸¹ BRASIL. LEI Nº 10.214/2001. Art. 6º. *Os bens e direitos integrantes do patrimônio especial, bem como aqueles oferecidos em garantia pelos participantes, são impenhoráveis, e não poderão ser objeto de arresto, sequestro, busca e apreensão ou qualquer outro ato de constrição judicial, exceto para o cumprimento das obrigações assumidas pela própria câmara ou prestador de serviços de compensação e de liquidação na qualidade de parte contratante, nos termos do disposto no caput do art. 4º desta Lei; e art. 7º Os regimes de insolvência civil, concordata, intervenção, falência ou liquidação extrajudicial, a que seja submetido qualquer participante, não afetarão o adimplemento de suas obrigações, assumidas no âmbito das câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação, que serão ultimadas e liquidadas pela câmara ou prestador de serviços, na forma de seus regulamentos* (BRASIL, 2001).

⁸² Um contrato que dá ao comprador o direito, mas não a obrigação, de comprar ou vender um ativo subjacente (ou em) uma data específica à um preço específico. Por esse direito o comprador paga um prêmio (BIS, 2003, p. 39) (tradução nossa).

Apesar de existirem divergências doutrinárias trazidas por Rachel Sztajn e Almeida Salles, este trabalho filia-se a corrente que atribui às opções natureza jurídica contratual, conforme exposto por Pontes de Miranda. Desta forma, por seus elementos próprios e regras específicas não seria possível equiparar as opções com qualquer outra modalidade contratual existente no ordenamento brasileiro, haja vista que a figura estudada se encontra entre propostas irrevogáveis e contratos preliminares que visam proteger e cumprir sua função socioeconômica, adotando comportamento atípico.

3.4 Negócios Celebrados

No caso da GAMESTOP, os participantes negociaram os objetos acima estudados por meio da celebração de diferentes contratos. Sabe-se que os contratos são espécies de negócio jurídico, de forma que importa analisar além dos contratos, também o gênero ao qual fazem parte. Nesse sentido, verifica-se por meio da legislação e doutrina brasileira a natureza dos negócios jurídicos, dos contratos e, então, dos tipos contratuais que estão presentes no caso estudado.

3.4.1 Negócio Jurídico

O negócio jurídico é a declaração de vontade destinada à produção de efeitos jurídicos desejados. Para que o negócio jurídico esteja em conformidade com a legislação, é necessário que exista agente capaz, objeto lícito, possível, determinado ou determinável como, também, forma prescrita em lei ou não proibida por ela⁸³, esses requisitos são elementos essenciais para a validade do negócio jurídico. Pode-se, entretanto, ser convencionado pelas partes outros elementos não determinados pela lei, chamados elementos acidentais.

Os negócios jurídicos podem ser: unilaterais⁸⁴; bilaterais⁸⁵; onerosos⁸⁶; gratuitos⁸⁷; principal; acessório; *inter vivos* e *causa mortis* (PEREIRA, 2011, p. 397 – 416). No mercado de valores mobiliários são celebrados diversos negócios, com o objetivo de ilustrá-los, vê-se o quadro abaixo:

⁸³ BRASIL.CÓDIGO CIVIL. Art. 104. A validade do negócio jurídico requer: I - agente capaz; II - objeto lícito, possível, determinado ou determinável; III - forma prescrita ou não defesa em lei (BRASIL, 2002).

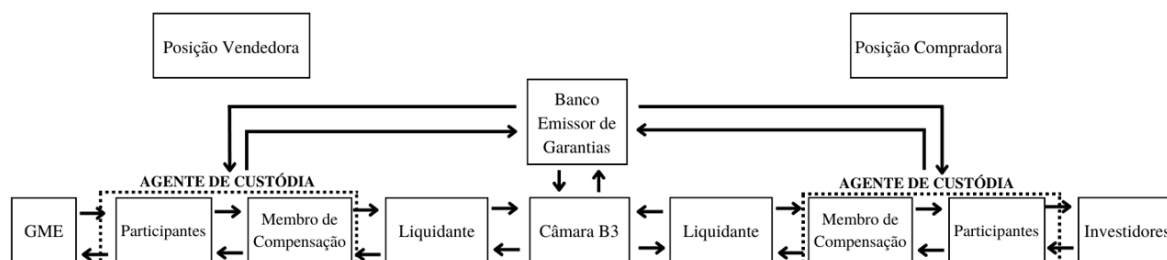
⁸⁴ O testamento é um exemplo de negócio jurídico unilateral.

⁸⁵ Os contratos, por dependerem da vontade das partes, são negócios jurídico bilaterais.

⁸⁶ Um contrato de compra e venda é um negócio jurídico oneroso.

⁸⁷ A doação pura é um exemplo de negócio jurídico gratuito.

Quadro 01 – Mercado de valores mobiliários



FONTE: REELABORADO PELO AUTOR (SANTOS, 2011, p. 35)

Na posição⁸⁸ vendedora, a companhia emissora de ações, por meio de um participante, oferta as ações no mercado de valores mobiliários. Dessa forma, o membro de compensação, com a utilização das reservas bancárias do liquidante, procede com a liquidação da venda do ativo junto à Câmara da B3. Enquanto na posição compradora, o investidor que deseja adquirir as ações deve, também, contratar um participante, que aliado ao respectivo membro de compensação e ao liquidante, procede com a liquidação do negócio, efetivando a aquisição do ativo ou derivativo.

Em relação à custódia dos títulos ou valores mobiliários dos clientes, os intermediários são, em geral, agentes de custódia, possuindo autorização de acesso à Central Depositária. Entretanto, caso não sejam, deverão obrigatoriamente contratar um agente de custódia para acesso aos ativos dos comitentes.

Por fim, conforme já tratado, para celebrar negócios no mercado de valores mobiliários, os intermediários devem cumprir uma série de requisitos econômicos e financeiros, que envolvem o depósito de garantias à B3. Nesse sentido, as garantias aceitas pela Bolsa serão emitidas pelo banco emissor de garantias e os participantes estarão obrigados a cumpri-las, sob pena de não estarem autorizados a participar dos ambientes sob controle da B3.

3.4.1.1 Contrato

O contrato é uma espécie de negócio jurídico bilateral ou plurilateral que expressa a liberdade e a autonomia privada das pessoas de negociarem. Ele é estruturado com base no consentimento livre e igualdade formal dos participantes, sendo formado quando uma das partes

⁸⁸ B3. GLOSSÁRIO. Posição. quantidade líquida de determinado ativo negociado no mercado à vista e a liquidar, determinado instrumento de contrato derivativo ou de empréstimo, ou determinada moeda estrangeira, registrada em uma conta (B3, 2017).

oferta uma prestação a outra e essa aceita, visando a ocorrência dos efeitos jurídicos desejados. Com a formação do contrato, as partes estarão obrigadas⁸⁹ ao seu cumprimento, salvo condições acordadas ou definidas legalmente.

Far-se-á, nesse momento, a análise das formas contratuais presentes na celebração de negócios no mercado de valores mobiliários, utilizando por referência o quadro 01. O primeiro contrato é celebrado entre a companhia emissora de ações ou os investidores com os participantes, integrantes do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários⁹⁰. Nesse caso, cuida-se de um contrato de comissão⁹¹, visto que quem contratará o participante de negociação pleno⁹² e o membro de compensação⁹³ será a própria corretora e não seu cliente. Importa perceber, ainda, que este contrato é oneroso, bilateral e não solene.

O segundo contrato celebrado ocorre entre os participantes e os membros de compensação, e será de comissão, já que a aquisição ou a venda de bens pelo comissário é feita em próprio nome, à conta do comitente. O próximo contrato realizado é entre o membro de compensação e o liquidante e sua natureza jurídica é de mandato⁹⁴, já que o contratado não age em nome próprio, mas em nome do contratante (SANTOS, 2011, p. 37 – 46).

