



**INSTITUTO FEDERAL DE EDUCAÇÃO TECNOLÓGICA DA PARAÍBA
CAMPUS JOÃO PESSOA
DIRETORIA DE ENSINO SUPERIOR
UNIDADE ACADÊMICA DE GESTÃO E NEGÓCIOS
CURSO SUPERIOR DE BACHARELADO EM ADMINISTRAÇÃO**

AMANDA MARIA DOS SANTOS ARAÚJO

**O PAPEL DAS AGÊNCIAS REGULADORAS NA MANUTENÇÃO DA
INTEGRIDADE DO MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO E O DESAFIO DA
PREVENÇÃO DA MANIPULAÇÃO DE MERCADO**

**JOÃO PESSOA
2023**

AMANDA MARIA DOS SANTOS ARAÚJO

**O PAPEL DAS AGÊNCIAS REGULADORAS NA MANUTENÇÃO DA
INTEGRIDADE DO MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO E O DESAFIO DA
PREVENÇÃO DA MANIPULAÇÃO DE MERCADO**



**TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO
APRESENTADO DE CURSO** apresentado ao
Instituto Federal de Educação, Ciência e
Tecnologia da Paraíba (IFPB), curso Superior de
Bacharelado em Administração, como requisito
institucional para obtenção do Grau de Bacharela
em **ADMINISTRAÇÃO**

ORIENTADORA: Prof. Rebeca Cordeiro da Cunha

**JOÃO PESSOA
2023**



MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
SECRETARIA DE EDUCAÇÃO PROFISSIONAL E TECNOLÓGICA
INSTITUTO FEDERAL DE EDUCAÇÃO, CIÊNCIA E TECNOLOGIA DA PARAÍBA

FOLHA DE APROVAÇÃO

AMANDA MARIA DOS SANTOS ARAÚJO

20201460036

**O PAPEL DAS AGÊNCIAS REGULADORAS NA MANUTENÇÃO DA INTEGRIDADE DO MERCADO
FINANCEIRO BRASILEIRO E O DESAFIO DA PREVENÇÃO DA MANIPULAÇÃO DE MERCADO**

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO apresentado em 27/11/2023

no Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia da Paraíba (IFPB), Curso Superior de Bacharelado em Administração, como requisito institucional para a obtenção do Grau de Bacharel(a) em **ADMINISTRAÇÃO**.

Resultado: APROVADO

BANCA EXAMINADORA:

(assinaturas eletrônicas via SUAP)

Dra Rebeca Cordeiro da Cunha Araújo (IFPB)

Orientador(a)

Dr Odilon Saturnino Silva Neto (IFPB)

Examinador(a) interno(a)

Me Vilma Sousa Ismael da Costa (IFPB)

Examinador(a) interno(a)

Documento assinado eletronicamente por:

- **Rebeca Cordeiro da Cunha Araujo**, PROFESSOR ENS BASICO TECN TECNOLOGICO, em 30/11/2023 10:29:53.
- **Odilon Saturnino Silva Neto**, PROFESSOR ENS BASICO TECN TECNOLOGICO, em 30/11/2023 19:56:13.
- **Vilma Sousa Ismael da Costa**, PROFESSOR ENS BASICO TECN TECNOLOGICO, em 04/12/2023 08:42:25.

Este documento foi emitido pelo SUAP em 29/11/2023. Para comprovar sua autenticidade, faça a leitura do QRCode ao lado ou acesse <https://suap.ifpb.edu.br/autenticar-documento/> e forneça os dados abaixo:

Código 502266
Verificador: c68ceb3ff3
Código de Autenticação:



Av. Primeiro de Maio, 720, Jaguaribe, JOAO PESSOA / PB, CEP 58015-435
<http://ifpb.edu.br> - (83) 3612-1200

*Dedico esse trabalho ao meu falecido avô.
Descanse em paz, Seu Joca.*

AGRADECIMENTOS

Gostaria de expressar minha profunda gratidão a todas as pessoas que contribuíram para a realização deste trabalho, tornando possível a conclusão do meu curso. Este percurso foi difícil, mas a jornada foi enriquecedora e recompensadora, graças ao apoio de muitos.

Primeiramente, quero agradecer à minha família pelo constante incentivo, compreensão e amor. Agradeço por estarem do meu lado em todos os momentos, dando suporte e encorajamento, mesmo nos momentos mais difíceis.

