

Universidade Católica Portuguesa
Faculdade de Direito - Escola de Lisboa

Católica *Lisbon*
School of Business and Economics



CATÓLICA
FACULDADE
DE DIREITO

ESCOLA DE LISBOA



CATÓLICA
LISBON
BUSINESS & ECONOMICS

**Meme Stocks: do caso da GameStop à (des)necessidade de
regulação dos mercados de valores mobiliários.**

Pedro Manuel Caçador Faria

Dissertação final, no âmbito do programa do Mestrado em Direito e Gestão, orientada pelo
Professor Doutor Jorge Brito Pereira.

Julho, 2022

*God grant me the Serenity to accept the things I
cannot change, Courage to change the things I
can and Wisdom to know the difference.*

- Marcus Aurelius

AGRADECIMENTOS

Aos meus queridos Pais, Ivone e Jorge, por toda a responsabilidade que assumiram nesta jornada, que se iniciou em 2001 e que simbolicamente aqui termina.

Pela educação, curiosidade e espírito crítico que me proporcionaram e inculcaram, desde o início; pelos valores que hoje me caracterizam e que certamente não desocuparão a minha essência; pela fé e confiança que depositaram em mim, em todos os momentos; pela força, garra e resiliência que sempre me transmitiram para enfrentar qualquer desafio; no fundo, por toda ajuda e contributos que inequivocamente permitem, condicionam e moldam a minha existência e o meu ser – sem vós, esta história não se escreveria.

Volvidos vinte e um anos de um amor incomensurável e irretribuível, podem finalmente deleitar-se com o sentimento de *missão cumprida*.

Ao estimado Professor Doutor Jorge Brito Pereira, que me obrigou a largar a proferição orgulhosa da palavra *Professor*, mas sem nunca deixar de o ser.

Pelo exemplo; pelos *inputs* e sapiência; pela articulação com a vida profissional que viabilizou - de facto, um contributo indispensável para a realização desta dissertação.

À adorável Leonor, a quem já me faltam as palavras.

Pela alegria e amizade; pela paciência despendida com as flutuações, quer de *preço*, quer de humor - contribuição essencial e obrigatória para esta dissertação; e, acima de tudo, pela imprescindibilidade da sua calma e sabedoria.

A todos,

Eterno obrigado.

RESUMO

A presente dissertação pretende analisar o mais recente fenômeno das *meme stocks*– em especial, o caso da GameStop Corporation, em curso desde o início de 2021 – e a sua adequação ao atual paradigma legal e social. Posteriormente, introduzem-se os objetivos da regulação dos mercados de capitais e a *Efficient Capital Markets Hypothesis*, donde se infere que a própria dinâmica e processos do mercado tendem a torná-lo mais eficaz. Segue-se uma reflexão sobre a regulação e dinâmica de funcionamento dos mercados de capitais, à luz da conduta da corretora Robinhood Financial LLC e da *Securities and Exchange Commission* face às circunstâncias.

Palavras-chave: Ações; Fundos de Capital de Risco; GameStop; Investidores; Manipulação de Mercado; *Memes*; Mercado de Capitais; Reddit; Robinhood; Wall Street.

ABSTRACT

This article aims to examine the most recent phenomenon of meme stocks - in particular, the case of GameStop Corporation, which has been ongoing since early 2021 - and its suitability to the current legal and social paradigm. Subsequently, the goals of capital markets regulation and the Efficient Capital Markets Hypothesis are introduced, from which it is inferred that the very market dynamics and processes tend to increase the efficiency of the latter. Following this, we discuss the regulation and functioning dynamics of the capital markets in light of the behavior of the brokerage firm Robinhood Financial LLC and the Securities and Exchange Commission under the circumstances.

Keywords: Capital Markets; GameStop; Hedge Funds; Investors; Market Manipulation; Memes; Reddit; Robinhood; Stocks; Wall Street.

ÍNDICE

ABREVIATURAS.....	8
INTRODUÇÃO.....	9
CAPÍTULO I – WALL STREET, MEME STOCKS E O CASO DA GAMESTOP..	10
i. Wall Street.....	10
ii. <i>Meme Stocks</i>	11
iii. O caso da GameStop	15
CAPÍTULO II - DA REGULAÇÃO DOS MERCADOS DE CAPITAIS	21
i. O Crime De Manipulação De Mercado	21
ii. Os Problemas Intrínsecos Do Mercado	24
iii. Justiça	26
Manipulação de mercado: <i>Wall Street vs. Main Street</i>	27
Robinhood.....	29
iv. Ordem.....	33
<i>Trading Halts</i>	34
Tipos de ordem complexos.....	35
v. Eficiência	35
<i>Efficient Capital Markets Hypothesis, Behavioral Finance e Meme Stocks</i>	36
<i>Regulation Fair Disclosure</i>	40
vi. E em Portugal?	42
CONCLUSÃO	45
BIBLIOGRAFIA.....	48
Documentos <i>online e Websites</i>	50

ABREVIATURAS

Art.º - Artigo

Arts. – Artigos

CEO – *Chief Executive Order*

Cfr. – Conforme

Cit. - Citada

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DL – Decreto-Lei

ETFs - *Exchange Traded Funds*

FOMO - *Fear of missing out*

GameStop – GameStop Corporation

GIFs - *Graphics Interchange Format*

N.º - Número

NFTs - *Non-Fungible Tokens*

NYSE - *New York Stock Exchange*

Ob. - Obra

Pp. – Páginas

Regulation FD – Regulation Fair Disclosure

Robinhood – Robinhood Financial LLC

S.A. – Sociedade Anónima

SEC - *Securities and Exchange Commission.*

Ss. – Seguintes

UE – União Europeia

V. – Ver

Vd. – Vide

Vol. – Volume

Vs. – *Versus*

WSB – *WallStreetBets*

INTRODUÇÃO

Entre o *impeachment* do Presidente norte-americano Donald Trump e a tomada de posse do seu sucessor, Joe Biden, assistimos ao auge da saga GameStop - um dos maiores contratemplos em Wall Street desde o movimento de protesto *Occupy Wall Street*, em 2011 -, e que não poderá dar-se ainda por terminada. Em traços gerais, a GameStop Corporation, alegadamente com um fraco desempenho financeiro, foi alvo de um maciço *short-sell*, a que se seguiu, sem que nada o anunciasse, um rápido e reiterado aumento do preço das suas ações.

Partindo deste *study case*, a presente dissertação propõe-se, no âmbito da regulação dos valores mobiliários, a perspetivá-la, inicialmente, de um ponto de vista social, - *i.e.*, de uma alegada guerra económica de classes, entre os investidores comuns e as elites de Wall Street -, e, conseqüentemente, a averiguar do papel que o regulador tem desempenhado nesse conflito, no geral, e no decorrer da saga GameStop, em especial.

Antecipa-se, porém, que, curiosamente, a regulação dos valores mobiliários é encarada de forma muito díspar pelas partes deste conflito. E esse fosso tem vindo a acentuar-se.

Em janeiro de 2021, o prestigiado escritório de advogados Wachtell, Lipton, Rosen & Katz prestou uma homenagem, com a publicação de um artigo¹, ao antigo Presidente da *Securities and Exchange Commission*, Jay Clayton, cujo mandato terminara em dezembro de 2020. Joe Clayton foi particularmente elogiado pela efetiva proteção dos investidores e por manter os mercados justos, ordenados e eficientes, e ainda por facilitar a formação de capital.

No entanto, o referido tributo revelou-se de um *timing* desastroso, coincidindo com o imbróglio da GameStop, descrito por investidores - em tom discordante - como mais um exemplo da desigualdade social e económica que se vive no setor dos serviços financeiros, decorrente da ingerência indevida de parte do tecido empresarial, com o aval do regulador.

¹ Cfr. KATZ, David A. & MCINTOSH, Laura, *Corporate Governance Update: Thank You, Chairman Clayton*, N.Y.L.J., 2021, disponível em <https://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/ClientMemos/WLRK/WLRK.27333.21.pdf>.

CAPÍTULO I – WALL STREET, *MEME STOCKS* E O CASO DA GAMESTOP

i. Wall Street

Enquanto coração do capitalismo, Wall Street representa não só a casa da Bolsa de Valores Mobiliários de Nova Iorque (*New York Stock Exchange*), mas também inúmeros bancos e demais instituições financeiras, *hedge funds*, corretoras, gestores de *portfolio* – no fundo, quando nos referimos a Wall Street, aludimos ao conjunto de pessoas e lugares que governam a realidade da indústria financeira.

E é ali que se encontra o mercado de capitais, palco de inúmeros eventos com impacto na indústria do investimento e, bem assim, na economia norte-americana (e até mundial). Para melhor entender o fenómeno, importa elencar os elementos que estimulam e contribuem para o efetivo funcionamento do mercado de ações (aqui, em específico, dada a ligação direta com o *case study* da GameStop).

O mercado de ações traduz-se, em termos simples, na compra e venda de ações por determinados indivíduos. Há, no entanto, três elementos a ter em consideração que sustentam e equilibram os pratos da balança – a saber:

- i. Os *clearing brokers*, entidades que detêm, de facto, as ações e que realizam as operações de *trading* conforme as instruções dos investidores, e que, hoje em dia, se reduzem a aplicações eletrónicas para *smartphones* (p.e. Robinhood ou Trading212).
- ii. As *clearing houses*, que representam o lugar onde os *clearing brokers* operam, efetivamente, o *trading*. Aqui são validadas e finalizadas as transações, com a garantia de que ambas as partes cumprem as obrigações contratuais a que se vincularam. No entanto, garantir a legitimidade de ambas as posições contratuais, em tempo real, não se revela tarefa fácil, tendo em conta o elevado volume de transações e de *players* a operar constantemente no mercado. Assim, na prática, o que acontece é que a *clearing house* permite, numa fase inicial, a transação, averiguando, depois (geralmente, nos dois dias úteis seguintes), da validade da mesma e, portanto, assumindo para si o risco

da transação – e, conseqüentemente, cobrando uma comissão (geralmente de 2% do valor da transação).

- iii. Os *market makers*, cujo objetivo é providenciar liquidez ao mercado, operam em todas as transações (mesmo naquelas em que mais ninguém demonstrou interesse), e obtêm rendimento através do *spread*, *i.e.*, da diferença entre o preço de compra e o preço de venda (*p.e.* Citadel). Normalmente, o *spread* é baixo, mas o volume das transações é colossal, comportando ganhos igualmente consideráveis.

ii. *Meme Stocks*

Os *memes* há muito que integram a cultura da *internet*, pese embora antecedam a *World Wide Web* em, pelo menos, uma década. Ainda que este dado seja relativamente incerto, a sociedade tende a atribuir a DAWKINS, o estatuto de criador dos *memes*², uma vez que cunhou, pela primeira vez, a palavra, em 1976, no seu livro intitulado de “*The Selfish Gene*”³.

Na conceção original do biólogo britânico, *meme* tratava-se de um conceito análogo ao de “*fonema*” - a menor unidade de som emitida através da oralidade -, ou ao de “*morfema*” - a menor subunidade significativa de uma palavra.

Mais recentemente, ANDREW PRICE, diretor de conteúdos da *Memes.com* - plataforma digital dedicada ao mercado dos *memes* -, em declarações ao *The New York Times*⁴, afirmou que um *meme* não vai além de uma ideia que rompe com a opinião pública.

No mesmo artigo e de uma forma mais abrangente, SAINT HOAX, pseudónimo de um popular criador de *memes* e ativista sociopolítico, entende que se trata de peças de

² *Vd.* BENVENISTE, Alexis, *The Meaning and History of Memes*, The New York Times, 2022, disponível em <https://www.nytimes.com/2022/02/14/learning/lesson-plans/lesson-of-the-day-the-meaning-and-history-of-memes.html>.

³ *Cfr.* DAWKINS, Richard, *The Selfish Gene*, 40th Anniversary Edition, Oxford Landmark Science, 2018, pp. 190-193.

⁴ *Vd.*, novamente, BENVENISTE, Alexis, *ob. cit.*.

comunicação social que são reformuladas por forma a proporcionar uma determinada expressão cultural, social ou política, nomeadamente através do humor.

Nos dias de hoje, facto é que os *memes* configuram uma fácil e fulcral ferramenta de difusão de determinada ideia, num determinado grupo, através das redes sociais. Serve, aliás, para todo o tipo de contextos e matérias, desde o campo político-social até à arena do mercado de capitais, como é o nosso caso.

Assim, a entrada de novos investidores no mercado de capitais, aliada ao frenesim dos *memes*, deu origem a um novo tipo de ações: as *meme stocks*.

As *meme stocks* podem ser definidas como ações de baixo valor, cujo preço, de forma inesperada e sem fundamento económico-financeiro que o justifique, flutua devido a investimentos de retalho⁵, *i.e.*, configuram ações de uma qualquer empresa que, por qualquer razão, são alvo de uma onda de popularidade, originada através das redes sociais. Tornam-se virais no mundo virtual, quer seja pelas tendências ou campanhas que por lá se instalam, quer seja por rumores sobre determinado aspeto daquela empresa, ou mesmo só porque sim, sem qualquer razão lógica inerente.

Desta forma, o interesse neste tipo de ações não decorre da rentabilidade ou da avaliação da empresa, razão pela qual se trata de investimentos de alto risco, normalmente associados a investidores não profissionais, atendendo a que o preço oscila consoante o grau de popularidade destas ações e não do desempenho da empresa subjacente.

Note-se que a relevância que o fenómeno das *meme stocks* tem atualmente deve-se, em grande medida, ao aumento do investimento de retalho⁶ – é, agora, mais fácil do que nunca

⁵ Cfr. CHIU, Victoria & YAHYA, Moin A., *The meme stock paradox*, Corp. & Bus. L.J., Vol. 3:51, 2022, pp. 51-101, disponível em <https://ssrn.com/abstract=3918506>.

⁶ Cfr. DOLBEC, Pierre-Yann, *WallStreetBets is disrupting financial markets – possibly permanently*, Concordia University, Nat'l Post, 2021, disponível em <https://nationalpost.com/pmn/news-pmn/wallstreetbets-is-disrupting-financial-markets-possibly-permanently>.

negociar ações, o que leva inevitavelmente a um aumento do número de *players* (não profissionais) no mercado de capitais.