Ao fim, ocorre a celebração do contrato principal da cadeia de negociações, realizado entre o membro de compensação e a câmara da B3. Esse contrato é de adesão, dispensando as solenidades entre as partes e nascendo por meio do registro da operação no ambiente de negociação ou de empréstimo da B3. A natureza jurídica, entretanto, dependerá da forma de execução, considerando o escopo deste trabalho, tratar-se-á apenas da natureza jurídica da liquidação financeira.

⁸⁹ BRASIL. CÓDIGO CIVIL 2002. Art. 427. *A proposta de contrato obriga o proponente, se o contrário não resultar dos termos dela, da natureza do negócio, ou das circunstâncias do caso* (BRASIL, 2002).

⁹⁰ BRASIL. LEI Nº 4,785/1965. Art. 5º, inc. I. *O sistema de distribuição de títulos ou valores mobiliários no mercado de capitais será constituído: das Bolsas de Valores e das sociedades corretoras que sejam seus membros* (BRASIL, 2002).

⁹¹ BRASIL. CÓDIGO CIVIL 2002. Art. 693. *O contrato de comissão tem por objeto a aquisição ou a venda de bens pelo comissário, em seu próprio nome, à conta do comitente* (BRASIL, 2002).

⁹² No caso do participante de negociação.

⁹³ No caso dos demais intermediários: participante de negociação pleno e participante de liquidação.

⁹⁴ BRASIL. CÓDIGO CIVIL. 2002. Art. 653. *Opera-se o mandato quando alguém recebe de outrem poderes para, em seu nome, praticar atos ou administrar interesses. A procuração é o instrumento do mandato* (BRASIL, 2002).

Na data da execução do contrato a Câmara celebrará a compensação⁹⁵ e a liquidação⁹⁶ das obrigações. A compensação é um mecanismo de cálculo do valor das obrigações de cada participante em relação aos demais. Nesse sentido, ocorre a apuração dos saldos líquidos de mesmo objeto e de participantes distintos, verificando se são credores e devedores de obrigações idênticas. Após a realização desse cálculo, os valores são compensados até a extensão que possam ser mutuamente abatidos. Dessa forma, os direitos e deveres decorrentes dos negócios celebrados no mercado de valores mobiliários vão sendo reduzidos após múltiplas compensações, até que reste um único direito e um único dever a ser objeto de lançamento a crédito e a débito na conta de Reservas Bancárias⁹⁷ (ÁGUIAR JÚNIOR, 2001). Realizada a compensação, a câmara promoverá a liquidação dos direitos e deveres dos participantes, procedendo com o cumprimento das obrigações decorrentes dos negócios celebrados. Assim, a liquidação é o adimplemento da obrigação e o cumprimento do contrato no ambiente da B3⁹⁸.

A natureza jurídica do contrato celebrado entre o membro de compensação e a Câmara não se enquadra na compra e venda, já que as obrigações convertidas em dinheiro dependem da oscilação de preço, e nem no contrato de aposta, conforme vedação legal do Código Civil de 2002. Desse modo, conclui-se que esse contrato, cuja execução será pela diferença de preços, é atípico (SANTOS, 2011, p. 46 – 51).

Os membros do r/WSB adquiriram, também, opções de compra das ações da GAMESTOP. O contrato de opção pode ser de compra ou venda, sendo que ambos possuem as seguintes características comuns: não solenes, unilaterais ou bilaterais, gratuitos ou onerosos,

⁹⁵ B3. REGULAMENTO DA CÂMARA. Art. 62. A câmara apura, para cada data de liquidação, os saldos líquidos multilaterais dos membros de compensação, dos participantes de negociação plenos, dos participantes de liquidação e dos comitentes, por meio da compensação das obrigações e dos direitos decorrentes das operações realizadas e das posições em aberto. (B3, 2022) e BRASIL. CÓDIGO CIVIL 2002. Art. 368. Se duas pessoas forem ao mesmo tempo credor e devedor uma da outra, as duas obrigações extinguem-se, até onde se compensarem. Cf. art. 368 a 380 (BRASIL, 2002).

⁹⁶ B3. REGULAMENTO DA CÂMARA. Art. 65. A liquidação do saldo líquido multilateral em moeda nacional entre os membros de compensação e a câmara é realizada mediante pagamentos e recebimentos, durante a janela de liquidação, por meio do STR, nas contas de Liquidação ou contas Reservas Bancárias dos liquidantes, conforme o caso, e na conta de liquidação da câmara, segundo os horários e procedimentos estabelecidos no manual de procedimentos operacionais da câmara, observadas a legislação e regulamentação em vigor (B3, 2022).

⁹⁷ BRASIL. CÓDIGO CIVIL. Art. 368. Se duas pessoas forem ao mesmo tempo credor e devedor uma da outra, as duas obrigações extinguem-se, até onde se compensarem. Cf. arts 368 a 380 (BRASIL, 2002) e BRASIL. LEI Nº 10.214/2001. Art. 3º. É admitida a compensação multilateral de obrigações no âmbito de uma mesma câmara ou prestador de serviços de compensação e de liquidação. Parágrafo único. Para os efeitos desta Lei, define-se compensação multilateral de obrigações o procedimento destinado à apuração da soma dos resultados bilaterais devedores e credores de cada participante em relação aos demais (BRASIL, 2001).

⁹⁸ BRASIL. CÓDIGO CIVIL. Art. 304. Qualquer interessado na extinção da dívida pode pagá-la, usando, se o credor se opuser, dos meios conducentes à exoneração do devedor. Art. 324. A entrega do título ao devedor firma a presunção do pagamento. Art. 334. Considera-se pagamento, e extingue a obrigação, o depósito judicial ou em estabelecimento bancário da coisa devida, nos casos e forma legais. Cf arts. 304 a 359 (BRASIL, 2002).

aleatórios ou comutativos, principal, sucessivos, por tempo determinado ou determinável e atípicos. Outras importantes especificidades dos contratos de opção é sua irretroatividade e a impossibilidade de novas negociações após a celebração do negócio (IGLESIAS, 2011, p. 69). Importa apontar que no mercado de opções brasileiro o exercício das opções deve ser feito em data previamente determinada e fixa.

Os agentes, os valores mobiliários e os contratos utilizados para negociá-los são controlados pelo Estado brasileiro, cuja regulação passa-se a explicar.

3.5 A regulação do mercado de valores mobiliários no Brasil: CVM.

No Brasil, a regulação da movimentação de recursos financeiros e de títulos e valores mobiliários é desempenhada principalmente pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia federal com competência para regular, controlar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários do Brasil. As instituições financeiras que são autorizadas a celebrar negócios no ambiente da B3 estão sujeitas à autoridade da CVM, na medida que atuam como prestadoras de serviços de investimento aos participantes desses mercados⁹⁹.

A criação e administração de mercados organizados de títulos e valores mobiliários, de sistemas de compensação e liquidação, de contraparte central, de depósito centralizado e a atividade de entidade registradora requerem autorização prévia da CVM. A autarquia possui, portanto, poderes de supervisão, fiscalização e regulação sobre as câmaras de compensação e liquidação, depositária central e entidade registradora da B3. Cabe também a própria bolsa de valores identificar e monitorar os clientes finais dos negócios celebrados em seu ambiente¹⁰⁰.