À minha orientadora, professora Rebeca Cunha, expresso a minha mais sincera gratidão. Sua orientação foi crucial para o desenvolvimento deste trabalho, sem ela eu já teria desistido pelo menos umas três vezes (verdade).

Agradeço também aos demais professores que contribuíram para a minha formação, compartilhando conhecimentos e desafiando-me a alcançar meu máximo potencial.

Às amigas construídas ao longo dessa jornada acadêmica, agradeço por compartilharem essa trajetória comigo. Abraão, Caio, Edward, Flávia, Gaby, Juliana e Ramon.

Por fim, agradeço a todos que, de alguma forma, contribuíram com a minha graduação, direta ou indiretamente. Mais uma vez, a todos vocês, meu sincero obrigado.

“Quem possui a habilidade de ver a beleza, nunca envelhece”

Franz Kafka

RESUMO

O presente trabalho aborda a manipulação de mercado, o papel das agências reguladoras na detecção dessa prática e sua eficácia em constatar e punir fraudes que afetam o mercado de capitais brasileiro. Embora amplamente discutido na literatura acadêmica estrangeira, esse tema ainda é incipiente na pesquisa nacional. A metodologia empregada consiste em uma pesquisa bibliográfica com abordagem qualitativa e natureza descritiva. Utilizou-se a revisão integrativa da literatura como instrumento para coleta de dados, realizada em setembro de 2023, na Biblioteca Digital Brasileira de Teses e Dissertações (BDTD) do Instituto Brasileiro de Informação em Ciência e Tecnologia (IBICT), seguindo as diretrizes estabelecidas pelo fluxograma *Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses* (PRISMA). O foco de estudo foi delimitado a dissertações de mestrado e teses de doutorado publicadas nos últimos 11 anos (2013-2023). De um universo com 207 relatos gerais identificados na literatura acadêmica nacional, a síntese qualitativa compreende um panorama de 10 trabalhos de pesquisa, sendo 5 dissertações de mestrado e 5 teses de doutorado. Diante disso, foram formulados os seguintes objetivos de pesquisa: (i) Apresentar conceitos e definições referenciados na literatura sobre manipulação de mercado; (ii) Compreender o papel das agências reguladoras na detecção da manipulação de mercado, a partir da revisão de literatura acadêmica; (iii) Avaliar, na literatura, a eficácia no que concerne à proteção do mercado contra fraudes. Este estudo apresenta contribuições significativas para a literatura, com destaque para a revelação de lacunas informativas referentes aos mecanismos subjacentes às fraudes e às jurisdições associadas a essas práticas. A falta de detecção de manipulações substanciais no mercado resulta em uma carência de jurisprudência nesse contexto, particularmente no que diz respeito à manipulação de mercado. Adicionalmente, a pesquisa evidencia uma notável incerteza em relação aos métodos eficazes de detecção e punição das irregularidades ligadas às *high frequency tradings* na contemporaneidade, caracterizada pelo avanço exponencial da tecnologia.

Palavras-chave: Manipulação de Mercado. Agências Reguladoras. Revisão de Literatura.

ABSTRACT

This study addresses market manipulation, the role of regulatory agencies in detecting this practice, and their effectiveness in identifying and penalizing frauds affecting the Brazilian capital market. Although extensively discussed in foreign academic literature, this topic is still in its early stages in national research. The methodology employed involves bibliographic research with a qualitative and descriptive approach. An integrative literature review was used as a tool for data collection, conducted in September 2023 at the Brazilian Digital Library of Theses and Dissertations (BDTD) of the Brazilian Institute of Information in Science and Technology (IBICT), following the guidelines established by the Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses (PRISMA) flowchart. The study's focus was limited to master's dissertations and doctoral theses published in the last 11 years (2013-2023). From a pool of 207 general reports identified in the national academic literature, the qualitative synthesis comprises an overview of 10 research works, including 5 master's dissertations and 5 doctoral theses. In light of this, the following research objectives were formulated: (i) Present concepts and definitions referenced in the literature on market manipulation; (ii) Understand the role of regulatory agencies in detecting market manipulation, based on a review of academic literature; (iii) Evaluate, in the literature, the effectiveness of protecting the market against fraud. This study makes significant contributions to the literature, emphasizing the identification of information gaps regarding the mechanisms underlying fraud and the jurisdictions associated with these practices. The lack of detection of substantial market manipulations results in a lack of jurisprudence in this context, particularly concerning market manipulation. Additionally, the research highlights notable uncertainty regarding effective methods of detecting and punishing irregularities linked to high-frequency trading in contemporary times, characterized by the exponential advancement of technology.