Numa tentativa de estruturação deste fenómeno, um utilizador anónimo, participante no fórum *WallStreetBets*, da rede social Reddit - plataforma digital de eleição para este tipo de fenómeno - segmentou o ciclo das *meme stocks* em quatro fases:

- i. *Early adopter phase*: numa primeira fase, deparados com uma determinada ação (alegadamente) subvalorizada, um grupo de investidores começa a comprar grandes quantidades daquelas ações, levando a um aumento gradual do seu preço.
- ii. *Middle phase*: de seguida, investidores que acompanham os desenvolvimentos do mercado (e, em específico, este tipo de investimentos), apercebendo-se daquele aumento, ingressam também nesta compra. É, portanto, nesta fase que o preço das ações dispara.
- iii. *Late/FOMO Phase*: posteriormente, o fenómeno subjacente àquelas ações difunde-se pelas redes sociais e fóruns *online*, o *fear of missing out*⁷ instala-se e, conseqüentemente, surgem novos investidores de retalho.
- iv. *Profit-Taking Phase*: nesta última fase, os primeiros investidores começam a vender as suas ações e, dominados pelo receio de perder dinheiro, os restantes investidores seguem as suas pegadas. Desta reação em cadeia, decorre naturalmente uma queda no preço das ações.

A GameStop, retalhista de videogames norte-americana, protagonizou o mais mediático caso de *meme stocks* – motivo pelo qual o selecionámos para figurar como *case study* objeto da presente dissertação.

Note-se, porém, que não está em causa o primeiro surgimento de uma *meme stock* nem, certamente, o último. Com efeito, e a título de exemplo, o preço das ações da AMC Theatres

⁷ Para o caso, trata-se de uma resposta emocional à sensação de que um indivíduo está a perder oportunidades importantes.

e da Blackberry⁸ escalou estratosféricamente, em consequência de uma forte mobilização dos investidores de retalho – em regra, desinformados⁹ -, através das plataformas digitais, para a compra das mesmas.

A criptomoeda Dogecoin (originalmente, uma trivialidade), por seu turno, viu o seu ganho *year-to-date* disparar 15.000%, depois de Elon Musk publicar um *tweet* sobre este criptoativo¹⁰.

Também a Coinbase¹¹, corretora de criptomoedas, e a Rocket Companies, Inc.¹², uma empresa de crédito ao consumidor, viram o preço das suas ações subir subitamente, devido à sua popularidade junto dos investidores de retalho (novamente, nas plataformas digitais), seguido de um *crash* na ordem dos 30%.

Os *Non-Fungible Tokens* (NFTs), por sua vez, constituem mais um exemplo: configuram ativos digitais não-fungíveis (*e.g.*, obras de arte, música, GIFs, fotografias e até *tweets*)¹³ cuja propriedade é vendida *online*, com preços de aquisição a atingir vários milhões de euros.

Estes são apenas alguns exemplos de ativos que ganharam popularidade na teia dos investidores de retalho, com valores alegadamente dissociados das típicas expectativas de

⁸ *Vd.* MICHAELS, Dave, *SEC to Review Brokers' Restrictions on GameStop, AMC Trading*, Wall St. J., 2021, disponível em <https://www.wsj.com/articles/sec-to-review-brokers-restrictions-on-GameStop-amc-trading-11611932473>.

⁹ *Vd.* PROINSIAS, O'Mahoney, *Stocktake: Clueless Investors are Headed for Trouble*, Irish Times, março, 2021, disponível em <https://www.irishtimes.com/business/personal-finance/stocktake-clueless-investors-are-headed-for-trouble-1.4510012>.

¹⁰ *Vd.* OSTROFF, Caitlin & MCCABE, Caitlin, *What is Dogecoin, How to Say it, and Why it's No Longer a Joke*, Wall St. J., junho, 2021, disponível em <https://www.wsj.com/articles/what-is-dogecoin-how-to-say-it-and-why-its-no-longer-a-joke-thanks-elon-11612820776>.

¹¹ *Cfr.* COHAN, Peter, *Coinbase Stock Down 32% as Crypto's Value Plunges \$220 Billion*, Forbes, abril, 2021, disponível em <https://www.forbes.com/sites/petercohan/2021/04/25/coinbase-stock-down-32-as-cryptos-value-plunges-220-billion>; e também DE SARO, Matthew, *Coinbase Hits Historic Low as Bitcoin Price Drops Below \$50,000*, Yahoo Fin., abril, 2021, disponível em <https://finance.yahoo.com/news/coinbase-hits-historic-low-bitcoin-183000085.html>.

¹² *Vd.* MCCAFFREY, Orla, *Rocket Stock is the New Meme Trade. Move Over, GameStop*, Wall St. J., março, 2021, disponível em <https://www.wsj.com/articles/rocket-is-becoming-the-new-meme-stock-move-over-GameStop-11614782903>; e ainda LI, Yun, *Shares of Rocket Companies Drop 30% After a 70% Irrational Pop in the Heavily Shorted Name*, CNBC, março, 2021, disponível em <https://www.cnbc.com/2021/03/03/shares-of-rocket-companies-are-dropping-after-a-70percent-irrational-pop-in-the-heavily-shorter-name.html>.

¹³ *Cfr.* BENVENISTE, Alexis, *The First-Ever Tweet Sold as an NFT for \$2.9 Million*, CNN, março, 2021, disponível em <https://www.cnn.com/2021/03/23/tech/jack-dorsey-nft-tweet-sold/index.html>.

lucro subjacentes. Tal como no caso da GameStop, alguns investidores obtiveram ganhos exorbitantes, outros prejuízos de igual dimensão.

iii. O caso da GameStop

Tudo começou com um pequeno grupo de investidores individuais, entre eles Keith Gill, corretor e *marketing agent* na Massachusetts Mutual Life Insurance Co.¹⁴ e peça fulcral no desenrolar do caso que ora se analisa.

Em junho de 2019, Keith Gill inaugurou uma onda de investimento na GameStop - a maior distribuidora mundial de jogos, sistemas, consolas e acessórios para *Xbox*, *Playstation* e *Nintendo*¹⁵ -, quando o preço por ação rondava os \$5.00, ao partilhar, no seu canal de *Youtube* e no fórum do *Reddit*, *WallStreetBets*¹⁶, os méritos e vantagens destas ações. Note-se que, nessa altura, a GameStop encontrava-se na sombra dos seus concorrentes *online* e não era propriamente um nome popular entre os investidores. Não obstante, Gill acreditava que a GameStop estaria propositadamente subvalorizada pelos *hedge funds*, pelo que acabou por investir cerca de \$53,000 do seu próprio bolso¹⁷.

Do outro lado, no final de 2020, os *hedge funds* Melvin Capital Management e a Citron Research – fundos especializados em empresas sobrevalorizadas e que apostam na queda do

¹⁴ Vd. VERLAINE, Julia-Ambra & BANERJI, Gunjan, *Keith Gill Drove the GameStop Reddit Mania. He Talked to the Journal*, Wall St. J., janeiro, 2021, disponível em <https://www.wsj.com/articles/keith-gill-drove-the-GameStop-reddit-mania-he-talked-to-the-journal-11611931696>.

¹⁵ Cfr. GAMESTOP CORPORATION, <https://www.GameStop.com/>.

¹⁶ Apresenta-se como uma espécie de *wild west casino*: os utilizadores partilham os seus lucros e as suas perdas no mercado de capitais, partilhando alguns comentários irónicos e influenciando a tomada de decisão dos restantes.

¹⁷ Vd. POPPER, Nathaniel & BROWNING, Kellen, *The 'Roaring Kitty' Rally: How a Reddit User and His Friends Roiled the Markets*, The New York Times, 2021, <https://www.nytimes.com/2021/01/29/technology/roaring-kitty-reddit-GameStop-markets.html>.

preço das respetivas ações¹⁸ - começaram a vender *short (short-sell)*¹⁹ as ações da GameStop, apostando no fim do ciclo de vida da retalhista norte-americana. Aparentemente, e considerando que, em dezembro de 2020, o preço das ações rondava os \$2.57²⁰ e que o setor do *gaming* se encontrava em transição para uma nova era digital, esta seria uma aposta relativamente segura.

Assim que se soube das significativas posições *short* que estes *hedge funds* haviam adquirido, os investidores de retalho começaram a difundir as suas pretensões, no *WallStreetBets*, de os derrubar. Para tal, os investidores iniciaram uma onda de compra de ações e *call options* da GameStop, por forma a inflacionar o preço por ação²¹. Ao fazer subir o preço por ação, os investidores estariam indiretamente a contribuir para uma igual diminuição do valor das posições *short* adquiridas pela Melvin Capital, Citron Research e tantos outros que similarmemente apostaram na queda do preço das ações da GameStop.

A verdade é que, em janeiro de 2021, o preço por ação da GameStop atingiu o preço de fecho mais alto de sempre: \$347.51 – um aumento de 1700% desde dezembro de 2020.

Em condições normais, este tipo de crescimento dever-se-ia a notícias favoráveis sobre produtos, lucros inesperados ou mudanças positivas nos aspetos fundamentais da empresa. Não foi este o caso da GameStop - o pico no preço das ações da empresa foi, em grande parte, alimentado por algo muito mais invulgar: despeito e rancor. Assim, um abundante número de pequenos investidores tomou como missão pessoal o *squeeze*²² dos grandes investidores institucionais que estavam a fazer *short-sell* das ações da GameStop – um fenómeno certamente inolvidável, que poderá ser entendido como um ataque a Wall Street²³.

¹⁸ *Vd.* CELARIER, Michelle, *Buried in Reddit, the Seeds of Melvin Capital's Crisis*, Institutional Inv'r, janeiro, 2021, disponível em <https://www.institutionalinvestor.com/article/b1q8swwwtgr7n/Buried-in-Reddit-the-Seeds-of-Melvin-Capital-s-Crisis>.

¹⁹ Ou *venda a descoberto* - consiste na venda de ações (emprestadas), na expectativa de que o seu preço caia antes de as comprar de volta e as devolver ao seu proprietário, obtendo assim lucro através da diferença entre o preço de venda e o preço de compra das ações.

²⁰ Cfr. NASDAQ, *GME Historical Data*, Nasdaq, Inc., maio, 2021, disponível em <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/gme/historical>.

²¹ *Vd.* CELARIER, Michelle, *ob. cit.*.

²² *Squeeze* refere-se à pressão que se exerce sobre aqueles que fizeram *short-sell* de determinadas ações, procurando inflacionar o seu preço de mercado.

²³ Cfr. CHIU, Victoria & YAHYA, Moin A., *ob. cit.*.

Claro está que o fenómeno se tornou viral, dominando a atenção dos *media* e conduzindo a que ninguém quisesse ficar de fora ou perder o *feeling* de não se integrar nesta nova *trend*; no limite, de não fazer parte do caos. Daqui resulta, claro, que não estavam em causa decisões de compra baseadas nos fundamentos económicos da GameStop, o que levou a uma vaga de compras de ações única e exclusivamente motivadas pela “piada” de, em abstrato, participar numa disseminação global, através das redes sociais, de determinadas ideias e condutas, *i.e. purely for the memes*²⁴.

Por isso, à medida que os investidores amadores iam comprando ações, viam o preço por ação da GameStop subir e a pressão sobre os *hedge funds* que tinham apostado *short* acumulava-se²⁵.

De repente, o valor de mercado da GameStop disparou de \$3 biliões²⁶ para \$25 biliões²⁷ e, na manhã de 29 de janeiro de 2021, os *short sellers*, onde se incluem os *hedge funds* Melvin Capital e Citron, estimavam perdas de \$19 biliões²⁸.

E, como o preço por ação não parava de subir, os *short sellers* - entre eles, a Melvin Capital, cujas perdas se encontram por confirmar, sabendo-se, no entanto, que os *hedge funds* Citadel LLC e Point72 Asset Management intervieram com \$3 biliões, por forma a evitar uma eventual insolvência - vendo-se sem alternativa, compraram de volta as ações a um preço inflacionado para cobrir as suas posições e evitar prejuízos ainda maiores. O que, associado

²⁴ *Idem*.

²⁵ *Vd.* WANG, Lu, KARSH, Melissa & KISHAN, Saijel, *Hedge Fund Pressure Lingers With Short Sellers' Targets Rallying*, Bloomberg, janeiro, 2021, disponível em <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-29/hedge-fund-pressure-lingers-with-short-sellers-targets-rallying>; e também LEVITZ, Eric, *How Redditors Beat Hedge Funds at Their Own Game(Stop)*, Intelligencer – N.Y. Mag., janeiro, 2021, disponível em <https://nymag.com/intelligencer/2021/01/reddit-GameStop-share-price-explainedallstreetbets-melvin-capital.html>.

²⁶ Americanos - e, portanto, milhares de milhão de dólares.

²⁷ *Cfr.* TENREIRO, Daniel, *Why Robinhood Halted GameStop Trading*, Yahoo News, janeiro, 2021, disponível em <https://news.yahoo.com/why-robinhood-halted-GameStop-trading-011448173.html>.

²⁸ *Cfr.* ROBERTSON, Harry, *Short-Sellers Are Nursing Estimated Losses Of \$19 Billion in 2021 After Betting on GameStop's Stock to Plunge*, Bus. Insider, janeiro, 2021, disponível em <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/short-sellers-sitting-on-19-billion-of-losses-on-GameStop-data-shows-2021-1-1030020684>.

ao facto de os investidores de retalho serem constantemente incentivados a não vender as suas ações (desprezando a possibilidade de enfrentarem eventuais perdas)²⁹, fez com que o valor de mercado da GameStop continuasse a subir.

Para muitos, não se tratava somente – ou sequer – de obter rendimentos de capitais. Tratar-se-ia, sim, de passar uma mensagem, de deixar uma marca; no fundo, de reiterar que o *povo* (unido) consegue abalar e, se quiser, destruir instituições poderosas e aparentemente inquebráveis – *in casu*, Wall Street³⁰.

No meio desta odisseia, a Robinhood, uma *app* bastante popular de investimento de retalho – popularidade, essa, que se deve à sua política de *comission free* – não só vedou a compra das ações da GameStop, como ainda aumentou os requisitos de margem, *i.e.*, a percentagem de ações adquiridas mediante empréstimo que um investidor deve suportar³¹, citando a recente volatilidade como ímpeto para tamanhas restrições³², e, portanto, obstando à subida desmesurada do preço daquelas ações.