⁹⁹ BRASIL. LEI Nº 4595/1964. Art. 34. *É vedado às instituições financeiras realizar operação de crédito com a parte relacionada. § 4º Excetuam-se da vedação de que trata o caput deste artigo, respeitados os limites e as condições estabelecidos em regulamentação: V - as obrigações assumidas entre partes relacionadas em decorrência de responsabilidade imposta a membros de compensação e demais participantes de câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários e suas respectivas contrapartes em operações conduzidas no âmbito das referidas câmaras ou prestadores de serviços;* (BRASIL, 1964).

¹⁰⁰ BRASIL. LEI Nº 9.613/1998. Art. 9º. *Sujeitam-se às obrigações referidas nos arts. 10 e 11 as pessoas físicas e jurídicas que tenham, em caráter permanente ou eventual, como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não: I - a captação, intermediação e aplicação de recursos financeiros de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira; II - a compra e venda de moeda estrangeira ou ouro como ativo financeiro ou instrumento cambial; III - a custódia, emissão, distribuição, liquidação, negociação, intermediação ou administração de títulos ou valores mobiliários; Parágrafo único. Sujeitam-se às mesmas obrigações: I - as bolsas de valores, as bolsas de mercadorias ou futuros e os sistemas de negociação do mercado de balcão organizado. Art. 10. As pessoas referidas no art. 9º: I - identificarão seus clientes e manterão cadastro atualizado, nos termos de instruções emanadas das autoridades competentes* (BRASIL, 1998).

A competência de atuação da CVM não está delineada somente em relação aos valores mobiliários, de forma que há outras situações que é devida a sua intervenção. Dessa maneira, a legislação indica os sujeitos que podem fazer parte do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários mediante registro formal¹⁰¹, descreve as atividades e matérias que se encontram sob a competência regulatória da CVM¹⁰² e prescreve a forma dos atos e atividades que, se observadas, ensejam a regulação do regulador¹⁰³ (RAGIL, 2017, p. 89).

¹⁰¹ BRASIL. LEI Nº 6.385/1976. Art.15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários: a) como agentes da companhia emissora; b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado; II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria; III - as sociedades e os assessores de investimentos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários em bolsas de valores ou no mercado de balcão; IV - as bolsas de valores. V - entidades de mercado de balcão organizado. VI - as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e VII - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários. § 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários definir: II - a especialização de operações ou serviços a ser observada pelas sociedades do mercado, e as condições em que poderão cumular espécies de operação ou serviços. § 2º - Em relação às instituições financeiras e demais sociedades autorizadas a explorar simultaneamente operações ou serviços no mercado de valores mobiliários e nos mercados sujeitos à fiscalização do Banco Central do Brasil, as atribuições da Comissão de Valores Mobiliários serão limitadas às atividades submetidas ao regime da presente Lei, e serão exercidas sem prejuízo das atribuições daquele (BRASIL, 1976).

¹⁰² BRASIL. LEI Nº 6.385/1976. Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários. c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (BRASIL, 1976).

¹⁰³ BRASIL. LEI Nº 6.385/1976. Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão. § 1º - São atos de distribuição, sujeitos à norma deste artigo, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os pratiquem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas. § 2º - Equiparam-se à companhia emissora para os fins deste artigo: I - o seu acionista controlador e as pessoas por ela controladas; II - o coobrigado nos títulos; III - as instituições financeiras e demais sociedades a que se refere o Art. 15, inciso I; IV - quem quer que tenha subscrito valores da emissão, ou os tenha adquirido à companhia emissora, com o fim de os colocar no mercado. § 3º - Caracterizam a emissão pública: I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; II - a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores; III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação. § 4º - A emissão pública só poderá ser colocada no mercado através do sistema previsto no Art. 15, podendo a Comissão exigir a participação de instituição financeira. § 5º - Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: I - definir outras situações que configurem emissão pública, para fins de registro, assim como os casos em que este poderá ser dispensado, tendo em vista o interesse do público investidor; II - fixar o procedimento do registro e especificar as informações que devam instruir o seu pedido, inclusive sobre: a) a companhia emissora, os empreendimentos ou atividades que explora ou pretende explorar, sua situação econômica e financeira, administração e principais acionistas; b) as características da emissão e a aplicação a ser dada aos recursos dela provenientes; c) o vendedor dos valores mobiliários, se for o

Tratando-se do critério pessoal, têm-se a escolha legislativa em definir os sujeitos que fazem parte do Sistema de Distribuição, delimitando as instituições que poderão celebrar negócios no mercado de valores mobiliários e os serviços que poderão ser prestados. Há, portanto, uma indicação direta dos sujeitos que podem atuar nesse segmento, de forma que o exercício da atividade depende de autorização concedida pela CVM. Nestes termos, enseja sobre as instituições integrantes do Sistema de Distribuição de valores mobiliários regulação específica, baseada na expressa indicação de quem são esses sujeitos e mediante a prévia habilitação desses agentes perante o regulador (RAGIL, 2017, p. 90).

A abordagem do critério material envolve as atividades¹⁰⁴ realizadas no mercado de valores mobiliários, sujeitas à regulação da autarquia e com ações específicas, como emissão, distribuição, negociação, intermediação, organização, administração, custódia e prestação de serviços de consultoria. Essas ações são direcionadas tanto a objetos específicos, como valores mobiliários e derivativos, quanto a sujeitos de direito particular, tal qual bolsas de valores, mercadorias e futuros. A comunhão entre essas ações, com os objetos ou os sujeitos caracteriza o conteúdo das atividades reguladas pela CVM, ou seja, são as noções de bolsas, derivativos e valor mobiliário que traduzem o conteúdo das atividades sujeitas à regulamentação (RAGIL, 2017, p. 90 - 99).

No que tange ao critério formal, tem-se a oferta pública como elemento que sujeita a matéria ao regime regulatório da CVM. Nesse sentido, os títulos distribuídos de forma privada estão imunes a regulação da CVM, visto que não há interesse público na fiscalização dessas ofertas. Portanto, nenhuma emissão ou oferta pública de valores mobiliários será realizada sem prévio registro do regulador. Aliado aos critérios pessoais e materiais, o critério formal demarca os parâmetros de incidência da CVM (RAGIL, 2017, p. 100 - 103).

caso; d) os participantes na distribuição, sua remuneração e seu relacionamento com a companhia emissora ou com o vendedor. §6º - A Comissão poderá subordinar o registro a capital mínimo da companhia emissora e a valor mínimo da emissão, bem como a que sejam divulgadas as informações que julgar necessárias para proteger os interesses do público investidor. § 7º - O pedido de registro será acompanhado dos prospectos e outros documentos quaisquer a serem publicados ou distribuídos, para oferta, anúncio ou promoção do lançamento (BRASIL, 1976).

¹⁰⁴ BRASIL. LEI Nº 6.385/1976. Art. 1º *Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos; IV - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; VI - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; VII - a auditoria das companhias abertas; III - os serviços de consultor e analista de valores mobiliários (BRASIL, 1976).*

Considera-se, também, que em face da regulamentação promovida pela CVM, a B3 possua mecanismos de autorregulação¹⁰⁵, de forma que deve supervisionar a conduta dos intermediários e das demais instituições financeiras, assim como dos negócios celebrados envolvendo ativos financeiros e valores mobiliários, seja em seu ambiente de negociação ou em seu ambiente de empréstimo.

A autorregulação pode ser classificada como a coordenação do mercado realizado por agentes econômicos organizados coletivamente por meio de entidades profissionais privadas, materializadas por meio da criação de normas de conduta, recomendações, pareceres de orientação e outros, regendo as atividades dos participantes submetidos à autorregulação, de forma a fiscalizar e aplicar sanções nos casos de descumprimento dessas regras. Não há, nesse caso, intervenção estatal na autorregulação, apesar de haver modalidades desse instituto que são impostas ou reconhecidas pelo Estado.