Key-words: Market Manipulation. Regulatory Agencies. Literature Review.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Fluxograma PRISMA do processo de seleção da amostra.....	28
--	----

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Casos de circuit-breaker no Brasil.....	24
Quadro 2 – Descrição das pesquisas com dissertações e teses (n = 10).....	29
Quadro 3 – Informações sobre as dissertações e teses (n = 10).....	30

LISTA DE ABREVIATURA E SIGLAS

TERMO	SIGNIFICADO
CVM	Comissão De Valores Mobiliários.
HFT	High Frequency Trading
B3	Brasil, Bolsa E Balcão
BDTD	Biblioteca Digital Brasileira De Teses E Dissertações
IBICT	Instituto Brasileiro De Informação Em Ciência E Tecnologia
SUMOC	Superintendência Da Moeda E Do Crédito
SEC	Securities & Exchange Commission
BSM	Bolsa, Supervisão E Mercados
JBS	José Batista Sobrinho
PRISMA	Preferred Reporting Items For Systematic Reviews And Meta-Analyses
SOX	Sarbanes-Oxley Act
IFRS	International Financial Reporting Standards
IQIF	Índice De Qualidade Da Informação Financeira
ROA	Retorno Sobre Ativos
RF	Risco De Fraude
DA	Variável Dependente

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	11
1.1 OBJETIVOS.....	15
1.1.1 OBJETIVO GERAL.....	15
1.1.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	15
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	16
2.1 DEFINIÇÃO E FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS.....	16
2.2 AGÊNCIAS REGULADORAS E SUA ATUAÇÃO.....	18
2.2.1 MÉTODOS DE MANIPULAÇÃO DE MERCADO.....	20
2.2.2 INSIDER TRADING.....	21
2.2.3 SPOOFING.....	21
2.2.4 LAYERING.....	23
2.3 EFICÁCIA DA REGULAMENTAÇÃO.....	23
3 METODOLOGIA.....	26
3.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA.....	26
3.2 PERÍODO E AMBIENTE DA PESQUISA.....	26
3.3 UNIVERSO, AMOSTRAGEM E AMOSTRA.....	26
3.4 INSTRUMENTO DE COLETA DE DADOS.....	27
4 RESULTADOS E DISCUSSÃO.....	28
4.1 MANIPULAÇÃO DE MERCADO.....	32
4.2 O PAPEL DAS AGÊNCIAS REGULADORAS.....	35
4.3 EFICÁCIA CONTRA FRAUDES NO MERCADO DE CAPITAIS.....	36
REFERÊNCIAS.....	43

1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais é um dos pilares fundamentais do sistema financeiro brasileiro, e sua importância é inquestionável. Desde sua regulamentação na década de 1960 pelo Banco Central e, posteriormente, com a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 1976, (Lara, 2022) ele desempenha um papel essencial na eficiente alocação de recursos financeiros na economia. Além disso, proporciona aos investidores a oportunidade de desempenhar um papel ativo no crescimento econômico das empresas, contribuindo para a criação de riqueza e para o estabelecimento de um ambiente de negócios próspero.

Entretanto, a integridade e o funcionamento justo do mercado de capitais são elementos críticos para manter a confiança dos investidores e assegurar o correto funcionamento do sistema. Qualquer forma de manipulação de mercado, seja através da disseminação de informações falsas ou enganosas, da manipulação dos preços de ações ou da execução de transações fraudulentas, tem o potencial de distorcer a alocação de recursos e minar a confiança dos investidores. Como consequência, a detecção e a punição da manipulação de mercado se tornam aspectos vitais para preservar a integridade e a credibilidade do mercado de capitais.