Neste contexto, surgem restrições adicionais, seja pela liquidação do *trading* de opções ou pelo bloqueio de transações executadas integralmente através de empréstimo, assim protegendo - alegadamente - as suas *clearing houses* e a liquidez do mercado³³.

²⁹ *Vd.* WELLS, Charlie & GEMMELL, Katherine, *Reddit Market Winners Face a Hard Choice: Sell or 'Hold the Line'?*, Bloomberg, fevereiro, 2021, disponível em <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-02-01/GameStop-gme-amc-share-price-sell-or-hold-the-line-on-reddit-stocks>.

³⁰ *Vd.* ENSIGN, Rachel Louise, *GameStop Investors Who Bet Big — And Lost Big*, Wall St. J., fevereiro, 2021, disponível em <https://www.wsj.com/amp/articles/GameStop-investors-who-bet-bigand-lost-big-11613385002>.

³¹ Cfr. U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Margin: Borrowing Money to Pay for Stocks*, 2009, disponível em <http://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/investorpubsmargin.htm.html>; e ainda MCCABE, Caitlin, *What Is Margin Investing?*, Wall St. J., 2021, disponível em <https://www.wsj.com/articles/what-is-margin-investing-11610566011>.

³² *Vd.* FITZGERALD, Maggie, *Robinhood Restricts Trading in GameStop, Other Names Involved in Frenzy*, CNBC, 2021, disponível em <https://www.cnbc.com/2021/01/28/robinhood-interactive-brokers-restrict-trading-in-GameStop-s.html>; e também MILLER, Claire, *From Elon Musk To AOC, Everybody Has A Tweet About GameStop*, NPR, 2021, disponível em <https://www.npr.org/2021/01/29/961703023/from-elon-musk-to-aoc-every-body-has-a-tweet-about-GameStop>.

³³ Cfr. FRIEDMAN, Gillian & BERNARD, Tara Siegel, *Trading Platforms Are Limiting Trades of GameStop And Other Companies*, The New York Times, 2021, disponível em <https://www.nytimes.com/2021/01/27/business/GameStop-td-ameritrade-robinhood.html>.

Em resposta às referidas restrições, nasce uma onda de indignação, proliferada quer pelos próprios investidores, quer por senadores e congressistas, resultando numa panóplia de processos judiciais e manifestações públicas de clara discórdia e descontentamento³⁴.

Finalmente, a Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos (*Securities and Exchange Commission*) decidiu intervir – começando por investigar as plataformas de *social media* envolvidas no *boom* do preço das ações da GameStop por indícios de fraude³⁵, passando depois pelas restrições impostas pelas corretoras ao *trading* das ações da GameStop para cumprimento dos requisitos de regulamentação e publicidade³⁶.

Alegadamente, existiam preocupações, por parte da Comissão norte-americana, relacionadas com os investimentos feitos na GameStop, por se revelarem inconsistentes com a devida proteção cabal do investidor num mercado justo e eficiente e, no limite, pela eventualidade de se poderem reconduzir ao crime de manipulação de mercado³⁷.

Logo que a situação acalmou, o Congresso dos Estados Unidos diligenciou pela realização de várias audiências - onde foram ouvidos, entre outros, Keith Gill e os respetivos administradores executivos (CEOs) da Reddit, Robinhood e Melvin Capital³⁸ - cujo objetivo principal residia em averiguar se, em geral, o *short-selling* deveria ser alvo de regulação

³⁴ Vd. LEONHARDT, Megan, *Robinhood Now Faces Roughly 90 Lawsuits After GameStop Trading Halt—Here's How Customers Might Actually Get Their Day in Court*, CNBC, 2021, disponível em <https://www.cnbc.com/2021/02/17/robinhood-faces-lawsuits-after-GameStop-trading-halt.html>; e também RAY, Siladitya, *Robinhood Faces Anger, Class-Action Suits And Political Pushback After Curbing Trade Of GameStop*, Forbes, 2021, disponível em <https://www.forbes.com/sites/siladityaray/2021/01/28/robinhood-faces-anger-class-action-suits-and-political-pushback-after-curbing-trade-of-GameStop>.

³⁵ Cfr. BAIN, Ben, *SEC Hunts For Fraud in Social-Media Posts That Drove Up GameStop*, Bloomberg, 2021, disponível em <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-02-03/sec-hunts-for-fraud-in-social-media-posts-that-drove-up-GameStop>; e ainda MICHAELS, Dave, *GameStop Mania Is Focus of Federal Probes Into Possible Manipulation*, Wall St. J., 2021, disponível em <https://www.wsj.com/articles/GameStop-mania-is-focus-of-federal-probes-into-possible-manipulation-11613066950>.

³⁶ Vd. MICHAELS, Dave, *SEC to Review Brokers' Restrictions on GameStop, AMC Trading*, Wall St. J., 2021, disponível em <https://www.wsj.com/articles/sec-to-review-brokers-restrictions-on-GameStop-amc-trading-11611932473>.

³⁷ No ordenamento jurídico português, previsto nos artigos 378.º e seguintes do Código dos Valores Mobiliários.

³⁸ Cfr. KAILATH, Ryan, *'I Am Not A Cat ... I Am Not A Hedge Fund': Trader Roaring Kitty Tells Congress*, NPR, 2021, disponível em <https://www.npr.org/2021/02/18/968829355/GameStop-hearing-today-roaring-kitty-along-with-ceos-to-appear-before-congress>; e, adicionalmente, WOLFF-MANN, Ethan, *A Guide to The 'GameStop' Hearing*, Yahoo Fin., 2021, disponível em <https://ca.finance.yahoo.com/news/guide-to-the-game-stop-hearing-140643475.html>.

adicional, e se, em concreto, as opções usadas frequentemente pelos investidores da GameStop seriam, afinal, prejudiciais ou vantajosas para o investidor comum³⁹.

³⁹ *Vd. NEWMYER, Tory, MACMILLAN, Douglas, et. al., Congress Presses Robinhood CEO on Company's Role in GameStop Frenzy*, Wash. Post, 2021, disponível em <https://www.washingtonpost.com/business/2021/02/18/GameStop-robinhood-citadel-roaring-kitty-hearing-live-updates>.

CAPÍTULO II - DA REGULAÇÃO DOS MERCADOS DE CAPITAIS

Um dos objetivos principais da regulação do mercado de valores mobiliários, quer em Portugal, quer nos EUA, é a proteção do investidor, conforme resulta tanto da legislação aplicável, como do entendimento sufragado pela jurisprudência e pela doutrina.

De facto, como elenca GUTTENTAG⁴⁰, o investidor precisa de ser protegido face i) a possíveis fraudes; ii) ao desnível de informação entre os vários investidores; iii) aos interesses pessoais e individuais de cada um; e iv) ao próprio investidor⁴¹, tendo em vista acautelar a tomada de decisões pouco sensatas (mas já não eventuais perdas financeiras).

E assim é porque se assume que o preço das ações é eficiente e reflete toda a informação do mercado ou, pelo menos, toda a informação pública disponível no mercado. Quando a informação se torna pouco verosímil, secreta ou fraudulenta, a integridade e eficiência do preço das ações é afetada - o que, no limite, acarreta um efeito dissuasor na esfera do investidor face ao mercado.

i. O Crime De Manipulação De Mercado

Nos EUA, com a entrada em vigor do *Securities Exchange Act*, em 1934, em estreita conexão com as regras definidas pela *Securities Exchange Commission* (de ora em diante, “SEC”), firmou-se, de modo evidente, a proibição de manipulação geral e fraudulenta do mercado (que nos acompanha até aos dias de hoje).

⁴⁰ Cfr. GUTTENTAG, Michael D., *Protection from What? Investor Protection and the JOBS Act*, 13 U.C. Davis L.J., 2013, pp. 207, 212-218.

⁴¹ A este propósito, *vd.* CASEY, Anthony & MACEY, Joshua, *The Hertz Maneuver (And the Limits of Bankruptcy)*, U. Chi. L. Rev., junho, 2020, onde se descreve um exemplo recente de atuação da SEC que, a pretexto da proteção dos investidores (deles próprios), interrompeu o plano de venda de ações da Hertz Corporation depois da empresa ter apresentado um pedido de insolvência (decorrente do impacto das medidas adotadas no combate à pandemia Covid-19).

Em geral, o crime de manipulação segmenta-se em 3 tipos de situações: i) divulgação de informação falsa e falaciosa - onde se integra, p.e., o *pump and dump* e o *cyber-smear*; ii) realização de operações de natureza fictícia; e, por último, com intuito de suplantar a taxatividade destas práticas⁴², iii) a execução de práticas fraudulentas que alterem artificialmente o regular funcionamento do mercado.

Para o caso, relevam apenas as situações de *pump and dump* e de *cyber-smear*.

Por um lado, o esquema de *pump and dump* centra-se, normalmente, na divulgação de informação falsa por determinado acionista, com o intuito de despoletar uma subida de preço das ações que detém, ainda que temporariamente, por forma a aumentar os seus lucros com a venda daquelas.

O *cyber-smear*, por seu turno, constitui o reverso da medalha, *i.e.*, envolve a divulgação de informação falsa, por um *short-seller*, com o intuito de suscitar a diminuição do valor de determinada empresa e, conseqüentemente, das respetivas ações⁴³ - podendo, desta forma, recomprá-las a um preço mais baixo e, assim, aumentar as suas receitas.

O problema (para alguns) é que nem as circunstâncias das *meme stocks*, no geral, nem as condições descritas no *study case* da GameStop, em especial, se parecem enquadrar em alguma das situações *supra* referidas⁴⁴. Ademais, não existem evidências de *trading* das ações da GameStop por pessoas que integravam a empresa (*insiders*).

⁴² E, dessa forma, abarcando qualquer situação que ponha em causa o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários.

⁴³ Cfr. YAHYA, Moin A., *The Law & Economics of Sue and Dump: Should Plaintiffs' Attorneys Be Prohibited from Trading the Stock of Companies They Sue*, 39 Suffolk U. L. Rev., 2006, pp. 425, 434-35.

⁴⁴ No limite, configurariam situações de *pump and hold* ou de *cyber-praise*, o que não preenche os requisitos legais do crime de manipulação de mercado. Para o efeito, *vd.* NEWMAN, Neal & TRAUTMAN, Lawrence J., *Securities Law: Overview and Contemporary Issues*, Ohio Business. L.J., Vol. 16:1, 2022, pp. 150-218, disponível em <https://ssrn.com/abstract=4039250>.

Mais insólito ainda: muitos dos *posts* feitos no *WallStreetBets* tiveram origem em *bots*⁴⁵, e não em seres humanos reais⁴⁶.

No fundo, o fenómeno da GameStop resume-se a um grupo de *outsiders* da empresa que apostaram (*long*) contra as posições *short* compradas por outros *outsiders* - entre eles, os *hedge funds* Melvin Capital e Citron Research. Quase como se ali residisse uma vontade de punir os *hedge funds* por aquilo que os investidores de retalho percecionavam como uma destruição de valor (injusta) associada a um *short-selling* maciço.

Existia uma crença genuína, por parte dos investidores de retalho, na justiça da sua causa e, de facto, muitos deles, à medida que o preço das ações ia subindo, conservaram as suas posições sociais. E fizeram exatamente o mesmo, não se rendendo, quando se começaram a verificar quedas no preço das ações⁴⁷, demonstrando assim, mais uma vez, confiança na *meme stock*.

Esta ação coletiva dos investidores de retalho só poderia revelar-se fraudulenta caso tivesse resultado, cumulativamente, em grandes perdas para os *hedge funds* e em lucros para os investidores e, em fase posterior, numa reversão do preço para o seu valor original. Contudo, como referido, verificadas ruturas no valor da GameStop, muitos dos investidores não venderam as suas *meme stocks*, pelo que, em consequência, o preço das ações tem-se mantido substancialmente mais alto do que os valores de dezembro de 2020. Daqui decorre que os investidores de retalho criaram valor, o que permitiu à GameStop angariar fundos e investir em novas estratégias de mercado⁴⁸.

⁴⁵ Abreviatura de *robot*, refere-se a programas de *software* que executam tarefas automatizadas, repetitivas e pré-definidas, que, normalmente, imitam ou substituem o comportamento humano.

⁴⁶ Cfr. KRUGMAN, Paul, *Pumps and Dumps and Chumps. Please, stop falling for fake populism*, The New York Times, fevereiro, 2022, disponível em <https://www.nytimes.com/2021/02/04/opinion/GameStop-stocks.html>.

⁴⁷ O que levou a que, como descreve assertivamente KRUGMAN, *instead of reading about little guys who suddenly became rich, we're reading about small investors who bought near the top and lost their life savings*, in KRUGMAN, Paul, *Pumps and Dumps and Chumps. Please, stop falling for fake populism*, The New York Times, fevereiro, 2022, disponível em <https://www.nytimes.com/2021/02/04/opinion/GameStop-stocks.html>.

⁴⁸ Cfr. LI, Yun, *GameStop stock jumps after the original meme stock cashes in again with \$1 billion share sale*, junho, 2021, disponível em <https://www.cnn.com/2021/06/22/GameStop-jumps-9percent-after-the-original-meme-stock-cashes-in-again-with-1-billion-share-sale.html>.

Em suma, tanto a atitude de confiança seriamente materializada pelos investidores de retalho na GameStop⁴⁹, como o impacto das suas ações coletivas no mercado, sinalizam que a sabedoria convencional, não só dos investidores institucionais, mas também dos reguladores do mercado, pode encontrar-se, aos dias de hoje, desatualizada e obsoleta⁵⁰.

Mas há problemas de fundo que não podem ser desconsiderados.

ii. Os Problemas Intrínsecos Do Mercado

Os reguladores e, em especial, o regulador norte-americano - a *Securities Exchange Commission* - assumem a missão tripartida de proteger os investidores, fomentar e zelar pela justiça, ordem e eficiência dos mercados e facilitar a formação de capital⁵¹.

Atentemos, com mais detalhe, à segunda parte desta tripartição, *fomentar e zelar pela justiça, ordem e eficiência dos mercados*.