Com o objetivo de assegurar a independência da função autorreguladora, assim como realizar a separação das atividades operacionais, a CVM permite optar entre: criar uma estrutura autorregulatória específica, composta de um departamento de regulação, um diretor e um conselho de autorregulação; constituir uma sociedade de propósito específico ou contratar terceiro independente para exercer esta função. Diante das opções a B3 escolheu por constituir uma associação para essa tarefa, a saber, a BSM Supervisão de Mercados, responsável por realizar as atividades autorregulatórias da B3 (B3, 2022, p. 13 – 28). Nesse sentido, a autorregulação é de tipo delegada¹⁰⁶, estando sob sua supervisão da CVM (FERRAZ, 2012).

Com o auxílio da legislação nacional e doutrina pátria, a natureza jurídica dos institutos presentes no caso GAMESTOP foram analisados, apresentando os participantes envolvidos, o modo de negociação e a regulação promovida pelas autarquias federais. Com isso, tornar-se possível buscar no arcabouço legislativo–doutrinário brasileiro as salvaguardas que minimizem a possibilidade de um caso semelhante no Brasil, a fim de verificar se suficientes a impedir ou limitar a manipulação nos moldes daquela ocorrida no mercado norte-americano.

¹⁰⁵ Vê-se a Instrução CVM nº 461/2007.

¹⁰⁶ B3. PRINCÍPIOS PARA INFRAESTRUTURAS DO MERCADO FINANCEIRO. “Os mercados organizados de valores mobiliários, as câmaras de compensação e liquidação, as depositárias centrais e entidades registradoras são considerados órgãos auxiliares do BCB e da CVM na tarefa de fiscalizar os mercados, e o fazem exercendo a autoridade autorregulatória, que lhes é delegada, para supervisionar a conduta de intermediários e demais instituições financeiras que atuam em seus mercados, assim como as operações envolvendo ativos financeiros e valores mobiliários negociados nesses mercados conforme exposto a seguir” (B3, 2022, p. 22).

IV UMA VERIFICAÇÃO DO CASO GAMESTOP PERANTE AS SALVAGUARDAS DO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO

A Câmara B3 conta com uma série de salvaguardas formadas por um conjunto de garantias obrigatórias¹⁰⁷ impostas aos agentes envolvidos na celebração de negócios no mercado de valores mobiliários e, também, adota medidas destinadas à mitigação do risco de liquidez¹⁰⁸. Nesse sentido, é essencial estudá-las com o objetivo de verificar se poderiam impactar no caso de manipulação de mercado no Brasil.

4.1 Garantias Depositadas pelos Comitentes e Participantes

Os comitentes, assim como os participantes de negociação pleno e os participantes de liquidação, devem aportar garantias para cobertura do risco das posições em aberto, isto é, dos contratos celebrados, cuja liquidação ainda não ocorreu.

Os empréstimos e os negócios envolvendo derivativos ou investimentos à vista, desde que decorrentes da celebração de negócios com opção, devem ser garantidos pelos comitentes ou participantes, por meio da colateralização¹⁰⁹ e da autorização da Câmara.

¹⁰⁷ B3. MANUAL DE ADMINISTRAÇÃO DE RISCO DA CÂMARA. 1.1 Componentes de estrutura de salvaguardas. (i) Garantias prestadas por comitentes, de sua titularidade, para cobertura de perdas associadas às suas posições, incluindo seus ativos alocados como cobertura, os quais são considerados como garantia em caso de inadimplência; (ii) Garantias prestadas por terceiros para comitentes e para participantes de negociação plenos e participantes de liquidação, nos termos do capítulo 6 (Administração de garantias) deste manual; (iii) Garantias prestadas por participantes de negociação plenos e participantes de liquidação para cobertura de perdas associadas a operações do mercado à vista de seus comitentes; (iv) Garantias prestadas por participantes de negociação, participantes de negociação plenos e participantes de liquidação e membros de compensação para cobertura do risco intradiário decorrente das operações registradas sob sua responsabilidade; (v) Garantias prestadas por bancos emissores de garantias para ampliação de limites de emissão, nos termos do capítulo 6 (Administração de garantias) deste manual; (vi) O fundo de liquidação, constituído por recursos da B3, dos participantes de negociação plenos, dos participantes de liquidação e dos membros de compensação; e (vii) O caixa da B3 exclusivamente dedicado à câmara (B3, 2022).

¹⁰⁸ B3. MANUAL DE ADMINISTRAÇÃO DE RISCO DA CÂMARA. 1.1 Componentes de estrutura de salvaguardas. (i) linhas de assistência à liquidez colateralizadas e não colateralizadas; (ii) o Fundo de Investimento Liquidez da Câmara B3 (FILCB); e (iii) parcela do capital próprio da B3, formal e exclusivamente dedicada à câmara (B3, 2022).

¹⁰⁹ “O Colateral é um módulo de gestão de garantias em relações bilaterais, promovendo a mitigação de risco de crédito entre as partes envolvidas em operações realizadas no mercado financeiro. A ferramenta foi desenvolvida em parceria com a Clearstream, uma empresa do grupo Deutsche Börse, a bolsa de valores da Alemanha. A solução possibilita que títulos públicos depositados no Selic, DI, CDB, letras financeiras, debêntures e dinheiro (reais) sejam oferecidos como garantia em transações com derivativos de balcão, empréstimos de títulos, aluguéis, dentre outras. Esse mecanismo, conhecido como colateral financeiro, é largamente utilizado no mercado internacional. O Colateral opera com o conceito de portfólio, sem vincular a exposição às garantias oferecidas. Desse modo, otimiza o aporte de garantias, permitindo o gerenciamento do risco de diferentes operações contratadas com determinada contraparte.” Disponível em <https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/gestao-de-garantias/colateral/colateral/>.

O uso do colateral permite agrupar negócios celebrados para fins de cálculo da margem de garantia a ser prestada, e uma vez que se vale de metodologia distinta para os negócios firmados pelos comitentes e pelos participantes, permite o gerenciamento do risco de diferentes negócios contratados com determinada contraparte.

A margem requerida é calculada de acordo com o agente, sendo a do comitente equivalente ao risco de seu portfólio¹¹⁰. O risco do portfólio é definido como o pior resultado financeiro decorrente dos negócios celebrados, desconsiderando as garantias depositadas. Em relação aos participantes, a margem será baseada no risco dos negócios celebrados no mercado à vista e as posições deles decorrentes. Tal qual no cálculo de margem do comitente, o risco será definido como o pior resultado financeiro possível, não se considerando as garantias apresentadas (B3, 2022, p. 10 – 16).

As garantias analisadas são necessárias para cobertura de perdas e inadimplência associadas aos negócios celebrados. No caso GAMESTOP, entretanto, não ocorreu esse tipo de situações, de forma que a manipulação se deu pelo volume de demanda das ações e opções de compra de ações da companhia. Assim, é insuficiente o estabelecimento de depósito de garantias como salvaguarda para minimizar a possibilidade de fato similar à GME na B3.

4.2 Administração de Liquidez

Compensa, brevemente, tratar de outra salvaguarda disponibilizada pela B3 que também não é capaz de evitar a prática de manipulação de mercado. Assim, em virtude do risco de liquidez¹¹¹, que pode ser ocasionado por uma falha de pagamento ou de entrega no negócio celebrado, a Bolsa detém um sistema de administração de liquidez, composto: pelo Fundo de Investimento Liquidez da Câmara B3 (FILCB); pela parcela de capital próprio da Bolsa e por linhas de assistência de liquidez (B3, 2022, p. 26). Não compete aprofundar nessas estruturas, já que o caso estudado não ocorreu pela falha de pagamento ou pela falta de entrega dos ativos e derivativos.