Com o avanço da tecnologia, nos dias atuais, as operações no mercado de capitais estão cada vez mais sendo executadas por meio de computadores, em contraste com o antigo cenário de gritos e agitação nos salões de negociação. O uso crescente da tecnologia nos mercados de capitais deu origem às chamadas operações de alta frequência (*high frequency trading*). Essas operações *HFT* possibilitam uma série de práticas que se afastam da ética e da conduta adequada, como o conhecido "*spoofing*", que se caracteriza pela inserção de ordens de compra e venda artificiais, canceladas em questão de milésimos de segundos, com o intuito de manipular o preço das negociações (Klein, 2022).

No entanto, para que uma informação possa ser considerada privilegiada, ela precisa ser específica, precisa e, por último, ser idônea para influenciar o preço de forma sensível caso fosse tornada pública (Fernandes, 2020). Nesse sentido, a regulamentação desempenha um papel fundamental na criação e manutenção de um ambiente em que todas as partes envolvidas possam competir em igualdade de condições, minimizando assim o potencial para a manipulação do mercado.

Os objetivos da CVM compreendem um conjunto fundamental de metas e responsabilidades. Primeiramente, a CVM busca proteger os investidores, assegurando que os mercados operem de forma justa, eficiente e transparente. Além disso, há o propósito de reduzir o risco sistêmico, um elemento crucial para manter a estabilidade financeira. Para isso, é de extrema importância que a CVM continue a promover instituições confiáveis e competitivas, evitando a concentração do poder econômico e prevenindo a criação de situações que possam gerar conflitos de interesse.

À medida que observamos a transformação significativa no mercado de capitais nos últimos anos, um exemplo notável é o crescimento da B3, a bolsa de valores brasileira, que aumentou seu número de investidores de 700 mil para 4,2 milhões entre os anos de 2018 e 2021 (Lara, 2022). Concomitantemente, o saldo médio de investimento diminuiu de 19 mil para 3 mil reais, um movimento que tem contribuído para democratizar o acesso ao mercado de capitais. Esse fenômeno representa uma mudança substancial na dinâmica do mercado, tornando-o mais inclusivo e acessível a um público mais amplo.

Entretanto, por vezes, as escolhas regulatórias embasadas na eficiência do mercado podem se revelar ineficazes, uma vez que diferentes investidores têm acesso a informações diferenciadas. Isso cria um ambiente em que a assimetria de informações pode prejudicar a igualdade e a equidade do mercado de capitais. A regulação de mercado, portanto, não tem como seu principal propósito proteger os investidores de tomar decisões que possam resultar em desvantagens financeiras; em vez disso, seu foco principal é tornar os riscos mais transparentes e visíveis para que os investidores possam tomar decisões de investimento com informações verídicas, independente do êxito ou fracasso da transação, contribuindo, assim, para um mercado mais equitativo e confiável.

Essa abordagem regulatória busca criar um ambiente onde as informações sejam disponibilizadas de maneira justa e imparcial, permitindo aos investidores uma base sólida para tomar decisões financeiras. No entanto, é fundamental compreender que a regulamentação do mercado não elimina todos os riscos associados aos investimentos, mas sim busca minimizar a manipulação, o abuso de informações privilegiadas e outras práticas fraudulentas que possam distorcer a integridade do mercado. Ao tornar os riscos mais visíveis, a regulamentação promove a confiança dos investidores, contribui para a estabilidade do mercado e, em última instância, promove a eficiência e a transparência do sistema financeiro como um todo.

Com o intuito de instigar o interesse e fomentar uma análise aprofundada acerca da manipulação de mercado e do papel das agências reguladoras, surge a necessidade de explorar o panorama de estudos já existentes na literatura, notadamente aqueles que abordam estudos no âmbito do mercado de capitais. Nesse contexto, este trabalho tem como objetivo explorar a seguinte indagação: Como as instituições reguladoras influenciam a promoção da transparência nas atividades financeiras?. Para isso, adotou-se uma abordagem metodológica baseada na pesquisa bibliográfica, caracterizada por sua natureza qualitativa e descritiva. Como principal instrumento de coleta de dados, a revisão integrativa da literatura foi empregada e conduzida ao longo do mês de setembro de 2023. A principal fonte de pesquisa foi a Biblioteca Digital Brasileira de Teses e Dissertações (BDTD), que é afiliada ao Instituto Brasileiro de Informação em Ciência e Tecnologia (IBICT). O escopo da pesquisa concentrou-se em dissertações de mestrado e teses de doutorado que foram publicadas nos últimos dez anos.