De acordo com a definição da SEC, o mercado é justo se, e só se, a totalidade dos investidores for igualmente suscetível de alcançar *ganhos inesperados*, considerando como *ganho inesperado* o rendimento acima do rendimento médio ajustado ao risco que se receberia de um *portfolio* diversificado⁵². De outro ponto de vista, poder-se-á dizer que o mercado é justo quando garante a todos os seus *players* as mesmas oportunidades.

No entanto, os *ganhos inesperados*, na sua larga maioria, ou advêm da sorte ou do acesso a informação que ainda não está refletida - e que, portanto, não influenciou - no preço por ação

⁴⁹ Assim como noutras empresas com *meme stocks* (p.e. Blackberry e a AMC Theatres).

⁵⁰ *Vd.*, novamente, CHIU, Victoria & YAHYA, Moin A, *ob. cit.*.

⁵¹ Cfr. KATZ, David A. & MCINTOSH, Laura, *Corporate Governance Update: Thank You, Chairman Clayton*, N.Y.L.J., 2021; e ainda U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Our Goals*, disponível em <https://www.sec.gov/our-goals>.

⁵² *Vd.* MACEY, Jonathan R., *Securities Regulation and Class Warfare*, Colum. Bus. L. Rev., 2022, pp. 2-29, disponível em <https://ssrn.com/abstract=3789706>.

da empresa. E, naturalmente, esta informação, antes de ser divulgada publicamente, está somente na disponibilidade dos *insiders* da empresa e dos investidores institucionais.

Assim, aqueles com acesso privilegiado a informação lucrarão, invariavelmente, em detrimento dos restantes - não surpreende, por isso, que estes sintam uma certa injustiça nos mercados.

Por outro lado, os mercados são também conhecidos pela sua desordem, característica que, não raras vezes, lhes é atribuída. Na origem dessa desordem poderá encontrar-se a circunstância de a dinâmica dos mercados depender não só da divulgação de informação gerada por acontecimentos reais, como também da investigação e análise dos impactos de fenómenos internos⁵³.

Ora, não será possível prever o *disclosure* de nova informação que influencie, positiva ou negativamente, o preço das ações e que imprima volatilidade. E ser movido pela volatilidade gera, naturalmente, uma certa desordem no mercado⁵⁴.

Por último, em sentido contrário à percepção geral de que a eficiência dos mercados se atinge através da competição, os mercados podem ser altamente ineficientes.

Como apontou KINDLEBERGER,⁵⁵ os *traders* racionais sabem que podem lucrar, a longo-prazo, ao prever a *performance* de uma empresa, mas também a curto-prazo, prevendo o comportamento dos restantes *traders*, às vezes, irracionais e emocionais.

Quer isto dizer que se trata de uma escolha racional, para determinados *traders*, adquirir ações que sabem encontrar-se sobrevalorizadas, pois confiam que outro comprador surgirá disposto a pagar um preço ainda mais alto.

⁵³ *Idem.*

⁵⁴ *Idem.*

⁵⁵ Cfr. KINDLEBERGER, Charles P., *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, Paperback, 5.^a edição, 2005, pp. 197-253.

Posto isto, e face aos problemas intrínsecos e inatos dos mercados, é nosso entendimento que os reguladores não são, por definição (nem materialmente), aptos a tornar os mercados, verdadeira, objetiva e efetivamente, justos, ordeiros e eficientes. Têm, no entanto, capacidade (e obrigação) de adotar todas as diligências possíveis para tornar os mercados mais justos, ordeiros e eficientes. Mas como?

iii. Justiça

A SEC considera, para efeitos legais, o *insider trading* como a transação de ações de uma sociedade cotada por um indivíduo com acesso a informação privilegiada e materialmente relevante⁵⁶. Impede, por isso, os *insiders* de transacionarem valores mobiliários de determinada empresa no mercado. Mas a verdade é que não abrange, nem existe lei que o preveja, as técnicas de *trading* semelhantes usadas pelos investidores profissionais (*outsiders*)⁵⁷.

Desta forma, caracterizado, por muitos⁵⁸, como um grupo especializado em adquirir, analisar e aplicar ao mercado informação sobre empresas e os seus setores, os investidores profissionais executam as suas operações com base nessa informação sem qualquer repercussão legal⁵⁹.

E o caso da GameStop parece trazer evidências disto mesmo. A regulação dos valores mobiliários não só protege os investidores profissionais dos *insiders*, como dos investidores de retalho - que correm o risco de ser acusados do crime de manipulação de mercado quando,

⁵⁶ *Vd.* U.S. Securities and Exchange Commission, *Insider Trading*, <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/insider-trading>, onde se pode consultar a noção do regulador norte-americano sobre o conceito de *insider trading*: “*The buying or selling a security, in breach of a fiduciary duty or other relationship of trust and confidence, on the basis of material, nonpublic information about the security*”.

⁵⁷ E, face às suas posições no mercado, podem, até, estar em condições mais vantajosas do que os próprios *insiders*.

⁵⁸ *Cfr.* MACEY, Jonathan R. & HADDOCK, David D., *Regulation on Demand: A Private Interest Model, With an Application to Insider Trading Regulation*, 30 J. L. & ECON. 311, 1987, pp. 317-18.

⁵⁹ *Idem*.

no limite, se limitaram a coligar entre si para fazer frente aos investidores profissionais de Wall Street.

Ao passo que os *short sellers*, como a Citron Research, publicitaram livremente os seus planos de mercados e tendências de investimento - o que fizeram sem quaisquer consequências associadas, os investidores de retalho que, numa escala menor, usaram da mesma estratégia, vêem-se agora na mira da SEC.

Mas esta é uma prática frequente. A estratégia envolve não só a publicação de relatórios, como também o *stream online* dos pontos de vista (normalmente, negativos) dos *hedge funds* sobre as empresas em que fizeram *short sell*⁶⁰.

A Citron Research incorre *inclusive* na instigação e incitação dos reguladores para a instauração de processos e investigações sobre as empresas nas quais tinha apostado contra. Ou seja, o anúncio da instauração da investigação influenciaria o mercado e levaria a uma queda no preço das ações daquela empresa, permitindo à Citron Research lucrar com as posições *short* assumidas⁶¹.

Manipulação de mercado: Wall Street vs. Main Street

O frenesim da GameStop despoletou uma série de investigações, quer pela SEC, quer até pelo Departamento de Justiça norte-americano, com o intuito de averiguar se os investidores

⁶⁰ A título de exemplo, Andrew Left, *short seller* na Citron Research, referia-se aos investidores da GameStop como *suckers*, - enquanto divulgava (alegados) motivos que levariam a uma eventual queda no preço das ações - o que, de alguma forma, transmitiria a ideia de que aqueles estariam inaptos para avaliar os *fundamentals* da empresa, descredibilizando-os e, conseqüentemente, reforçando a sua narrativa, por força a moldar a conduta de outros investidores naquele sentido. Neste sentido, vd. NAGARAJAN, Shalini, *Short-Seller Citron Said Its Scheduled Livestream on Why GameStop Buyers Are 'Suckers at This Poker Game' Was Halted by Attempted Twitter Hacks*, Business Insider, 2021, disponível em <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/citron-research-livestream-GameStop-position-halted-twitter-hack-attempts-2021-1-1029993391>.

⁶¹ Por exemplo, vd. CITRON RESEARCH, *Citron Presents to US Regulators Definitive Evidence of GSX Techedu (NYSE: GSX) Committing Securities Fraud Through the Use of Multiple Undisclosed Related Party Transactions to Hide Expenses/Liabilities*, 2020, disponível em <https://citronresearch.com/wp-content/uploads/2020/05/Citron-presents-to-US-regulators-definitive-evidence-of-GSX-Techedu-update.pdf>.

de retalho que transacionaram ações da GameStop e fizeram publicações no Reddit sobre a empresa, incorreram no crime de manipulação de mercado⁶².

Por isso, esta tendência do regulador norte-americano, não sendo novidade⁶³, levanta uma questão: podem os *posts* sobre a GameStop, no Reddit, ser considerados fraudulentos e manipuladores, ao passo que a publicação de relatórios com perspectivas negativas dos *hedge funds* sobre a GameStop já não?

Ambos publicaram as suas opiniões sobre o preço das ações da GameStop com o intuito e a expectativa de influenciar o comportamento dos restantes investidores, causando uma flutuação no preço daquelas⁶⁴.

A estratégia dos *hedge funds* é simples: primeiro, apostam *short*; depois, publicam um relatório de análise e investigação negativo dos *fundamentals* da empresa; por fim, aguardam que esse relatório sirva de catalisador de uma queda no preço das ações sobre as quais apostaram *short*⁶⁵.

No limite, a diferença (microscópica) de condutas reside, por um lado, na existência de uma intenção expressa - os investidores de retalho deixaram explícita, nas suas publicações no Reddit, a sua intenção de influenciar e motivar terceiros a comprar ações da GameStop - e, por outro, na motivação - que, nalguns casos, se revelou política e social, ao invés da motivação teórico-analítica que (teoricamente) guia os *hedge funds*.

⁶² Cfr. MICHAELS, Dave, *GameStop Mania Is Focus of Federal Probes Into Possible Manipulation*, Wall St. J., 2021, disponível em <https://www.wsj.com/articles/GameStop-mania-is-focus-of-federal-probes-into-possible-manipulation-11613066950>.

⁶³ Atente-se que, em 2000, o processo instaurado pela SEC a Jonathan Lebed, um estudante de 15 anos, por ter utilizado a internet para promover a valorização de ações que tinha comprado, condenando o jovem a ressarcir os lucros obtidos. Para uma abordagem mais aprofundada, vd. LEWIS, Michael, *Jonathan Lebed's Extracurricular Activities*, The New York Times Mag., 2001, disponível em <https://www.nytimes.com/2001/02/25/magazine/jonathan-lebed-s-extracurricular-activities.html>.

⁶⁴ Cfr. MACEY, Jonathan R., *ob. cit.*.

⁶⁵ CELARIER, Michelle, *The Dark Money Secretly Bankrolling Activist Short-Sellers — and the Insiders Trying to Expose It*, Institutional Investor, 2020, disponível em <https://www.institutionalinvestor.com/article/b1pgz6k9kjs50v/The-Dark-Money-Secretly-Bankrolling-Activist-Short-Sellers-and-the-Insiders-Trying-to-Expose-It>.

Ainda assim, o ponto aqui parece-nos ser o seguinte: os investidores de retalho, relativamente ingênuos e tendencialmente não tão bem informados, não devem ser sujeitos a regras mais restritas e apertadas do que os investidores profissionais, que recebem aconselhamento legal sobre como publicar comentários negativos sem chamar a atenção dos reguladores.

Robinhood

A Robinhood, como referimos *supra*, é uma sociedade corretora de valores mobiliários, fundada em 2013, baseada num modelo de negócio cujo intuito seria (alegadamente) tornar mais fácil e barato o acesso e a participação dos investidores de retalho no mercado dos valores mobiliários⁶⁶.

Assim, operando *online* através de uma aplicação móvel com um interface extremamente apelativo, a Robinhood proporciona, ao contrário de outras corretoras, *commission free trades*, *i.e.*, não cobra ao investidor qualquer *fee* pela transação.

Contudo, o modelo de negócio assenta também na venda dos *order flows* dos seus investidores a *high-frequency traders*⁶⁷ e *market makers*, como a Citadel e a Virtu Financial⁶⁸, daí obtendo grande parte das suas receitas - via *payment for order flow*⁶⁹.

Ou seja, a Robinhood consegue executar transações sem cobrar comissões aos investidores porque direciona as ordens das transações recebidas para a Citadel (a sua maior cliente),

⁶⁶ WELCH, Ivo, *The Wisdom of the Robinhood Crowd*, Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 27866, 2020, pp. 9-10, 25.

⁶⁷ Conhecidos por práticas de transferência de riqueza (dos investidores de retalho), como *p.e.*, o *order bundling* - ocorre quando vários clientes, na mesma corretora, dão ordem de compra da mesma ação, no mesmo lapso temporal. Estas ordens são agrupadas, concedendo informação materialmente relevante aos *high frequency traders* sobre as oscilações futuras de preço daquela ação (a curto prazo). Como por norma os investidores de retalho estão menos informados do que os investidores institucionais, os *high frequency traders*, não raras as vezes, tomam o lado contrário da transação, se a tendência dos investidores institucionais for nessa direção. Neste sentido, *vd.* WARRIOR TRADING, *A Primer on Payment for Order Flow: Brokers Selling Orders to HFTs*, 2020, disponível em <https://www.warriortrading.com/payment-for-order-flow>.

⁶⁸ Trata-se de uma conduta comum mas algo opaca e, portanto, não da forma mais transparente e legal possível de obtenção de receitas neste mercado. Cfr. U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Press Release, *SEC Charges Robinhood Financial With Misleading Customers About Revenue Sources and Failing to Satisfy Duty of Best Execution*, 2020, disponível em <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-321>.

⁶⁹ Uma técnica inventada por Bernie Madoff, investidor e *mastermind* do maior esquema de Ponzi da História.

sendo, naturalmente, recompensada financeiramente por tal serviço. Só depois, e já pela Citadel, é que a ordem é efetivamente dada no mercado. A Robinhood não desempenha, por isso, um papel de intermediário entre o investidor e o mercado, uma vez que direciona as ordens dadas pelos investidores para quem pagar mais por elas.

No entanto, do *payment for order flow* não resulta necessariamente a oferta dos melhores preços de mercado para os investidores. Por outras palavras, o dever de melhor execução^{70/71}, a que estão legalmente adstritas as corretoras (em sentido lato), e que consiste na oferta da ordem de execução mais vantajosa para os seus investidores, dadas as circunstâncias contemporâneas do mercado (*National Best Bid, Best Offer*), fica para segundo plano.

Assim, a poupança de custos dos investidores com a inexistência de comissões para transacionar valores mobiliários pode ser mitigada por um custo potencialmente maior de execução⁷².

A opacidade e a fraca qualidade de execução desta técnica levaram o regulador do Reino Unido (*Financial Conduct Authority*) a banir o *payment for order flow*, concluindo, posteriormente, que tal proibição teria levando a um aumento da percentagem – de 65% para 90% - de transações executadas sob o melhor preço cotado⁷³.