4.3 Garantias Depositadas por Bancos de Garantias

¹¹⁰ Segundo o Glossário da B3 portfólio é “conjunto de posições de um comitente.” (B3, 2017, p. 09).

¹¹¹ B3. MANUAL DE ADMINISTRAÇÃO DE RISCO. O risco de liquidez pode ser entendido de duas maneiras: (i) Risco de descasamento entre as datas de liquidação de direitos e obrigações; e (ii) Risco de ausência de contrapartes no mercado para que posições de participantes inadimplentes possam ser encerradas de forma ordenada, ou seja, sem grande impacto de preço (B3, 2022).

Conforme já estudado, os bancos emissores de garantias respondem pelos objetos aceitos como garantia pela Câmara, inclusive aqueles utilizados para ampliar os limites de emissão¹¹², sendo a sua elegibilidade definida pela administração de garantias da B3, que cuida do gerenciamento e aceitação dos instrumentos que são entregues à Câmara, pelos participantes, para integrar sua estrutura de salvaguardas.

A aceitação de cada tipo de objeto como garantia depende do cumprimento de uma série de requisitos, tal qual a verificação do seu emissor, o volume de garantias depositadas e constituídas, a finalidade para as quais foram prestadas e a imposição de seu depósito se dar em moeda nacional, podendo ser substituído, a critério da Câmara¹¹³.

Apesar de as garantias depositadas pelos bancos emissores de garantias permitirem a ampliação das coberturas ofertadas pelos participantes do mercado de valores mobiliários no que se refere ao cumprimento de suas obrigações, esse tipo de medida não possui o condão de impedir ou minimizar a ocorrência de manipulação tal como se deu no caso estudado.

4.4 Fundo de Liquidação (FLI)

O fundo de liquidação é formado pela contribuição da B3, dos participantes de negociação plenos, dos participantes de liquidação e dos membros de compensação. O FLI é utilizado pela Câmara para cobrir perdas decorrentes de inadimplência praticada pelo membro de compensação e participantes sob sua responsabilidade¹¹⁴. Apesar de existir uma série de

¹¹² B3. MANUAL DE ADMINISTRAÇÃO DE RISCO. 1.2.3 Garantias depositadas por bancos emissores de garantias. As garantias prestadas pelos bancos emissores de garantias para ampliação dos limites de emissão são determinadas conforme os critérios constantes do capítulo 6 (Administração de garantias) deste manual (B3, 2022).

¹¹³ Em substituição a moeda nacional, poderão ser elegíveis os ativos: (i) Título público federal negociado no Brasil (título público federal); (ii) Ouro ativo financeiro; (iii) Ação de companhia aberta admitida à negociação na B3; (iv) Certificado de depósito de ações (unit) de companhia aberta admitida à negociação na B3; (v) ADR (American Depositary Receipt) de ação elegível à aceitação como garantia; (vi) BDR (Brazilian Depositary Receipts) de ação ou de ETF (Exchange Traded Fund) com índice de referência composto por ações negociadas no exterior; (vii) Títulos de renda fixa emitidos por bancos emissores de garantias (a) Certificado de depósito bancário (CDB); (b) Letra de crédito imobiliário (LCI); e (c) Letra de crédito do agronegócio (LCA); (viii) Dólar; (ix) Título de emissão do tesouro norte-americano; (x) Título de emissão do tesouro alemão; (xi) Carta de fiança bancária; (xii) Cota de fundo de índice negociado em bolsa no Brasil (ETF); (xiii) Cota do fundo de investimento B3 Margem Garantia Renda Fixa Referenciado DI Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento (FIC); e (xiv) Cota do Fundo de Investimento Liquidez da Câmara B3 (FILCB) (B3, MANUAL DE ADMINISTRAÇÃO DE RISCO, 2022, p. 132).

¹¹⁴ B3. MANUAL DE ADMINISTRAÇÃO DE RISCO. 1.3 Fundo de liquidação (FLI). O fundo de liquidação é composto por: (i) Contribuição da B3; (ii) Contribuições dos participantes de negociação plenos e dos participantes de liquidação; e (iii) Contribuições dos membros de compensação. Os recursos do fundo de liquidação são utilizados (i) pela câmara para cobertura, de forma mutualizada, de perdas decorrentes de inadimplência de um ou mais membros de compensação perante a câmara, após o esgotamento das garantias depositadas pelos participantes sob responsabilidade de tal ou de tais membros de compensação inadimplentes e (ii) pelo membro de compensação

regras para a utilização do FLI e procedimentos para sua reconstituição, apenas com a sua caracterização já é possível inferir que essa salvaguarda não interfere na ocorrência ou não da manipulação verificada no caso estudado, haja vista que sua fruição depende da inadimplência do membro de compensação ou dos participantes. Na manipulação analisada, entretanto, não houve a inadimplência dos envolvidos, de forma que os negócios foram celebrados tanto pelos fundos de investimento quanto pelos pequenos investidores seguindo as regras estabelecidas pela Bolsa. Assim, o ponto fulcral do caso estudado, é a alta demanda dos ativos e derivativos envolvidos e não no descumprimento de obrigações pelas partes.

4.5 Garantia para Cobertura de Risco Intradiário

A Câmara requer dos participantes e dos membros de compensação garantia em face do risco intradiário, que consiste em um sistema de administração de risco diário da carteira dos participantes, com o objetivo de verificar o potencial reflexo em cada um dos elementos das salvaguardas estabelecidas pela B3 (B3, 2022, p. 16).

Como parte do monitoramento de risco intradiário, a Câmara realiza o monitoramento de risco pré-negociação, que consiste na análise de risco de todos os comitentes, independentemente da modalidade de acesso. Considerando o proposto nesse trabalho, somente foi tratado o risco envolvido na negociação eletrônica de derivativos e ativos de renda variável¹¹⁵. Assim, foi possível verificar que os limites de obtenção de ativos e derivativos individuais que se submetem às ofertas ou alteração de ofertas definidos pela B3, podendo ser reduzidos pelos participantes. Em relação aos instrumentos financeiros agregados, os valores dos limites são atribuídos de forma obrigatória aos comitentes pelos participantes que os representam.

Assim, os limites definidos de risco pré-negociação baseiam-se em uma série de fatores¹¹⁶, incluindo: a característica da oferta ou alteração da oferta avaliada e o conjunto de

adimplente, de forma não mutualizada, na cobertura de perdas decorrentes de inadimplência de participante de negociação pleno ou de participante de liquidação sob sua responsabilidade (B3, 2022).

¹¹⁵ B3. MANUAL DE ADMINISTRAÇÃO DE RISCO. 4.2.1 Negociação eletrônica de derivativos e ativos de renda variável. O monitoramento de risco pré-negociação realizado pela câmara consiste da análise de risco de todos os comitentes, independentemente da modalidade de acesso, por meio do modelo de risco pré-negociação da B3. Este modelo baseia-se na avaliação de ofertas, alterações de ofertas ou negócios em relação a um conjunto de limites, a qual é processada, no caso de nova oferta ou de alteração de oferta, antes ou imediatamente após sua inserção no livro de ofertas e, no caso de negócio, imediatamente após sua realização (B3, 2022).

¹¹⁶ B3. MANUAL DE ADMINISTRAÇÃO DE RISCO. 4.2.1 Negociação eletrônica de derivativos e ativos de renda variável. Os limites do modelo de risco pré-negociação da B3 baseiam-se em um ou mais dos itens a seguir, a depender do limite: (i) Características da oferta ou alteração de oferta avaliada (natureza da operação, quantidade etc.); (ii) Conjunto de ofertas identificadas para o mesmo comitente (CPF, CNPJ ou código CVM de investidor

ofertas identificadas para o comitente em uma mesma conta¹¹⁷. Com isso, os participantes estabelecem valores de risco máximo ao perfil de cada cliente, cadastrando-os no sistema de risco pré-negociação da B3.