A pesquisa emerge como uma questão de extrema relevância em nosso cenário financeiro e econômico atual. Esta justificativa abordará as razões fundamentais que embasam a importância dessa investigação e sua contribuição para a compreensão e fortalecimento do sistema financeiro.

Em primeiro lugar, é imperativo destacar que a manipulação de mercado de capitais assume um papel central na manutenção da integridade e confiança no sistema financeiro. O estudo deste fenômeno torna-se um pilar fundamental para preservar a alocação eficiente de recursos financeiros na economia. A manipulação, quando não identificada e coibida, pode distorcer a distribuição de recursos, prejudicando assim o crescimento econômico e minando a capacidade de criação de riqueza.

Além disso, as implicações econômicas da manipulação de mercado são profundas e duradouras. A distorção dos preços dos ativos, que frequentemente ocorre em situações de manipulação, afeta diretamente uma ampla gama de investidores, desde pequenos investidores individuais até grandes fundos de pensão e instituições financeiras. Essa distorção pode levar a decisões de investimento errôneas, perdas financeiras substanciais e desequilíbrios sistêmicos no mercado.

Do ponto de vista social, a manipulação de mercado pode minar a confiança das pessoas no sistema financeiro como um todo. Isso gera uma perda de fé na justiça e equidade

dos mercados, o que, por sua vez, prejudica a participação e a inclusão de diversos estratos da sociedade no sistema financeiro.

Em termos financeiros, a manipulação de mercado pode causar prejuízos significativos tanto para investidores individuais quanto para instituições financeiras. Além disso, ela tem o potencial de desencadear crises sistêmicas que afetam a estabilidade econômica de uma nação ou região. Portanto, a manipulação de mercado é uma preocupação direta para as finanças pessoais de todos e para a estabilidade econômica global.

A pesquisa espera contribuir para a compreensão mais abrangente do papel fundamental das agências reguladoras no mercado de capitais na economia brasileira. Ao explorar a complexa interligação entre o mercado de capitais, a integridade e a confiança no sistema financeiro nacional. O estudo almeja fornecer uma visão aprofundada sobre o papel crucial que o mercado desempenha na alocação de recursos para empresas e projetos, bem como no fomento do desenvolvimento econômico do país.

Além disso, a pesquisa visa enfatizar a relevância da integridade e da confiança no funcionamento eficaz do mercado de capitais. Ao investigar o impacto das práticas regulatórias, transparência e ética na confiança dos investidores e na integridade das operações financeiras, este estudo pretende oferecer valiosas perspectivas para reguladores, tomadores de decisão e participantes do mercado. Através da análise das conclusões desta pesquisa, espera-se a oportunidade de desenvolver estratégias mais eficazes para fortalecer a confiança dos investidores e assegurar a contínua integridade do mercado de capitais brasileiro, contribuindo, assim, para um sistema financeiro mais sólido e saudável.

O presente texto está estruturado em quatro seções distintas. Na primeira seção, é realizada uma breve introdução que enfatiza a importância de compreender o papel das agências reguladoras e sua relevância no contexto do mercado de capitais. A segunda seção dedica-se à contextualização do tema, fornecendo um panorama geral. A terceira parte abrange a revisão de literatura e a análise dos dados relevantes. Finalmente, na quarta seção, são apresentadas as conclusões do trabalho, juntamente com uma discussão sobre suas limitações.

1.1 OBJETIVOS

1.1.1 OBJETIVO GERAL

Este estudo tem como objetivo analisar o papel das entidades reguladoras do sistema financeiro nacional no que diz respeito à prevenção da manipulação de mercado e à eficácia das suas regulamentações no combate às fraudes financeiras. Para atingir esse propósito, realizaremos uma revisão das pesquisas acadêmicas no Brasil, com foco especial nas investigações relacionadas a casos de manipulação de mercado e na avaliação da eficácia das medidas regulatórias na prevenção de fraudes no setor financeiro.

1.1.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Apresentar conceitos e definições referenciados na literatura sobre manipulação de mercado;

Compreender o papel das agências reguladoras na detecção da manipulação de mercado, a partir da revisão de literatura acadêmica;

Avaliar na literatura a eficácia no que concerne à proteção do mercado contra fraudes.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 DEFINIÇÃO E FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS

O mercado de capitais representa um componente fundamental do sistema financeiro global e desempenham um papel central na interação entre empresas e investidores que procuram financiamento através da emissão e negociação de diversos ativos financeiros. A relevância deste mercado é inquestionável, pois ele não apenas viabiliza o acesso a capital para as empresas, mas também oferece oportunidades de investimento tanto para indivíduos como para instituições financeiras. A integridade e a estabilidade do mercado de capitais é de extrema importância, uma vez que sua integridade tem um impacto direto na confiança dos investidores e na saúde econômica de um país.