⁷⁰ Cfr. REGULATION NATIONAL MARKET SYSTEM, *Exchange Act Release No. 34*, 51808, 2005, disponível em <https://www.sec.gov/rules/proposed/34-49325.htm>; *FINRA Rule 5310*, disponível em <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/5310>.

⁷¹ Com o intuito de fiscalizar o cumprimento deste dever, a SEC, de seu modo, obriga à comunicação trimestral de relatórios sobre a forma como as ordens são executadas e encaminhadas, enquanto a Autoridade Reguladora da Indústria Financeira norte-americana (*Financial Industry Regulatory Authority*), por sua vez, realiza auditorias às práticas de execução de ordens das corretoras.

⁷² *Vd. DOLGOPOLOV, Stanislav, The Role of the Duty of Best Execution in Off-Exchange Market Making: Persistent Issues and Their Emerging Iterations, Medium*, 2020, disponível em https://medium.com/@s_v_dolgopolov/the-role-of-the-duty-of-best-execution-in-off-exchange-market-making-persistent-issues-and-their-460b7e9971a9.

⁷³ Cfr. FONDA, Daren, *There Are More Ways to Trade Stocks for Free. But There's a Catch*, *Barron's*, 2019, disponível em <https://www.barrons.com/articles/there-are-more-ways-to-trade-stocks-for-free-but-theres-a-catch-51569929400>.

O regulador do Reino Unido concluiu, mais tarde⁷⁴, que a verdadeira motivação desta proibição, tal com noutras jurisdições, terá sido o conflito de interesses gerado entre uma empresa (*in casu*, a Robinhood) e os seus clientes, emergente do facto de o modelo de negócio da Robinhood incentivar a prossecução de pagamentos pelos *market makers* pelo fluxo de ordens de execução, ao invés de estimular a procura da melhor oferta de execução para o seu cliente (os investidores de retalho).

Mais acrescentou que o *payment for order flow* mina a transparência e a eficiência do processo de formação do preço, uma vez que o preço pago pelo cliente inclui custos camuflados, como *p.e.*, um maior *spread* para fazer face às comissões pagas pelo *market maker*.

Ademais, esta prática força os *market makers* a pagar valores significativos para atuarem no mercado (*pay-to-play*) e, como tal, distorce a concorrência, criando barreiras à entrada e ao posterior *scale-up*⁷⁵.

Em 2020, a SEC determinou que a Robinhood incorrera, entre 2015 e 2018, em declarações falaciosas e omissões fraudulentas, aquando da comunicação com os seus clientes⁷⁶, no que toca à sua maior fonte de receitas⁷⁷.

Constatou ainda (e mais gravemente) que, em grande parte, devido ao pagamento de taxas de fluxo de ordens (*order flows*) invulgarmente elevadas, as ordens dos seus clientes foram executadas a um preço inferior ao das restantes concorrentes^{78/79}, incorrendo em perdas para

⁷⁴ Cfr. U.K. FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *Observations from Market Maker Review*, 51 Mkt. Watch, Set. 2016, disponível em <https://www.fca.org.uk/publication/newsletters/marketwatch-51.pdf>.

⁷⁵ *Idem*.

⁷⁶ Nomeadamente, na zona das FAQs (*Frequently Asked Questions*) no seu *site* oficial.

⁷⁷ Para o efeito, *vd.* U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Press Release, *SEC Charges Robinhood Financial With Misleading Customers About Revenue Sources and Failing to Satisfy Duty of Best Execution*, 2020, disponível em <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-321>.

⁷⁸ Tal não impediu a Robinhood de, mais uma vez, proclamar com falsidade, no seu *site* oficial, entre 2018 e 2019, que a qualidade de execução das ordens dadas pelos seus clientes era igual ou superior à dos seus concorrentes.

⁷⁹ Cfr., de novo, U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Press Release, *SEC Charges Robinhood Financial With Misleading Customers About Revenue Sources and Failing to Satisfy Duty of Best Execution*, 2020, disponível em <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-321>.

os seus investidores de cerca de \$34.100.000,00 (note-se que este número foi já calculado tendo em conta o facto de estes investidores não pagarem comissões).

A verdade é que a Robinhood manteve esta tendência fraudulenta ao longo do seu crescimento, atraindo cada vez mais clientes e omitindo a sua fonte de financiamento, acabando mesmo por pagar uma multa de \$65.000.000,00 por tais condutas⁸⁰.

Em 2020, a Robinhood tinha 13 milhões de investidores de retalho a utilizar a sua plataforma⁸¹. O investidor médio da Robinhood fazia, tipicamente, investimentos modestos em ações, em média, de \$2.000,00. E, pese embora não cotada em bolsa, estava avaliada em cerca de 11.2 biliões de dólares⁸².

Num estudo sobre os efeitos que os investidores da Robinhood têm no mercado, ao analisar milhões de transações entre 2018 e 2020⁸³, WELCH concluiu que os investidores da Robinhood não tinham um desempenho fenomenal, mas que a *performance* também não era má.

Aliás, WELCH explica o efeito estabilizador que estes investidores tiveram no mercado, durante os primeiros dias da pandemia Covid-19, quando o mercado caiu para dois terços do seu valor: aqueles não só aumentaram as suas posições relativas em determinadas ações, perante flutuações do preço, como também ampliaram as suas posições no geral. Em acréscimo, não entraram em pânico, respondendo a uma amplificação da volatilidade com a transferência de capital para suas contas da Robinhood⁸⁴.

No fundo, estes investidores de retalho trouxeram visibilidade e competitividade à Robinhood, além de providenciarem alguma força estabilizadora ao mercado e continuarem

⁸⁰ *Idem.*

⁸¹ Desse ponto de vista, novamente, *vd.* WELCH, Ivo, *ob. cit.*.

⁸² *Idem.*

⁸³ *Idem.*

⁸⁴ *Idem.*

a obter lucros através da plataforma (e, conseqüentemente, a permitir lucros à Robinhood) - tudo isto durante os primórdios de uma catástrofe global.

Ainda assim, a 28 de janeiro de 2021, a Robinhood proibiu a compra de ações da GameStop⁸⁵, permitindo apenas as vendas - o que correspondeu a um grande favorecimento dos *hedge funds* que fizeram *short sell* daquelas ações, pois impedia, por um lado, que o preço continuasse a subir desmesuradamente e, por outro, permitia que os *hedge funds* mitigassem as suas perdas.

Posto isto, é, de facto, bastante irónico que a Robinhood se tenha, *a priori*, posicionado do lado do investidor de retalho quando, por várias vezes e por vários métodos, se provou não ser essa a realidade.

iv. Ordem

Conforme referimos, o mercado de valores mobiliários é, por natureza, desordenado. Mais, o esforço e as tentativas para trazer alguma ordem ao mercado tendem a ser desvantajosas para os investidores de retalho, porquanto acabam por beneficiar os investidores profissionais⁸⁶.

Neste sentido, é de realçar, no caso da GameStop, duas vias pelas quais, a pretexto do objetivo de estabelecer alguma ordem no mercado, a regulação do mercado de valores mobiliários trouxe conseqüências menos positivas para os investidores de retalho: *trading halts* e tipos de ordens complexas (*complex order type*).

⁸⁵ E de outras empresas que estariam a ser alvo de fenómenos idênticos, como *p.e.*, AMC Theatres, Blackberry, Bed, Bath and Beyond e Nokia, cfr. BIEBER, Christy, *Why Did Robinhood Shut Down GameStop Trading?*, Ascent, 2021, disponível em <https://www.fool.com/the-ascent/buying-stocks/articles/why-did-robinhood-shut-down-GameStop-trading>.

⁸⁶ Cfr. MACEY, Jonathan R. *ob. cit.*.

Trading Halts

Tanto a SEC, como as bolsas de valores mobiliários e as corretoras estão autorizadas a suspender a negociação de valores mobiliários⁸⁷, por forma a proteger os investidores e nivelar as condições de mercado entre os investidores informados e reativos e os investidores que se encontram informativamente desatualizados.

Baseando-se na premissa de que um excesso de volatilidade é incompatível com a ordem no mercado, os *trading halts* podem, assim, suspender as transações de todos ou apenas de alguns valores mobiliários⁸⁸.

STIGLER⁸⁹ observou, há alguma décadas, a insustentabilidade da defesa do uso dos *trading halts*, na medida em que se baseiam no pressuposto indefensável de que os profissionais de Wall Street que tomam a decisão de suspender as transações sabem, real e assertivamente, quais são os “preços corretos” (*correct prices*) dos valores mobiliários alvo do *trading halt*.

Conclui, por isso, que, ao invés de lhes ser concedida permissão para suspender as transações, a tais profissionais deveriam antes ser conferidas verbas substanciais para especular no mercado⁹⁰.

Por sua vez, BRADLEY refere que dos custos associados aos *trading halts*, os mais significativos são suportados pelos acionistas que detêm o valor mobiliário suspenso⁹¹, sendo que os respetivos benefícios fluem depois desproporcionalmente para os investidores profissionais, uma vez suportados os custos pelos investidores de retalho.

⁸⁷ *Vd. Securities Exchange Act of 1934.*, na redação dada pelo *Market Reform Act of 1990*; *Securities Reforms of 1990* (também sobre os *trading halts*); e, ainda, *NYSE Rule*, 1993. Adicionalmente, as bolsas de valores mobiliários podem fazer uso dos *trading halts*, cfr. *Section 12(d) of the Securities Exchange Act*, tudo disponível em <https://www.sec.gov/page/regulation>.

⁸⁸ Cfr. BRADLEY, Caroline, *Suspension of Disbelief (or, How Managed Should a Market Be?)*, 26 *Seton Hall L. Rev.*, 1996, pp. 75, 597-598, 601-622.

⁸⁹ *Vd. STIGLER, George J., Public Regulation of the Securities Markets*, 37 *J. Bus.* 117, 1964, pp. 125-130.

⁹⁰ *Idem.*

⁹¹ *Vd.*, novamente, BRADLEY, Caroline, *ob. cit.*

Em condições normais de mercado, os profissionais do mercado podem facilmente lidar com a volatilidade, ao ampliar o *spread* entre as ofertas de compra e as ofertas de venda de valores mobiliários. Porém, em tempos de extrema volatilidade, os *trading halts* revelam-se ferramentas necessárias à contenção das perdas pelos investidores profissionais. Ou seja, no fundo, os *trading halts* concedem tempo suficiente aos profissionais do mercado para averiguarem do (novo) “preço correto” que a volatilidade sinaliza⁹².

Tipos de ordem complexos

Tradicionalmente, os participantes do mercado submetem i) ordens de mercado, que se traduzem em ordens para comprar ou vender ao melhor preço disponível no mercado ou ii) ordens limite⁹³, através das quais ordenam a compra ou a venda quando o mercado se mova na direção do preço estipulado na ordem.

Contudo, a SEC permite aos *high-frequency traders* (*in casu*, Citadel) a criação de vários tipos de ordens de transação que perturbam a execução ordenada das ordens submetidas pelos investidores de retalho⁹⁴.

Atente-se, a título de exemplo, as ordens *Hide Not Slide*, às quais, pese embora a sua importância para a temática, por não se enquadrarem no caso da GameStop, não cabe um maior aprofundamento⁹⁵.

v. Eficiência

A eficiência dos mercados de capitais não é uma questão de somenos.

⁹² Cfr. CHRISTIE, William G., CORWIN, Shane A. & HARRIS, Jeffrey H., *Nasdaq Trading Halts: The Impact of Market Mechanisms on Prices, Trading Activity, and Execution Costs*, 57 J. FIN. 1443, 2002, pp. 1443.

⁹³ *Vd.* MACEY, Jonathan R. & SWENSEN, David, *Recovering the Promise of a Fair and Orderly Stock Exchange*, 42 J. Corp. L. 778, 2017.

⁹⁴ *Idem.*

⁹⁵ Para um desenvolvimento cabal, *vd.* PATTERSON, Scott & STRASBURG, Jenny, *How ‘Hide Not Slide Orders Work*, Wall St. J., 2012, disponível em <https://www.wsj.com/articles/SB10000872396390444812704577605840263150860>; em conjunto com MACEY, Jonathan R. & SWENSEN, David, *ob. cit.*

Aliás, EASTERBROOK e FISCHER⁹⁶ identificam a eficiência dos mercados como a meta da regulação dos valores mobiliários - e não a redistribuição dos lucros ou a redefinição de preferências.

Explicam que objetivos como a “proteção do investidor” ou a “compensação de injustiças” são, na verdade, acessórios de um objetivo principal - a eficiência dos mercados - e que, no fundo, são *restatements*⁹⁷ deste. Isto porque, quando os mercados são eficientes, reagem à informação (toda) e o preço dos valores mobiliários ajusta-se em conformidade, o que protege todos os investidores, *inclusive* os desinformados.

Efficient Capital Markets Hypothesis, Behavioral Finance e Meme Stocks

De acordo com a *Efficient Capital Markets Hypothesis*⁹⁸, os mercados de capitais são mais ou menos eficientes consoante os valores mobiliários aí transacionados reflitam em maior ou menor grau a informação relevante para determinar o seu valor.

ANDREW LO, por seu turno, observou que quanto mais eficiente for um mercado, mais aleatória será a flutuação dos preços gerados por esse mercado⁹⁹, concluindo que, no limite, o mercado mais eficiente será aquele onde a flutuação dos preços seja totalmente aleatória e imprevisível.

Esta hipótese assenta essencialmente em três pressupostos¹⁰⁰: i) os investidores são racionais e os investimentos decorrem do exercício da razão; ii) na medida em que não sejam racionais, os investidores definirão o seu investimento com bases aleatórias, daqui resultando uma neutralização de comportamentos de uns por outros, sem afetar a formação dos preços; e, por

⁹⁶ Cfr. EASTERBROOK, Frank H. & FISCHER, Daniel R, *Optimal Damages in Securities Cases*, 52 U. Chi. L. Rev. 611, 1985, pp. 613.

⁹⁷ *Idem*.

⁹⁸ *Vd.* FAMA, Eugene F., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. Corp. Fin. 383, 1970, pp. 383.; FAMA, Eugene F., *Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance*, 49 J. Fin. Econ. 283, 1997, pp. 283-306.

⁹⁹ *Vd.* LO Andrew, *Efficient Markets Hypothesis*, in *The New Palgrave: A Dictionary Of Economics*, 2007, pp. 1678.