Novas ofertas ou alterações de ofertas ao comitente deverão ser submetidas a um conjunto mínimo de limites¹¹⁸, como o tamanho máximo da oferta, o valor máximo diário de posição potencial comprada ou vendida em um instrumento financeiro e o tamanho máximo de posição comprada ou vendida em um instrumento financeiro equivalente¹¹⁹. O resultado da avaliação, poderá gerar os seguintes resultados: rejeição da oferta ou da alteração da oferta; acionamento do modo protegido¹²⁰; processamento da oferta ou alteração de oferta antes da sua inserção no livro de ofertas e, em caso de violação de limites, sua rejeição e o cancelamento da oferta ou alteração de oferta¹²¹. Em caso de descumprimento dos limites de risco atribuídos

não residente, conforme o caso) e a mesma conta da oferta avaliada, que constam no livro de ofertas no momento da avaliação; (iii) Negócios realizados, na data da avaliação, para o mesmo comitente (CPF, CNPJ ou código CVM de investidor não residente, conforme o caso) e a mesma conta da oferta avaliada; e (iv) Conjunto de posições do comitente (CPF, CNPJ ou código CVM de investidor não residente, conforme o caso) no fechamento do dia anterior (B3, 2022).

¹¹⁷ B3. GLOSSÁRIO. Conta. forma de identificação dos ativos, das operações e das posições dos participantes junto à câmara e centrais depositárias de acordo com suas características e situações (B3, 2017).

¹¹⁸ B3. MANUAL DE ADMINISTRAÇÃO DE RISCO. 4.2.1 Negociação eletrônica de derivativos e ativos de renda variável. Novas ofertas e alterações de ofertas existentes são submetidas a um conjunto mínimo de limites, definidos a seguir: Tamanho máximo de oferta: quantidade máxima (quantidade de contratos ou de unidades do ativo) ou valor financeiro máximo para as ofertas de compra e de venda de um instrumento; Tamanho máximo de posição potencial em um instrumento: quantidade máxima diária ou valor financeiro máximo diário de posição potencial comprada ou vendida em um instrumento. Este limite considera (i) a quantidade ou valor financeiro de contratos/ativo da oferta; (ii) o saldo de negócios realizados na data da avaliação; e (iii) as ofertas inseridas pelo comitente, disponíveis no livro de ofertas do sistema de negociação; Tamanho máximo de posição por instrumento-equivalente: quantidade máxima diária ou valor financeiro máximo diário de posição comprada ou vendida em um instrumento-equivalente (B3, 2022).

¹¹⁹ Ativo-equivalente ou instrumento-equivalente é um instrumento fictício definido pela B3 a partir de instrumentos com características semelhantes como, por exemplo, todos os vencimentos do contrato futuro de determinado ativo-objeto. De forma geral, o instrumento-equivalente é uma agregação dos instrumentos selecionados, baseada em um critério de ponderação de risco (de tal forma que o risco do instrumento equivalente seja aproximadamente igual ao risco do conjunto de posições unitárias em cada um dos instrumentos que o compõem) (B3, 2022, p. 90).

¹²⁰ “Modo protegido: modo de operação no qual somente são admitidas operações de reversão do estoque de posições, considerando as posições no fechamento do dia anterior em conjunto com as operações executadas ao longo do dia com a identificação do comitente, e com redução do incremento de risco para contratos derivativos. Incrementos de risco, gerados durante a reversão de posições compradas e vendidas no mesmo fator de risco, são permitidos até um valor estabelecido pela B3” (B3, 2022, p. 91).

¹²¹ B3. MANUAL DE ADMINISTRAÇÃO DE RISCO. 4.2.1 Negociação eletrônica de derivativos e ativos de renda variável. (i) no caso de ausência de cadastro de algum dos limites tamanho máximo de oferta e tamanho máximo de posição potencial em um instrumento, a oferta ou alteração de oferta é rejeitada, não sendo considerada no livro de ofertas; e, no caso de ausência de cadastro dos demais limites, o modo protegido é acionado; (ii) no caso dos limites tamanho máximo de oferta e tamanho máximo de posição potencial em um instrumento em conta sem vínculo de repasse ou em conta origem de vínculo de repasse, a avaliação da oferta ou da alteração de oferta é processada antes da sua inserção no livro de ofertas e, portanto, em caso de violação destes limites, a mesma é rejeitada, não sendo considerada no livro de ofertas; e (iii) nos demais casos, a avaliação é processada imediatamente após a inserção da oferta ou alteração de oferta no livro de ofertas, ou imediatamente após a realização do negócio. Desta forma, após a identificação de violação de um ou mais limites: a. são enviadas ordens de cancelamento de ofertas, podendo tal cancelamento abranger, a depender do limite violado, a oferta que violou

pelos participantes aos comitentes, pode a B3 impor, a seu critério: a imediata revisão e adequação dos limites atribuídos pelos participantes aos comitentes; limitação do fluxo de ofertas dos participantes e/ou do comitente; exigir do participante de negociação pleno o depósito de garantias adicionais e adotar outras medidas prudenciais visando a mitigação de riscos operacionais e de contraparte (B3, 2022, p. 89 – 95).

Vê-se que a oferta de compra de ações e de opções de compra de ações da GME pelos pequenos investidores teria de passar por uma série de requisitos antes de ser concedida. Dessa feita, seria analisado o volume desejado, a carteira dos investidores e as posições em aberto, logo, a alta demanda verificada no caso estudado poderia ser freada, dado que os investidores poderiam não se adequar aos requisitos de concessão da oferta de compra de valores mobiliários na quantidade desejada. Verificada, ainda, a tentativa de manipulação no mercado, a B3 poderia impor a revisão e/ou limitação da oferta aos investidores que combinaram o ato por meio do r/WSB. Com isso, pode-se dizer que o estabelecimento de salvaguardas para cobertura do risco de pré-negociação poderia dificultar a ocorrência de caso semelhante ao da GME no Brasil, visto que propiciaria o controle da oferta dos ativos aos investidores.

4.6 Limites de Concentração de Posição em Aberto

Como medida preventiva, visando proteger a integridade dos mercados de derivativos e empréstimos de ativo sob sua competência e mitigar o risco de crédito e de formação de preço, a B3 pode limitar a concentração de posições em aberto aos comitentes. Sabe-se que as posições são diariamente monitoradas pela Câmara em face dos limites de concentração, sendo considerada violação a existência de quantidade superior a algum deles. São estabelecidos dois limites para cada instrumento de contrato de derivativo ou de empréstimo de ativo: (i) quantidade relativa à posição com base na qual a B3 requer margem adicional; (ii) quantidade relativa à posição com base na qual a B3 requer redução compulsória da parte excedente, e adicionalmente pode cobrar margem adicional e multa (B3, 2022, p.112).

Os limites de concentração são definidos para cada valor mobiliário ou grupos que abrangem esses objetos, considerando as suas particularidades como liquidez, tipo de mercado, tipo de opção e afins, sendo aplicados a depender de quem detém a responsabilidade e a

o limite, caso ela ainda não tenha originado negócio, ou todas as ofertas do comitente; e b. é acionado o modo protegido (B3, 2022).

titularidade sobre a posição negociada¹²². A B3 estabelece, também, limites de concentração para cada ativo-objeto em determinados contratos como no caso de contratos a termo, de empréstimo e de compra ou venda de opção sobre ativos negociados nos mercados de renda variável e de renda fixa privada.