Para compreender de maneira mais profunda o papel desempenhado pelo mercado de capitais no âmbito do sistema financeiro global, é injuntivo que lancemos um olhar retrospectivo sobre a origem e desenvolvimento do sistema bancário. Surpreendentemente, a atividade bancária já apresentava sinais de existência na Mesopotâmia há aproximadamente 3400 anos antes de Cristo, sendo, notavelmente, conduzida em templos por sacerdotes, mesmo em um período anterior à criação da moeda, conforme a compreendemos nos dias de hoje.

O progresso e a formalização do sistema bancário, contudo, ganharam uma maior importância a partir do século XVII, quando se registrou o surgimento de instituições bancárias nos Países Baixos, Suécia, Inglaterra, França e em diversas outras nações (Toledo Filho, 2006). Nos Estados Unidos, a estrutura mais organizada do sistema bancário apenas se consolidou em 1913. Esse panorama histórico evidencia como a evolução do sistema bancário se entrelaça de maneira intrínseca com o desenvolvimento do mercado de capitais e, por conseguinte, com o funcionamento do sistema financeiro global.

No contexto brasileiro, a história da atividade bancária teve seu marco inicial em 1808 com a fundação do Banco do Brasil. Esse evento assinalou o primeiro passo na consolidação do sistema financeiro do país. Vale destacar que, nesse estágio inicial, os primeiros bancos optaram por estabelecer-se predominantemente na região Nordeste do Brasil, essa escolha se justifica pela notável relevância econômica que essa região detinha naquela época, o que a tornava um ponto de partida natural para o desenvolvimento do sistema bancário nacional.

No entanto, à medida que o tempo avançava e a economia se expandia, o número de instituições bancárias no Brasil cresceu substancialmente. Esse aumento significativo tornou cada vez mais evidente a necessidade de uma entidade reguladora capaz de supervisionar e manter a estabilidade do sistema financeiro como um todo, e em resposta a essa demanda, em 1945, foi criada a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), desempenhando um papel fundamental na regulação e supervisão das atividades bancárias e financeiras no país, assegurando, assim, a solidez e a confiabilidade do sistema. (Toledo Filho, 2006)

As instituições bancárias desempenham um papel essencial na economia, atuando como intermediárias entre aqueles que buscam investir e aqueles que necessitam de financiamento, recebendo uma compensação por essa função. Além disso, os bancos prestam serviços fundamentais para a comunidade, desempenhando um papel crítico na manutenção da estabilidade financeira e no fomento do desenvolvimento econômico.

Nas últimas décadas, o setor bancário passou por uma grande reforma com as mudanças trazidas pelo advento da tecnologia, adotando a informatização como estratégia para otimizar a eficiência operacional e aprimorar a experiência do cliente. A iniciativa central por trás dessa transformação visa reduzir a necessidade de interações presenciais nas agências bancárias, proporcionando um acesso mais eficaz e conveniente aos serviços bancários. (Toledo Filho, 2006)

Este avanço tecnológico representou uma revolução no âmbito do mercado financeiro, introduzindo novos métodos de manipulação. Indivíduos mal-intencionados têm se beneficiado do aumento da velocidade nas transações no mercado de capitais, sobretudo por meio das operações de alta frequência. O termo em inglês *High Frequency Trading*, significa "Negociação em Alta Frequência", e significa a estratégia de investimento caracterizada pela rápida execução de uma grande quantidade de operações em um curto espaço de tempo. (Barbosa, 2019)

Nesse contexto, surgiram diversas técnicas com o propósito de contornar o sistema e obter vantagens indevidas. Destacam-se duas delas, conhecidas como *spoofing* e *layering*, que são particularmente significativas. Essas práticas envolvem o envio e o cancelamento rápido de ofertas com o intuito de induzir outros investidores ao erro, visando lucro de forma indevida.