¹⁰⁰ Cfr. BRITO PEREIRA, Jorge, *A Dupla Face da Regulação do Voto Plural nas Sociedades Anónimas*, (Tese de doutoramento não publicada) Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 2022, pp. 49-50.

último, iii) a influência no preço decorrente de decisões irracionais será eliminada por decisores racionais.

A eficiência dos mercados, à luz da *Efficient Capital Markets Hypothesis*, avalia-se em função do grau de robustez do preço dos valores moderados¹⁰¹, segregando-se em três formas: fraca, semiforte e forte. Vejamos.

A forma fraca¹⁰² postula que toda e qualquer informação histórica sobre as flutuações do preço de determinada ação está refletida no preço atual dessa ação. Também conhecida como *random walk*, acrescenta que as referidas flutuações de preço são independentes entre si, *i.e.*, que o preço subsequente não apresenta qualquer relação com o preço anteriormente formado¹⁰³.

A forma semiforte¹⁰⁴, por sua vez, estabelece que os preços atuais refletem toda a informação e conhecimento público disponíveis e que, dessa forma, diligências no sentido de adquirir e analisar essa informação não gerarão resultados mais vantajosos nos investimentos.

Finalmente, a forma forte¹⁰⁵ assenta na ideia de que tanto a informação pública como a privada se refletem total e instantaneamente no preço. Aqui, nem o *insider trading* seria lucrativo, dado que os preços já se teriam ajustado à informação privada antes sequer de o *insider* poder transacionar aquelas ações.

Todavia, esta última hipótese está longe de ser incontestada, desde logo quanto aos seus fundamentos: a *behavioral finance*, através de uma ideia de *irrational exuberance*¹⁰⁶ - fenómeno base das bolhas especulativas -, constata que o funcionamento do mercado assenta em pessoas reais, suscetíveis, naturalmente, de comportamentos irracionais¹⁰⁷, questionando,

¹⁰¹ Cfr. FAMA, Eugene F., *obs. cit.*

¹⁰² *Idem.*

¹⁰³ *Vd.* PERESTRELO DE OLIVEIRA, Madalena, *Transparência no mercado de capitais: information overload, eficiência ou tutela dos investidores?*, RDS VIII, 4, 2016, pp. 787-809.

¹⁰⁴ *Idem.*

¹⁰⁵ *Idem.*

¹⁰⁶ Cfr. SHILLER, Robert, *Irrational exuberance*, 3.^a ed. New Jersey, 2015, pp. 1.

¹⁰⁷ *Vd.* PERESTRELO DE OLIVEIRA, Madalena, *ob. cit.*

por isso, a ideia de que as flutuações de preço apenas resultam da assimilação de nova informação.

TUCKETT e TAFFLER¹⁰⁸ afirmam que, num contexto de incerteza e ambiguidade, é o pendor emocional que determina a forma como a informação é apreendida. Introduzem a ideia de que os sujeitos no mercado necessitam de investir num *phantastic object*, como era encarada a *internet* e empresas associadas, entre 1995 e 2000, em plena *dot.com bubble* (bolha especulativa da *internet*) - onde se verificou um alinhamento do investimento entre vários intervenientes (investimento em cascata)¹⁰⁹.

Concluem que, apesar da existência de sistemas *full disclosure*, a formação dos preços estaria corrompida ao ponto de já não depender da informação fornecida ao mercado, mas de fatores psicológicos.

Contudo, os períodos de bolha são excecionais, um erro ocasional do mercado, e, portanto, em nada obstam à validade da *Efficient Capital Markets Hypothesis*.

Posto isto, a maioria da doutrina económica¹¹⁰ defende, com base em fortes evidências, que os mercados de capitais assumem, em termos de eficiência, uma forma semiforte - e, assim, a análise da informação pública, *inclusive* dos *fundamentals* da empresa, de nada valeria - uma vez que toda a informação pública está já refletida no preço e, portanto, a única forma de superar o mercado seria através do uso de informação confidencial - o *insider trading*.

¹⁰⁸ Cfr. TAFFLER, Richard & TUCKETT, David, *Phantastic objects and the financial market's sense of reality: psychoanalytic contribution to the understanding of stock market instability*, Int. J. Psychoanal, 2008, pp. 389-412.

¹⁰⁹ *Vd.*, novamente, PERESTRELO DE OLIVEIRA, Madalena, *ob. cit.*

¹¹⁰ Cfr. JENSEN, Michael, *Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency*, 6 J. Fin. Econ. 95, 1978, pp. 97.

Ademais, a *Modern Theory of Portfolio*¹¹¹ estabelece que os riscos associados a um investimento em particular podem, na realidade, ser eliminados, desde que integrem uma cadeia diversificada de investimentos (*portfolio*).

Ora, a regulação dos valores mobiliários revela-se contruída em torno da ideia de que ao tornar obrigatória a divulgação de informação específica das sociedades, os investidores poderão tomar conhecimento e analisar essa informação e, em seguida, escolher os seus investimentos com base na sua análise.

Mas, admitindo que os mercados são, de alguma forma, eficientes, e tendo em conta a *Modern Theory of Portfolio*, a conduta a adotar pelos investidores seria antes a de eliminar o risco específico do investimento¹¹², investindo, simultaneamente, *p.e.*, em *Exchange Traded Funds* (ETFs) (fundos de ações diversificados), cuja volatilidade é substancialmente baixa.

Não obstante e de outro ponto de vista, ALOOSH, CHOI e OUZAN, num estudo que se debruça sobre a *performance* de dois índices de *meme stocks* (construídos para o efeito)¹¹³, introduzem a ideia de que as *meme stocks* podem, na verdade e sob o ponto de vista da *random walk*¹¹⁴, contribuir, efetivamente, para a eficiência do mercado.

Embora possamos ser, intuitivamente, levados a julgar que estes investidores oriundos das redes sociais - qualificados como *traders* pouco sofisticados - degradam a eficiência do mercado, os resultados não apontam nesse sentido. Pelo contrário: parece que o facto de um grande número de pequenos investidores ter um acesso livre e sem precedentes a informação financeira complexa, aliado à sua capacidade de agregação, podem ter efeitos positivos no aprimoramento da eficiência da informação.

¹¹¹ *Vd.* MARKOWITZ, Harry, *Portfolio Selection*, The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1. (Mar., 1952), pp. 77-91., disponível em <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1082%28195203%297%3A1%3C77%3APS%3E2.0.CO%3B2-1>.

¹¹² *Vd.*, nova e aprofundadamente, MACEY, Jonathan R., *ob. cit.*.

¹¹³ Cfr. ALOOSH, Arash, *et al.*, *On the Efficiency of Meme Stocks* (Preprint not peer reviewed), julho de 2021, disponível em <https://ssrn.com/abstract=3839832>.

¹¹⁴ Como anteriormente referido, associada à forma fraca de eficiência do mercado.

Por outro lado, os mercados de capitais tornam-se mais eficientes através da arbitragem^{115/116}. Os profissionais do mercado, como os analistas de títulos em bancos e *hedge funds*, competem para encontrar valores mobiliários mal cotados. Estes analistas do mercado dedicam as suas carreiras profissionais à aquisição e análise de informação e, lógica e naturalmente, a compra e venda por estes assegura que toda a informação relevante sobre valores mobiliários seja rapidamente transformada em preço.

Mas parece que a SEC rema em sentido contrário. Debrucemo-nos, a este propósito, sobre a *Regulation Fair Disclosure*¹¹⁷ (doravante, *Regulation FD*), em vigor desde outubro de 2000.

Regulation Fair Disclosure

Em traços gerais, a *Regulation FD* obriga a que, quando uma sociedade cotada em bolsa revele informação confidencial (e, invariavelmente, não pública) materialmente relevante relativa aos seus valores mobiliários a um grupo limitado de indivíduos, torne essa informação pública.

De outro modo: proíbe a divulgação seletiva (*selective disclosure*), *i.e.*, a comunicação de informação materialmente relevante apenas a um número restrito de analistas de mercado. E, claro, sempre a pretexto da proteção do investidor.

Teoricamente, estaríamos (quase) perante um conto de fadas - tipo comunismo, que tem tanto de bom como de impossível (ou, no limite, de bastante improvável). Mas os efeitos práticos que dali decorrem mostram que a realidade diverge.

¹¹⁵ *Vd.* MACEY, Jonathan R., *ob. cit.*.

¹¹⁶ Arbitragem, também apelada de “especulação sem risco”, pode traduzir-se, em termos económico-financeiros, na compra determinado ativo num determinado mercado, combinada com a sua venda simultânea num outro mercado a um preço superior (retirando proveito do lapso de tempo, entre a compra e a venda, em que o preço do ativo não se atualizou), gerando assim lucro para quem a realiza.

¹¹⁷ Cf. U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading*, disponível em <https://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>.

A verdade é que a *Regulation FD* erode a eficiência do mercado ao reduzir não só a quantidade, mas também a qualidade da informação que as sociedades revelam sobre elas próprias.

Como indicou a *Securities Industry Association*¹¹⁸, numa carta em oposição à *Regulation FD*, a divulgação seletiva de informação catalisa a reflexão daquela informação no mercado (ou seja, nos preços).

Com a *Regulation FD* já em vigor, esta Associação conduziu um estudo, onde entrevistou analistas profissionais de mercados, verificando que i) 47% dos entrevistados sentiram uma retração na comunicação por partes das empresas e ii) 72% observaram uma diminuição significativa da qualidade da informação tornada pública.

E os efeitos prejudiciais desta legislação sentiram-se particularmente na eficiência do preço dos valores mobiliários das empresas mais pequenas, atendendo a que é emitido um menor número de ações e a liquidez do mercado para esse tipo de ações é menor.

GOSHEN e PARCHOMOVSKY detetaram um particular interesse das empresas pequenas em adotar o *selective disclosure*, como forma de chamar (ou manter) a atenção dos analistas de mercado¹¹⁹. E, normalmente, quanto maior aquela atenção (*analyst coverage*), maior a procura pelos investidores e, logo, maior o preço das suas ações¹²⁰. Desta forma, o *selective disclosure* seria o mecanismo utilizado pelas empresas pequenas para recompensarem os respetivos analistas.

¹¹⁸ Cfr. SECURITY INDUSTRY ASSOCIATION, *Comment letter to the SEC*, 2000, disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1506/7H81-8J8X-C6RT-UVJP>.

¹¹⁹ *Vd.* GOSHEN, Zohar & PARCHOMOVSKY, Gideon, *On Insider Trading, Markets, and 'Negative' Property Rights in Information*, 87 Va. L. Rev. 1229, 2001, pp. 1268-1269.

¹²⁰ Existe até quem recomende a compra de ações de empresas que não tenham um *analyst cover* significativo, visto que podem estar subvalorizadas.

Mais tarde, GOMES, GORTON e MADUREIRA¹²¹, concluem do mesmo modo: a adoção da *Regulation FD* realocou significativamente as fontes de informação, resultando num decréscimo da prosperidade das pequenas empresas e num aumento do custo de capital.

Ainda que existindo uma necessidade de regulação pela SEC da obrigatoriedade da divulgação de informação, essa necessidade diminui à medida que os mercados se vão tornando mais eficientes¹²², *i.e.*, qualquer informação divulgada por força da lei seria, em sentido inverso, previamente fornecida pelo próprio mercado.

vi. E em Portugal?

Em teoria, em Portugal, a proibição de manipulação de mercado, ínsita no artigo 379.º, n.º 1, do Código dos Valores Mobiliários (CVM), tem como fundamento a necessidade, reconhecida nos considerandos da Diretiva 6/2003/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de janeiro, de garantir a integridade dos mercados financeiros e promover a confiança dos investidores.

Nesta senda, PAULO CÂMARA, sobre o caso da GameStop, constatou que *se estes comportamentos fossem sujeitos ao direito português, a concertação entre os investidores de retalho poderia, com probabilidade, ser considerada manipulatória*¹²³.

No entanto, em Portugal, existem apenas quatro empresas com registo de operações de *short selling*: B.C.P - Banco Comercial Português, CTT - Correios de Portugal, S.A., NOS, SGPS, S.A. e a REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, S.A.; sendo as respetivas partes do capital social envolvidas irrelevantes, variando entre 0,6% e 2%¹²⁴.

¹²¹ *Vd.*, com algum detalhe, GOMES, Armando, *et al.*, *SEC Regulation Fair Disclosure, Information, and The Cost of Capital*, 13 J. Corp. Fin. 300, 2007, pp. 300.

¹²² Cfr. MACEY, Jonathan R., *ob. cit.*

¹²³ CÂMARA, Paulo, *Reddit, day trading e o dia seguinte*, Jornal Expresso, fevereiro, 2021, disponível em <https://expresso.pt/opinioao/2021-02-05-Reddit-day-trading-e-o-dia-seguinte>.

¹²⁴ Valores confirmados por Carlos Rodrigues, presidente da Mayfield – Clube de Pequenos Acionistas, em declarações prestadas à agência Lusa, 2021, disponível em <https://www.jn.pt/economia/porque-e-que-o-caso-GameStop-nao-ocorreria-em-portugal-13309556.html>.

Acresce, por um lado, que a importância relativa dos pequenos investidores portugueses é bem menor do que em outros mercados e, por outro, que a regulação dos mercados na União Europeia¹²⁵ é genericamente mais forte do que nos EUA.

Não obstante, estas diferenças não justificam uma eventual inércia dos reguladores, quer nacional quer europeu, face a este tipo de fenómenos.

A Autoridade Europeia de Mercados de Valores Mobiliários (*European Securities and Markets Authority*, doravante ESMA) lembrou, num Comunicado¹²⁶ contemporâneo ao caso da GameStop, que uma maior participação dos pequenos investidores nos mercados financeiros é “bem-vinda” e desejável para o desenvolvimento dos Mercados de Capitais da União Europeia.

De facto, dias antes, a ESMA tinha já publicado um Documento Consultivo¹²⁷ relativo à proteção do investidor nos casos de *non-advised services* - preocupando-se, essencialmente, em favorecer o fluxo de informação entre o investidor e o intermediário e em aprimorar a obrigação de informação reforçada^{128/129}.