A B3 pode, sem prejuízo de outras medidas de regulação¹²³, requerer do participante de negociação pleno ou do participante de liquidação, carta do comitentes ou do grupo de comitentes com explicações acerca da natureza da posição e de sua estratégia de negociação. Além disso, os próprios participantes podem estabelecer limites de concentração menores do que os definidos pela B3 aos seus clientes, cabendo ao respectivo participante o controle da adequação das posições a esses limites (B3, 2022, p. 113 - 116).

¹²² Os Limites são aplicados em níveis de agregação, (i) “ **AG1: Posições** de titularidade de um **comitente**, registradas sob a responsabilidade de determinado **participante de negociação pleno** ou **participante de liquidação**; **AG2: Posições** de titularidade de um **comitente**, registradas sob a responsabilidade de todos os **participantes de negociação plenos** e **participantes de liquidação**; **AG3: Posições** registradas sob a responsabilidade de determinado **participante de negociação pleno** ou **participante de liquidação**, de titularidade de diferentes **comitentes** pertencentes a um grupo de **comitentes** e que possuem certa(s) característica(s) definida(s) pela B3; e **AG4: Posições** registradas sob a responsabilidade de todos os **participantes de negociação plenos** e **participantes de liquidação**, de titularidade de diferentes **comitentes** pertencentes a um grupo de **comitentes** e que possuem certa(s) característica(s) definida(s) pela B3” e (ii) “**AG5: Posições** de titularidade de diferentes **comitentes**, registradas sob a responsabilidade de determinado **participante de negociação pleno** ou **participante de liquidação**.” (B3, MANUAL DE ADMINISTRAÇÃO DE RISCO, p. 112 – 113).

¹²³ B3. MANUAL DE ADMINISTRAÇÃO DE RISCO. Capítulo 5 - Limites de concentração de posição em aberto. A B3 pode, a seu exclusivo critério e a qualquer momento: Alterar os limites de posição em aberto de qualquer instrumento ou grupo de instrumentos, de forma particularizada para um ou mais participantes ou para o mercado como um todo, atentando, inclusive, para a natureza do risco do conjunto de operações do portfólio dos participantes; Requerer margem adicional de participante de negociação pleno ou participante de liquidação por conta de violação do Limite 1 para o nível de agregação AG5; Formar grupos de instrumentos além daqueles descritos nas próximas seções e aplicar, sobre eles, as metodologias de limite de concentração de posição que julgar mais adequada; Estabelecer valores de limites de concentração de posição em aberto para o nível de agregação AG5, no caso de participantes de negociação plenos ou participantes de liquidação que desempenham atividade de instituição liquidante em contratos de repasse de negócios realizados na B3, superiores àqueles definidos para participantes que não desempenham esta atividade (B3, 2022).

V CONCLUSÃO

Conforme se pôde observar, o ato manipulatório realizado na bolsa de valores estadunidense que teve como motor principal o exponencial aumento da demanda por ações e opções de compra de ações da GAMESTOP, poderia sofrer impactos em decorrência da aplicação das salvaguardas instituídas com o fim de limitar a ordem de compra ou de venda de títulos ou de valores mobiliários ou controlar as posições em aberto dos investidores podem impactar na manipulação de preços.

O estabelecimento de salvaguardas para cobertura do risco de pré-negociação, com possibilidade de aplicar a imediata revisão e adequação dos limites atribuídos pelos participantes aos comitentes, a limitação do fluxo de ofertas dos participantes e/ou do comitente, a exigência de garantias adicionais a serem depositadas pelo participante de negociação pleno, a adoção de medidas prudenciais visando a mitigação de riscos operacionais e de contraparte, a limitação de concentração de posição em aberto e a adoção de medidas para alteração dos limites dessas posições a qualquer tempo, são medidas impostas pela B3 que poderiam impedir a compra massiva de ações e de opções de compra de ações e o movimento manipulatório, tal como se deu no caso estudado.

Considerando que as categorias jurídicas presentes no caso analisado puderam ser estudadas conforme a regulação estatal brasileira, pode-se dizer que a hipótese de pesquisa foi confirmada, visto que se apurou conjunto de salvaguardas que indicam elevadas condições para evitar a prática de atos manipulatórios similares ao da GAMESTOP na B3 e no mercado de valores mobiliários brasileiro.

VI REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ÁGUIAR JÚNIOR, Nelson Alves. *Aspectos jurídicos fundamentais do Sistema de Pagamentos Brasileiro*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais e da Arbitragem. a. 4, n. 11, jan.-mar. 2001.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Sistema de transferência de reservas*. Disponível em < <https://www.bcb.gov.br/Pre/Surel/RelAdmBC/2012/relatorio-de-atividades/sistemas-de-pagamentos/sistema-de-transferencia-de-reservas.html> > . Acesso em: 25.07.2022.

BANK FOR INTERNACIONAL SETTLEMENTS, 1930. *O BIS dá suporte a bancos centrais em sua busca por estabilidade monetária e financeira por meio da cooperação internacional*. Disponível em < <https://www.bis.org/about/index.htm?m=1001> > . Acesso em: 28.06.2022.

BANK FOR INTERNACIONAL SETTLEMENTS – COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENTS SYSTEMS. *A glossary of terms used in payment and settlement systems*. Março, 2003, p.20. Disponível em < https://www.bis.org/cpmi/glossary_030301.pdf > . Acesso em: 28.06.2022.

BARRETO, Gabriel Savio. *A CVM e a tutela dos investidores no mercado de valores mobiliários*. 2008. Rio de Janeiro.

BRASIL. CONSTITUIÇÃO 1988. *Constituição da República Federativa do Brasil*. Promulgada em 05 de outubro de 1988.

BRASIL. Lei nº 6.385 de 07 de dezembro de 1976 com redação dada pela Lei ° 10.303 de 31 de outubro de 2011. *Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários*. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, p. 16037, 09 dez. 1976.

BRASIL. Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, p. 6698, 16 jul. 1965.

BRASIL. Lei nº 9.613, de 03 de março de 1998. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, p. 01, 04 de março de 1998.

BRASIL. Lei nº 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Código Civil. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, p. 01, 11 de janeiro de 2022.

BRASIL. Lei nº 13.874 de 20 de setembro de 2019. Diário Oficial da União: Diário Extra, Brasília, DF, p. 01, 20 de setembro de 2019.

BRASIL. LEI Nº 4595 de 31 de dezembro de 1964. Diário Oficial da União: seção 1, p. 12081, 31 de dezembro de 1964.

BLOOMENTHAL, Andrew. *Market maker*. Investopedia, 2021. Disponível em < <https://www.investopedia.com/terms/m/marketmaker.asp> > . Acesso em: 06.04.2022.

BSM. *GLOSSÁRIO BSM*. Versão 1.1. Junho de 2022.

BSM. *REGULAMENTO PROCESSUAL DA BSM*. Novembro de 2021.

B3. *Manual de Acesso da B3*. Versão 07. São Paulo, 12 de setembro de 2022.

B3. *MANUAL DE ADMINISTRAÇÃO DE RISCO DA B3*. Versão 07. São Paulo, 12 de setembro de 2022.

B3. *Princípios para infraestruturas do mercado financeiro: divulgação de informações da B3*. Março, 2022.

B3. Regulamento da Câmara B3. *Estabelece as diretrizes de organização e funcionamento da B3*. Versão 03. São Paulo, 28 de março de 2022.

B3. Regulamento de Acesso da B3. *Estabelece as diretrizes para acesso a B3*. Versão 06. São Paulo, 12 de setembro de 2022.

CAMINHA, Uinie. *Tomo direito comercial: valores mobiliários*. 2018. Edição 1. Disponível em < <https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/216/edicao-1/valores-mobiliarios> >. Acesso em 14.08.2022.

CABRAL, Deborah. MOTA, Eduardo. *Evolução nerd: sociedade digital e as mudanças do paradigma social dos nerds e geeks*. Bauru: UNESP, 2010.