No *spoofing* e *layering*, o operador simula demanda ou oferta para um ativo específico, atraindo investidores para executar a oferta de sua intenção. A realização de transações simuladas cria uma falsa percepção de oferta e demanda, influenciando de maneira artificial o processo de formação de preços. Essas táticas, portanto, têm o potencial de distorcer a dinâmica do mercado, prejudicando a integridade e a transparência das negociações (Barbosa, 2019).

2.2 AGÊNCIAS REGULADORAS E SUA ATUAÇÃO

A integridade do mercado financeiro representa um elemento fundamental no contexto do funcionamento eficiente e saudável da economia de qualquer país. Essa integridade se consolida a partir da confiança dos investidores, um componente chave para o sucesso dos mercados financeiros, visto que exerce uma influência direta sobre o comportamento dos participantes do mercado. Assim sendo, a preservação de um mercado imune à manipulação emerge como uma necessidade premente, destinada a sustentar essa confiança e, consequentemente, assegurar a estabilidade econômica.

Nesse contexto, o mercado de capitais desempenha um papel de extrema importância, atuando como um indicador-chave que concede aos administradores a capacidade de avaliar a eficácia de suas decisões. Uma decisão empresarial acertada tende a resultar em uma valorização das ações da empresa, refletindo um aumento de confiança dos investidores e uma percepção positiva do mercado. Por outro lado, uma decisão empresarial que se revela inadequada pode ocasionar uma queda no valor das ações da empresa, refletindo uma perda de confiança dos investidores e uma percepção negativa do mercado. Portanto, o mercado de capitais funciona como um espelho que reflete a qualidade das decisões corporativas e, por conseguinte, influencia diretamente o desempenho financeiro da empresa.

A confiança dos investidores é sustentada pela crença de que o mercado opera de forma justa, transparente e equitativa. Quando os investidores acreditam que o mercado está sujeito a práticas fraudulentas, como manipulação de preços, insider trading e outras atividades ilegais, eles podem retirar seus investimentos, causando instabilidade no mercado e prejudicando a economia como um todo. Portanto, as agências reguladoras desempenham um papel crucial na fiscalização e no estabelecimento de regras que garantam a integridade do

mercado. Essas regras visam preservar a confiança dos investidores, alicerçando, assim, o bom funcionamento do mercado financeiro.

Dessa forma, torna-se imperativo a presença de instituições reguladoras que assegurem a confiança dos investidores no mercado de capitais, identificando fraudes e responsabilizando os infratores.

No Brasil, a CVM assume essa função, representando os interesses públicos ao proteger os investidores. A CVM foi estabelecida pela Lei nº 6.385, datada de 7 de dezembro de 1976, e opera como uma autarquia especial subordinada ao Ministério da Fazenda, atuando sob a orientação do Conselho Monetário Nacional. Seu modelo foi inspirado na *Securities & Exchange Commission* (SEC) dos Estados Unidos, instituída em 1934 após o colapso da Bolsa de Nova York. O objetivo da SEC era evitar práticas irregulares no mercado financeiro, estabelecendo, assim, um paralelo com a missão da CVM no cenário brasileiro (Toledo Filho, 2006).

A CVM tem como principais objetivos proteger o mercado de valores mobiliários e proporcionar segurança aos investidores. Ao mesmo tempo, busca incentivar a capitalização das empresas por meio do lançamento de ações. Para alcançar essas metas, a CVM realiza diversas ações:

- Estimula a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários, considerando que a cultura brasileira não tem o hábito de investir em ações, embora nos últimos anos tenha havido uma reversão desse quadro, o que é crucial para o desenvolvimento do país.
- Promove a expansão e o funcionamento eficiente do mercado de ações, encorajando investimentos de médio e longo prazo nas ações do capital social das companhias abertas, desencorajando investimentos de curto prazo.
- Protege os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais por parte de administradores e acionistas controladores de companhias, bem como de administradores de carteira de valores mobiliários.
- Evita e combate fraudes e manipulações destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado.

- Assegura o acesso do público a informações sobre valores mobiliários e às empresas que os tenham emitido.
- Garante a observância de práticas comerciais justas no mercado de valores mobiliários.

Além disso, a CVM tem diversas atribuições fundamentais para cumprir seus objetivos, incluindo o registro e fiscalização de companhias abertas, o registro da emissão de valores mobiliários, o credenciamento de auditores, administradores de carteiras, analistas e consultores de valores mobiliários. bem como a autorização para a constituição de bolsas de valores, sociedades corretoras e distribuidoras.