Pouco mais havendo a referir sobre o fenómeno das *meme stocks* em Portugal, certo é que a fraca dimensão do fenómeno - e, portanto, a fraca dimensão do impacto dos respetivos efeitos (positivos ou negativos) - poderia justificar uma abordagem, pelos reguladores, menos paternalista, tendo como *ultimate goal* a eficiência do mercado - o que, cremos, conduziria a uma maior e efetiva proteção do investidor -, e já não a “proteção do investidor” - que, como vimos, pode precisamente inviabilizar uma maior eficiência do mercado.

¹²⁵ Atente-se, *p.e.*, na proibição (ou admissão muito limitada) generalizada do *naked short-selling*.

¹²⁶ ESMA, *Episodes of very high volatility in trading of certain stocks*, Comunicado, 17 de fevereiro de 2021, ESMA70-155-11809, p. 1.

¹²⁷ ESMA, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II appropriateness and execution-only requirements*, Documento Consultivo, 29 de janeiro de 2021, ESMA35-36-2159.

¹²⁸ Cfr. ARRIGONI, Matteo, *Think Twice, It's all Right. Lessons from the GameStop Saga*, EBI Working Paper Series, no. 98, 2021, pp. 12-17, disponível em <https://ssrn.com/abstract=3877240>.

¹²⁹ Note-se, em sentido contrário ao elencado na presente dissertação.

No limite, e não descurando a controvérsia que os contornos desta solução poderiam acarretar, valeria a pena, inclusivamente, ponderar-se uma liberalização do *short-selling*, em função da veracidade e volume dos resultados obtidos nos estudos sobre uma eventual eficiência (fraca) das *meme stocks*.

CONCLUSÃO

O *imbróglio* da GameStop – pese embora, no auge, as suas ações representassem apenas 0,6% do valor total das ações norte-americanas¹³⁰ - originou novas reflexões, algumas conclusões e reacendeu ainda a discussão sobre problemas estruturais dos mercados.

Primeiramente, importa reter que o fenómeno das *meme stock* é legalmente admissível e está, agora, desbloqueado pelo precedente criado pela GameStop e, por isso, é certo afirmar que a interação entre as redes sociais e os mercados de capitais veio para ficar.

Ademais, taxas de juro significativamente baixas e deficientemente geridas estimulam o excesso de financiamento - esta flexibilização incorre no risco de transformar a economia global, produtiva, inovadora e focada no lucro, num antro de especulação e de engenharia financeira, se adotarmos uma perspetiva menos otimista. Quando o custo de capital é baixo, poucos são os que consideram com seriedade o risco e, nesse sentido, a revolução da GameStop foi uma *wake-up call*.

Por outro lado, da saga da GameStop surgiu uma guerra de classes (mais uma de tantas a que hoje assistimos): um grupo de investidores amadores fez frente aos investidores profissionais do mercado, e fê-lo por perceberem o mercado de capitais como um monopólio direcionado para os interesses destes últimos.

E parecia ter ficado provado isso mesmo: a Robinhood impediu, de forma discricionária, a compra de ações da GameStop, permitindo apenas as vendas e, dessa forma, beneficiando os seus maiores clientes - os *hedge funds*. E este não é um caso isolado.

Mais, a SEC limitou-se a perseguir os investidores de retalho - pelos seus *posts* no Reddit a aliciar o público para a compra de ações da GameStop -, saindo impunes os investidores institucionais, que adotaram exatamente a mesma conduta, mas em sentido inverso, *i.e.*,

¹³⁰ *Vd.* KRUGMAN, Paul, *Pumps and Dumps and Chumps. Please, stop falling for fake populism*, The New York Times, fevereiro, 2022, disponível em <https://www.nytimes.com/2021/02/04/opinion/GameStop-stocks.html>.

publicaram as suas visões (alegadamente técnicas) menos positivas sobre as ações da GameStop. No mínimo, seria exigível um tratamento similar.

Coincidência ou não, é sabido pela comunidade internacional que a Secretária do Tesouro norte-americano, recebeu, entre 2019 e 2020, \$810.000,00 em *speaking fees*, pagos pela -pasmese - Citadel. E tal exemplo será só mesmo a ponta do icebergue.

Fica, assim, a pairar no ar uma sensação de conluio constante entres os grandes *players* do mercado, com o aval do regulador, e os investidores institucionais, com o intuito de gerar riqueza e, simultaneamente, criando barreiras à entrada para os demais (pretensos) investidores.

PAULO CÂMARA, parecendo, assim, colocar alguma água na fervura, conclui que *importa reter que o mercado é composto por operadores com diversas expectativas e estratégias e convém não diabolizar à partida nenhum deles, ainda que fixando com nitidez o espaço e o risco de atuação de cada um. Embora com regras e supervisão efetivas, o mercado é de todos*¹³¹.

Num terceiro ponto, temos que o episódio da GameStop providencia uma valiosa oportunidade de reflexão sobre a (im)possibilidade de encontrar na regulação dos valores mobiliários a chave para tornar os mercados de capitais mais justos, ordenados e eficientes.

De facto, a justiça e a ordem não são, particularmente, características inerentes ao mercado. Neste contexto, justiça significará que os investidores recebem um valor de mercado justo pelos ativos financeiros que transacionam. E, assim, será, primordial e naturalmente, a própria eficiência do mercado a conferir a referida justiça e não, externa e artificialmente, a regulação.

¹³¹ Em entrevista ao Jornal de Negócios. Para entrevista na íntegra, *vd.* ALMEIDA, Gonçalo, *GameStop põe regulação de olho nas aplicações de trading*, Jornal de Negócios, fevereiro, 2021, disponível em <https://www.jornaldenegocios.pt/mercados/bolsa/detalhe/GameStop-poe-regulacao-de-olho-nas-aplicacoes-de-trading>.

Mas, se a eficiência dos mercados é o caminho direto para a proteção do investidor e se o regulador existe para proteger o investidor, qual será então a *ratio* da emanção de medidas regulatórias que minam a eficiência dos mercados (e, logo, que desprotegem o investidor)?

Se os mercados de capitais fossem, de facto, eficientes, não se revelaria necessária qualquer regulação, uma vez que o preço das ações protegeria os investidores, obstando, assim, a problemas de cariz fraudulento ou de insuficiente qualidade de execução.

A verdade é que, do ponto de vista da ciência política, os mercados eficientes revelam ser uma verdadeira ameaça para os reguladores, uma vez que, à medida que os mercados vão ficando cada vez mais eficientes, menos a regulação externa se demonstra necessária.

Idealmente, num mundo perfeito e em mercados eficientes, o preço de uma ação corresponderia ao valor da mesma. Mas este cenário, se não uma utopia, será refém de fantasias e da ignorância sobre a imperfeição do Homem.

A realidade é outra.

Como conclui Warren Buffet, *Price is what you pay, Value is what you get.*

BIBLIOGRAFIA

BRADLEY, Caroline, *Suspension of Disbelief (or, How Managed Should a Market Be?)*, 26 Seton Hall L. Rev., 1996, pp. 75, 597-598, 601-622.

BRITO PEREIRA, Jorge, *A Dupla Face da Regulação do Voto Plural nas Sociedades Anónimas*, (Tese de doutoramento não publicada) Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 2022, pp. 49-50.

CHRISTIE, William G., CORWIN, Shane A. & HARRIS, Jeffrey H., *Nasdaq Trading Halts: The Impact of Market Mechanisms on Prices, Trading Activity, and Execution Costs*, 57 J. Fin. 1443, 2002, pp. 1443.

CÓDIGO DOS VALORES MOBILIÁRIOS, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, na versão atualizada pelo Decreto-Lei n.º 31/2022, de 6 de maio.

DAWKINS, Richard, *The Selfish Gene*, 40th Anniversary Edition, Oxford Landmark Science, 2018, , pp. 190-193.

EASTERBROOK, Frank H. & FISCHER, Daniel R., *Optimal Damages in Securities Cases*, 52 U. Chi. L. Rev. 611, 1985, pp. 613.

ESMA, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II appropriateness and execution-only requirements*, Documento Consultivo, 29 de janeiro de 2021, ESMA35-36-2159.

ESMA, *Episodes of very high volatility in trading of certain stocks*, Comunicado, 17 de fevereiro de 2021, ESMA70-155-11809, pp. 1.

FAMA, Eugene F., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. Corp. Fin. 383, 1970, pp. 383.

FAMA, Eugene F., *Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance*, 49 J. Fin. Econ. 283, 1997, pp. 283-306.

GOMES, Armando, GORTON, Gary & MADUREIRA, Leonardo, *SEC Regulation Fair Disclosure, Information, and The Cost of Capital*, 13 J. Corp. Fin. 300, 2007, pp. 300.

GOSHEN, Zohar & PARCHOMOVSKY, Gideon, *On Insider Trading, Markets, and 'Negative' Property Rights in Information*, 87 Va. L. Rev. 1229, 2001, pp. 1268-1269.

GUTTENTAG, Michael D., *Protection from What? Investor Protection and the JOBS Act*, 13 U.C. Davis L.J., 2013, pp. 207, 212-218.

JENSEN, Michael, *Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency*, 6 J. Fin. Econ. 95, 1978, pp. 97.

KINDLEBERGER, Charles P., *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, Paperback, 5.^a edição, 2005, pp. 197-253.

LO Andrew, *Efficient Markets Hypothesis*, in *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, 2007, pp. 1678.

MACEY, Jonathan R. & HADDOCK, David D., *Regulation on Demand: A Private Interest Model, With an Application to Insider Trading Regulation*, 30 J. L. & ECON. 311, 1987, pp. 317-18.

MACEY, Jonathan R. & SWENSEN, David, *Recovering the Promise of a Fair and Orderly Stock Exchange*, 42 J. Corp. L. 778, 2017, pp. 778-780.

PERESTRELO DE OLIVEIRA, Madalena, *Transparência no mercado de capitais: information overload, eficiência ou tutela dos investidores?*, RDS VIII, 4, 2016, pp. 787-809.

SHILLER, Robert, *Irrational exuberance*, 3.^a ed. New Jersey, 2015, pp. 1.

STIGLER, George J., *Public Regulation of the Securities Markets*, 37 J. Bus. 117, 1964, pp. 125-130.

TAFFLER, Richard & TUCKETT, David, *Phantastic objects and the financial market's sense of reality: phychoanalytic contribution to the understanding of stock market instability*, Int. J. Psychoanal, 2008, pp. 389-412.

WELCH, Ivo, *The Wisdom of the Robinhood Crowd*, Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 27866, 2020, pp. 9-10, 25.

YAHYA, Moin A., *The Law & Economics of Sue and Dump: Should Plaintiffs' Attorneys Be Prohibited from Trading the Stock of Companies They Sue*, 39 Suffolk U. L. Rev., 2006, pp. 425, 434-35.

Documentos online e Websites

ALMEIDA, Gonçalo, *GameStop põe regulação de olho nas aplicações de trading*, Jornal de Negócios, fevereiro, 2021, disponível em <https://www.jornaldenegocios.pt/mercados/bolsa/detalhe/GameStop-poe-regulacao-de-olho-nas-aplicacoes-de-trading>.

ALOOSH, Arash, CHOI, Hyung-Eun & OUZAN, Samuel, *On the Efficiency of Meme Stocks* (Preprint not peer reviewed), julho de 2021, disponível em <https://ssrn.com/abstract=3839832>.

ARRIGONI, Matteo, *Think Twice, It's all Right. Lessons from the GameStop Saga*, EBI Working Paper Series, no. 98, 2021, 12-17, disponível em <https://ssrn.com/abstract=3877240>.

BAIN, Ben, *SEC Hunts For Fraud in Social-Media Posts That Drove Up GameStop*, Bloomberg, 2021, disponível em <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-02-03/sec-hunts-for-fraud-in-social-media-posts-that-drove-up-GameStop>.

BENVENISTE, Alexis, *The First-Ever Tweet Sold as an NFT for \$2.9 Million*, CNN, março, 2021, disponível em <https://www.cnn.com/2021/03/23/tech/jack-dorsey-nft-tweet-sold/index.html>.

BENVENISTE, Alexis, *The Meaning and History of Memes*, The New York Times, 2022, disponível em <https://www.nytimes.com/2022/02/14/learning/lesson-plans/lesson-of-the-day-the-meaning-and-history-of-memes.html>.

BIEBER, Christy, *Why Did Robinhood Shut Down GameStop Trading?*, Ascent, 2021, disponível em <https://www.fool.com/the-ascent/buying-stocks/articles/why-did-robinhood-shut-down-GameStop-trading>.

CÂMARA, Paulo, *Reddit, day trading e o dia seguinte*, Jornal Expresso, fevereiro, 2021, disponível em <https://expresso.pt/opiniao/2021-02-05-Reddit-day-trading-e-o-dia-seguinte>.

CASEY, Anthony & MACEY, Joshua, *The Hertz Maneuver (And the Limits of Bankruptcy)*, junho de 2020, U. Chi. L. Rev. Online 1, 2020, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3695972#.

CELARIER, Michelle, *Buried in Reddit, the Seeds of Melvin Capital's Crisis*, Institutional Inv'r, janeiro, 2021, disponível em <https://www.institutionalinvestor.com/article/blq8swwwtgr7nt/Buried-in-Reddit-the-Seeds-of-Melvin-Capital-s-Crisis>.

CELARIER, Michelle, *The Dark Money Secretly Bankrolling Activist Short-Sellers — and the Insiders Trying to Expose It*, Institutional Investor, 2020, disponível em

<https://www.institutionalinvestor.com/article/b1pgz6k9kjs50v/The-Dark-Money-Secretly-Bankrolling-Activist-Short-Sellers-and-the-Insiders-Trying-to-Expose-It>.

CHIU, Victoria & YAHYA, Moin A., *The meme stock paradox*, Corp. & Bus. L.J., Vol. 3:51, 2022, pp. 51-101, disponível em <https://ssrn.com/abstract=3918506>.

CITRON RESEARCH, *Citron Presents to US Regulators Definitive Evidence of GSX Techedu (NYSE: GSX) Committing Securities Fraud Through the Use of Multiple Undisclosed Related Party Transactions to Hide Expenses/Liabilities*, 2020, disponível em <https://citronresearch.com/wp-content/uploads/2020/05/Citron-presents-to-US-regulators-definitive-evidence-of-GSX-Techedu-update.pdf>.