CORNELL LAW SCHOOL. Legal Information Institute. *17 CFR § 240.10b-5 - Employment of manipulative and deceptive devices*. Disponível em < <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.10b-5> >. Acesso em: 06.04.2022.

COSTA, Isac Silveira da. “*GAME OVER*” ou “*NEW GAME*”: *O caso gamestop e a metamorfose da manipulação de preços*. *Revista de Direito das Sociedades e Valores Mobiliários*. n.13. p. 133- 136. Maio 2021.

CHEN, James. *Short position*. Investopedia, 2021. Disponível em < <https://www.investopedia.com/terms/s/short.asp> >. Acesso em: 06.04.2022.

CHEN, James. *Securities lending*. Investopedia, 2021. Disponível em < <https://www.investopedia.com/terms/s/securitieslending.asp> >. Acesso em: 06.04.2022.

CHOHAN, Dr. Usman W. *Counter-hegemonic finance: the gamestop short squeeze*. SSRN Eletronic Journal. p. 01 a 05, janeiro, 2021.

CVM. Instrução nº 555. Diário Oficial da União: Brasília, DF, 17 de dezembro de 2014.

CVM. RESOLUÇÃO CVM nº 24. Diário Oficial da União: Brasília, DF, 05 de março de 2021.

CVM. RESOLUÇÃO CVM nº 35. Diário Oficial da União: Brasília, DF, 27 maio 2021.

CVM. RESOLUÇÃO CVM 62. Diário Oficial da União: Brasília, DF, 20 de janeiro de 2022.

CVM. RESOLUÇÃO CVM 50. Diário Oficial da União: Brasília, DF, 02 de setembro de 2021.

CVM. RESOLUÇÃO CVM nº 135. Diário Oficial da União: Brasília, DF, 10 de junho de 2022.

FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. *A autorregulação do mercado brasileiro: a coordenação do mercado por entidades profissionais privadas*. Belo Horizonte: UFMG. 2012.

Gamestop: entenda como um grupo de pequenos investidores combinou em um fórum a disparada das ações da empresa. G1, 2021. Disponível em < <https://g1.globo.com/economia/noticia/2021/01/27/gamestop-a-empresa-que-passou-de-us-13-bi-para-us-224-bi-na-bolsa-dos-eua-este-ano.ghtml> >. Acesso em: 05.04.2022.

Group of Thirty. 1978. Disponível em < <https://group30.org/> >. Acesso em 16.08.2022.

HAYES, Adam. *Naked shorting*. Investopedia, 2021. Disponível em < <https://www.investopedia.com/terms/n/nakedshorting.asp> >. Acesso em: 06.04.2022.

HAYES, Adam. *Stock loan fee*. Investopedia, 2021. Disponível em < <https://www.investopedia.com/terms/s/stock-loan-fee.asp> >. Acesso em: 06.04.2022.

IGLESIAS, Felipe Campana Padin. *Opção de compra e venda de ações no direito brasileiro: natureza jurídica e tutela executivo judicial*. 2011. p. 1 a p. 329. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

LEÃES, Luiz Gastão Pães de Barros. *O conceito de “security” no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro*. Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro. São Paulo, Revista dos Tribunais, Vol. 14, 1974, p. 57.

LÔBO, Paulo. *Direito Civil: contratos*. 2012. 2ª Tiragem. Editora Saraiva.

LOPATTO, Elizabeth. *How r/Wallstreetbets gamed the stock of GAMESTOP*. The Verge, 2021. Disponível em < <https://www.theverge.com/22251427/reddit-gamestop-stock-short-wallstreetbets-robinhood-wall-street> >. Acesso em: 06.04.2022

MATHIAS, Christine. *LLC vs. LLP: what is the difference?* Nolo. Disponível em < <https://www.nolo.com/legal-encyclopedia/llc-vs-llp-what-is-the-difference.html> >. Acesso em 10.08.2022.

MENDES, Nathália Milagres. *Breve análise das sociedades brasileiras e partnerships norte-americanas*. Migalhas, 2014. Disponível em < <https://www.migalhas.com.br/depeso/213118/breve-analise-das-sociedades-brasileiras-e-partnerhips-norte-americanas> >. Acesso em 10.08.2022.

MITHCELL, Cory. *Short squeeze*. Investopedia, 2022. Disponível em < <https://www.investopedia.com/terms/s/shortsqueeze.asp#:~:text=A%20short%20squeeze%20is%20an,the%20price%20jumps%20higher%20unexpectedly.> >. Acesso em: 06.04.2022.

NASDAQ inc. NASDAQ, 2022. Disponível em < <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/gme> >. Acesso em: 05.04.2022.

NETTO, Antonio Evangelista de Souza. *As ações de fruição da Sociedade Anônima*. 2021. Disponível em < https://jus.com.br/artigos/93481/as-aco-es-de-fruicao-da-sociedade-anonima#_ftn1 >. Acesso em 16.08.2022

NEVES, Rubia Carneiro; SANTOS, Estela Sucasas dos. *Efeitos das dimensões subjetiva e objetiva do fundo de investimento sobre a titularidade de seu patrimônio*. II Encontro Virtual do CONPENDI, Florianópolis, 2020. p. 1 – 26.

PAIVA, Rafael Bianchini Abreu. *Natureza jurídica, regulação e tutela dos instrumentos derivativos*. 2015. p. 1 a p. 274. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

PARLAMENTO E CONSELHO EUROPEU. Directiva 2014/65/EU. Disponível em < <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2014/65/2022-02-28> >. Acesso em 16.08.2022.

PARLAMENTO E CONSELHO EUROPEU. Directiva 93/22/CEE. Disponível em < <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:31993L0022&from=PT> >. Acesso em 16.08.2022.

PEREIRA, Caio Mário. *Instituições de direito civil*. Volume I: Introdução ao Direito Civil: Teoria Geral De Direito Civil. 2011. 24º edição.

PEREIRA, Caio Mário. *Responsabilidade civil*. 2018. 12º edição. Editora Forense.

PHUNG, Albert. *How do I find a stock's number of shorted shares?* Investopedia, 2022. Disponível em < <https://www.investopedia.com/ask/answers/06/shortedstock.asp> >. Acesso em: 13.06.2022.

RAGIL, Rodrigo Rocha Feres. *A regulação das formas de captação coletiva de recursos pela internet mediante emissão de valor mobiliário*. 2017.

REDDIT inc. r/wallstreetbets, 2012. *O r/wallstreetbets é um fórum de discussão e memes acerca do mercado de valores*. Disponível em < <https://www.reddit.com/r/wallstreetbets/> >. Acesso em: 06.04.2022.

RFB. Instrução Normativa nº 1863. Diário Oficial da União: Brasília, DF, seção 1, página 354, 28 de dezembro de 2018.

SANTOS, Cleidiane Alves. *Natureza jurídica dos contratos no mercado futuro*. 2011. p. 1 a p. 96. Universidade Federal de Minas Gerais, Minas Gerais, 2011.

Sobre o formador de mercado. B3. Disponível em < https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/formador-de-mercado/como-funciona/sobre-o-formador-de-mercado.htm#:~:text=O%20formador%20de%20mercado%20%C3%A9,artificiais%20nos%20pre%C3%A7os%20dos%20produtos. >. Acesso em: 17.04.2022.

Société anonyme (S.A). Investopedia, 2021. Disponível em < <https://www.investopedia.com/terms/s/socit-anonyme.asp> >. Acesso em: 10.08.2022.

WIN, Suzan. *Unstoppable gamestop: the legislature's gap in regulating open market manipulations*. Golden Gate University School of Law. p. 01 a 22, abril, 2021.