COHAN, Peter, *Coinbase Stock Down 32% as Crypto's Value Plunges \$220 Billion*, Forbes, abril, 2021, disponível em <https://www.forbes.com/sites/petercohan/2021/04/25/coinbase-stock-down-32-as-cryptos-value-plunges-220-billion>.

DE SARO, Matthew, *Coinbase Hits Historic Low as Bitcoin Price Drops Below \$50,000*, Yahoo Fin., abril, 2021, disponível em <https://finance.yahoo.com/news/coinbase-hits-historic-low-bitcoin-183000085.html>.

DOLBEC, Pierre-Yann, *WallStreetBets is disrupting financial markets – possibly permanently*, Concordia University, Nat'l Post, 2021, disponível em <https://nationalpost.com/pmn/news-pmn/wallstreetbets-is-disrupting-financial-markets-possibly-permanently>.

DOLGOPOLOV, Stanislav, *The Role of the Duty of Best Execution in Off-Exchange Market Making: Persistent Issues and Their Emerging Iterations*, Medium, 2020, disponível em https://medium.com/@s_v_dolgoplov/the-role-of-the-duty-of-best-execution-in-off-exchange-market-making-persistent-issues-and-their-460b7e9971a9.

ENSIGN, Rachel Louise, *GameStop Investors Who Bet Big — And Lost Big*, Wall St. J., fevereiro, 2021, disponível em <https://www.wsj.com/amp/articles/GameStop-investors-who-bet-bigand-lost-big-11613385002>.

EVANS Pete, *What is Dogecoin? And Why is it Rising and Falling with Elon Musk?*, CBC, maio, 2021, disponível em <https://www.cbc.ca/news/business/dogecoin-1.6020408>.

FITZGERALD, Maggie, *Robinhood Restricts Trading in GameStop, Other Names Involved in Frenzy*, CNBC, 2021, disponível em <https://www.cnbc.com/2021/01/28/robinhood-interactive-brokers-restrict-trading-in-GameStop-s.html>.

FONDA, Daren, *There Are More Ways to Trade Stocks for Free. But There's a Catch*, Barron's, 2019, disponível em <https://www.barrons.com/articles/there-are-more-ways-to-trade-stocks-for-free-but-theres-a-catch-51569929400>.

FONROUGE, Gabrielle, *Ja Rule Urges GameStop Stock Buyers to 'Hold the Line' After Robinhood Blocks Trades*, N.Y. Post, janeiro, 2021, disponível em <https://nypost.com/2021/01/28/ja-rule-GameStop-stock-buyers-need-to-hold-the-line>.

FRANCK, Thomas, *SEC Reviewing Volatility Amid GameStop Frenzy, Vows to Protect Retail Investors*, CNBC, 2021, disponível em <https://www.cnbc.com/2021/01/29/sec-reviewing-recent-trading-volatility-amid-GameStop-frenzy-vows-to-protect-retail-investors.html>.

FRIEDMAN, Gillian & BERNARD, Tara Siegel, *Trading Platforms Are Limiting Trades of GameStop And Other Companies*, The New York Times, 2021, disponível em <https://www.nytimes.com/2021/01/27/business/GameStop-td-ameritrade-robinhood.html>.

GAMESTOP CORPORATION, <https://www.GameStop.com/>.

JONES, Charles M., REED, Adam V. & WALLER, William, *When Brokerages Restrict Retail Investors, Does the Game Stop?*, SSRN, 2021, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3804446.

KAILATH, Ryan, *'I Am Not A Cat ... I Am Not A Hedge Fund': Trader Roaring Kitty Tells Congress*, NPR, 2021, disponível em <https://www.npr.org/2021/02/18/968829355/GameStop-hearing-today-roaring-kitty-along-with-ceos-to-appear-before-congress>.

KATZ, David A. & MCINTOSH, Laura, *Corporate Governance Update: Thank You, Chairman Clayton*, N.Y.L.J., 2021, disponível em <https://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/ClientMemos/WLRK/WLRK.27333.21.pdf>.

KRUGMAN, Paul, *Pumps and Dumps and Chumps. Please, stop falling for fake populism*, The New York Times, fevereiro, 2022, disponível em <https://www.nytimes.com/2021/02/04/opinion/GameStop-stocks.html>.

LEONHARDT, Megan, *Robinhood Now Faces Roughly 90 Lawsuits After GameStop Trading Halt—Here's How Customers Might Actually Get Their Day in Court*, CNBC, 2021, disponível em <https://www.cnbc.com/2021/02/17/robinhood-faces-lawsuits-after-GameStop-trading-halt.html>.

LEVITZ, Eric, *How Redditors Beat Hedge Funds at Their Own Game(Stop)*, Intelligencer – N.Y. Mag., janeiro, 2021, disponível em <https://nymag.com/intelligencer/2021/01/reddit-GameStop-share-price-explained-wallstreetbets-melvin-capital.html>.

LEWIS, Michael, *Jonathan Lebed's Extracurricular Activities*, The New York Times Mag., 2001, disponível em <https://www.nytimes.com/2001/02/25/magazine/jonathan-lebed-s-extracurricular-activities.html>.

LI, Yun, *Melvin Capital, Hedge Fund Targeted by Reddit Board, Closes Out of GameStop Short Position*, CNBC, janeiro, 2021, disponível em

<https://www.cnbc.com/2021/01/27/hedge-fund-targeted-by-reddit-board-melvin-capital-closed-out-of-GameStop-short-position-tuesday.html>.

LI, Yun, *Shares of Rocket Companies Drop 30% After a 70% Irrational Pop in the Heavily Shorted Name*, CNBC, março, 2021, disponível em <https://www.cnbc.com/2021/03/03/shares-of-rocket-companies-are-dropping-after-a-70percent-irrational-pop-in-the-heavily-shorter-name.html>.

LI, Yun, *GameStop stock jumps after the original meme stock cashes in again with \$1 billion share sale*, junho, 2021, disponível em <https://www.cnbc.com/2021/06/22/GameStop-jumps-9percent-after-the-original-meme-stock-cashes-in-again-with-1-billion-share-sale.html>.

MACEY, Jonathan R., *Securities Regulation and Class Warfare*, Colum. Bus. L. Rev., 2022, pp. 2-29, disponível em <https://ssrn.com/abstract=3789706>.

MARKOWITZ, Harry, *Portfolio Selection*, The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1. (Mar., 1952), pp. 77-91, disponível em <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1082%28195203%297%3A1%3C77%3APS%3E2.0.CO%3B2-1>.

MCCABE, Caitlin, *What Is Margin Investing?*, Wall St. J., 2021, disponível em <https://www.wsj.com/articles/what-is-margin-investing-11610566011>.

MCCAFFREY, Orla, *Rocket Stock is the New Meme Trade. Move Over, GameStop*, Wall St. J., março, 2021, disponível em <https://www.wsj.com/articles/rocket-is-becoming-the-new-meme-stock-move-over-GameStop-11614782903>.

MICHAELS, Dave, *GameStop Mania Is Focus of Federal Probes Into Possible Manipulation*, Wall St. J., 2021, disponível em <https://www.wsj.com/articles/GameStop-mania-is-focus-of-federal-probes-into-possible-manipulation-11613066950>.

MICHAELS, Dave, *SEC to Review Brokers' Restrictions on GameStop, AMC Trading*, Wall St. J., 2021, disponível em <https://www.wsj.com/articles/sec-to-review-brokers-restrictions-on-GameStop-amc-trading-11611932473>.

MILLER, Claire, *From Elon Musk To AOC, Everybody Has A Tweet About GameStop*, NPR, 2021, disponível em <https://www.npr.org/2021/01/29/961703023/from-elon-musk-to-aoc-every-body-has-a-tweet-about-GameStop>.

NAGARAJAN, Shalini, *Short-Seller Citron Said Its Scheduled Livestream on Why GameStop Buyers Are 'Suckers at This Poker Game' Was Halted by Attempted Twitter Hacks*, Business Insider, 2021, disponível em <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/citron-research-livestream-GameStop-position-halted-twitter-hack-attempts-2021-1-1029993391>.

NASDAQ, *GME Historical Data*, Nasdaq, Inc., maio, 2021, disponível em <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/gme/historical>.

NEWMAN, Neal & TRAUTMAN, Lawrence J., *Securities Law: Overview and Contemporary Issues*, Ohio Business. L.J., Vol. 16:1, 2022, pp. 150-218, disponível em <https://ssrn.com/abstract=4039250>.

NEWMYER, Tory, MACMILLAN, Douglas & SHABAN, Hamza, *Congress Presses Robinhood CEO on Company's Role in GameStop Frenzy*, Wash. Post, 2021, disponível em <https://www.washingtonpost.com/business/2021/02/18/GameStop-robinhood-citadel-roaring-kitty-hearing-live-updates>.

OSTROFF, Caitlin & MCCABE, Caitlin, *What is Dogecoin, How to Say it, and Why it's No Longer a Joke*, Wall St. J., junho, 2021, disponível em <https://www.wsj.com/articles/what-is-dogecoin-how-to-say-it-and-why-its-no-longer-a-joke-thanks-elon-11612820776>.

PADALKA, Alex, *SEC Probing Social Media Posts for GameStop Price Manipulation*, Fin. Advisor Iq, 2021, disponível em https://financialadvisoriq.com/c/3051383/384013/probing_social_media_posts_GameStop_price_manipulation.

PATTERSON, Scott & STRASBURG, Jenny, *How 'Hide Not Slide' Orders Work*, Wall St. J., 2012, disponível em <https://www.wsj.com/articles/SB10000872396390444812704577605840263150860>.

POPPER, Nathaniel & BROWNING, Kellen, *The 'Roaring Kitty' Rally: How a Reddit User and His Friends Roiled the Markets*, The New York Times, 2021, <https://www.nytimes.com/2021/01/29/technology/roaring-kitty-reddit-GameStop-markets.html>.

PROINSIAS, O'Mahoney, *Stocktake: Clueless Investors are Headed for Trouble*, Irish Times, março, 2021, disponível em <https://www.irishtimes.com/business/personal-finance/stocktake-clueless-investors-are-headed-for-trouble-1.4510012>.

RAY, Siladitya, *Robinhood Faces Anger, Class-Action Suits And Political Pushback After Curbing Trade Of GameStop*, Forbes, 2021, disponível em <https://www.forbes.com/sites/siladityaray/2021/01/28/robinhood-faces-anger-class-action-suits-and-political-pushback-after-curbing-trade-of-GameStop>.

REGULATION NATIONAL MARKET SYSTEM, *Exchange Act Release No. 34, 51808, 2005*, disponível em <https://www.sec.gov/rules/proposed/34-49325.htm>.

REYNOLDS, Glen Harlan, *Donald Trump Is a Symptom of a New Kind of Class Warfare Raging at Home and Abroad*, Usa Today, janeiro, 2019, disponível em <https://www.usatoday.com/story/opinion/2019/01/15/glenn-reynolds-class-warfare-elites-explains-world-conflicts-trump-column/2569252002>.

ROBERTSON, Harry, *Short-Sellers Are Nursing Estimated Losses Of \$19 Billion in 2021 After Betting on GameStop's Stock to Plunge*, Bus. Insider, janeiro, 2021, disponível em <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/short-sellers-sitting-on-19-billion-of-losses-on-GameStop-data-shows-2021-1-1030020684>.

SECURITY INDUSTRY ASSOCIATION, *Comment letter to the SEC*, 2000, disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1506/7H81-8J8X-C6RT-UVJP>.

SHERR, Ian & GONZALEZ, Oscar, *Robinhood's Role in GameStop Spike Scrutinized by Congress*, CNET, 2021, disponível em <https://www.cnet.com/personal-finance/investing/robinhoods-role-in-GameStop-stock-spike-scrutinized-by-congress>.

TENREIRO, Daniel, *Why Robinhood Halted GameStop Trading*, Yahoo News, janeiro, 2021, disponível em <https://news.yahoo.com/why-robinhood-halted-GameStop-trading-011448173.html>.

THE ASSOCIATED PRESS, *2 Short Sellers Admit Defeat, Bail Out at Huge Loss as GameStop Share Surge Hits 1000%*, CBC, janeiro, 2021, disponível em <https://www.cbc.ca/news/business/GameStop-wednesday-1.5889652>.

U.K. FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *Observations from Market Maker Review*, 51 Mkt. Watch, Set. 2016, disponível em <https://www.fca.org.uk/publication/newsletters/marketwatch-51.pdf>.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading*, disponível em <https://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Insider Trading*, disponível em <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/insider-trading>.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Margin: Borrowing Money to Pay for Stocks*, 2009, disponível em <http://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/investorpubsmargin htm.html>.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Our Goals*, disponível em <https://www.sec.gov/our-goals>.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Press Release, *SEC Charges Robinhood Financial With Misleading Customers About Revenue Sources and Failing to Satisfy Duty of Best Execution*, 2020, disponível em <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-321>.

VERLAINE, Julia-Ambra & BANERJI, Gunjan, *Keith Gill Drove the GameStop Reddit Mania. He Talked to the Journal*, Wall St. J., janeiro, 2021, disponível em <https://www.wsj.com/articles/keith-gill-drove-the-GameStop-reddit-mania-he-talked-to-the-journal-11611931696>.

WANG, Lu, KARSH, Melissa & KISHAN, Saijel, *Hedge Fund Pressure Lingers With Short Sellers' Targets Rallying*, Bloomberg, janeiro, 2021, disponível em <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-29/hedge-fund-pressure-lingers-with-short-sellers-targets-rallying>.

WARRIOR TRADING, *A Primer on Payment for Order Flow: Brokers Selling Orders to HFTs*, 2020, disponível em <https://www.warriortrading.com/payment-for-order-flow>.

WELLS, Charlie & GEMMELL, Katherine, *Reddit Market Winners Face a Hard Choice: Sell or 'Hold the Line'?*, Bloomberg, fevereiro, 2021, disponível em <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-02-01/GameStop-gme-amc-share-price-sell-or-hold-the-line-on-reddit-stocks>.

WOLFF-MANN, Ethan, *A Guide to The 'GameStop' Hearing*, Yahoo Fin., 2021, disponível em <https://ca.finance.yahoo.com/news/guide-to-the-game-stop-hearing-140643475.html>.