A CVM também tem o poder de suspender ou cancelar registros, credenciamentos e autorizações quando necessário, além de suspender a emissão, distribuição e negociação de valores mobiliários ou decretar recesso nas bolsas em circunstâncias excepcionais, embora nunca tenha fechado bolsas no Brasil por decisão da CVM. Todas essas medidas visam garantir a integridade e o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários no país.

Uma vez confirmada a ocorrência de fraude a CVM possui uma série de medidas sancionatórias à disposição, incluindo a aplicação de advertências, multas, suspensão e inabilitação de administradores de empresas abertas. Além disso, a CVM pode cassar autorizações ou registros mencionados anteriormente. Vale pontuar que a cassação impede o infrator de operar no mercado até que seja reconsiderada.

2.2.1 MÉTODOS DE MANIPULAÇÃO DE MERCADO

Há diversas formas de infratores burlarem a camada de proteção dos ambientes de negociação da bolsa de valores, desde as mais simples, como *insider trading*, já que essa acontece diretamente, ou as mais sofisticadas como as operações de alta frequência, que exigem mais sofisticação. Nesse tópico, será listado algumas formas de manipulação.

2.2.2 *INSIDER TRADING*

O insider trading é caracterizado pela negociação de ações com base em informações não públicas e privilegiadas, realizadas por indivíduos que, devido à sua posição ou função dentro de uma empresa, têm acesso a informações confidenciais. Essas vantagens são obtidas por meio da negociação de valores mobiliários no mercado de capitais, seja em nome próprio ou em benefício de terceiros. Essas informações podem incluir resultados financeiros não divulgados, planos estratégicos confidenciais ou eventos corporativos iminentes, e é considerado crime pela legislação brasileira descrita claramente na lei nº 6.385/76 em seu art. 27-D da seguinte forma:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime (Brasil, 1976)

Nesse contexto, a CVM desempenha um papel fundamental na garantia do cumprimento da lei nº 6.385/76, enquanto a B3 assume a responsabilidade de regular as atividades das corretoras e as operações envolvendo a bolsa de valores. Esta abordagem estabelece uma vigilância dupla, na qual a bolsa de valores monitora as atividades das corretoras e as transações por elas conduzidas, ao mesmo tempo que a CVM supervisiona o desempenho e competência da bolsa. Essa interação entre essas entidades contribui significativamente para a integridade e confiança no mercado financeiro (Pessoa, 2021). Vale ressaltar que também são utilizados programas de computadores para a identificação de transações não usuais no mercado, mostrando assim, a relação de mão tripla entre a tecnologia e o mercado de capitais, onde por um lado facilita as transações financeiras, por outro lado corrobora o aumento de manipulação de mercado e por um terceiro lado ainda ajuda na verificação e inspeções de fraudes.

2.2.3 *SPOOFING*

O *spoofing* constitui uma estratégia de manipulação de mercado na qual um operador fabrica uma fantasia de demanda ou oferta ilusória, com o intuito de influenciar o valor de um

ativo. Essa artimanha comumente se concretiza por meio da inserção de ordens de compra ou venda que são posteriormente canceladas antes de serem executadas. O propósito subjacente é iludir outros investidores, levando-os a tomar decisões de negociação fundamentadas em informações distorcidas acerca da liquidez do mercado.

No cenário brasileiro, a BSM, que detém a responsabilidade pela autorregulação do mercado de bolsa na B3, classifica a estratégia de "*spoofing*" da seguinte maneira:

Spoofing é uma prática abusiva que instaura liquidez artificial ao criar ofertas com dimensões discrepantes em relação ao padrão do livro de ofertas, com o desígnio de persuadir investidores a sobrepujar a oferta artificial, gerando transações no lado oposto do livro. Após a conclusão das transações, a liquidez artificial representada pelas ofertas não convencionais é cancelada.

Portanto, o *spoofing* engloba um conjunto de artifícios fraudulentos empregados no mercado financeiro com o propósito de influenciar indevidamente as dinâmicas de preços e enganar os participantes, prejudicando a integridade e a transparência das negociações. No Brasil, não há uma regulamentação ou norma legal sobre a prática, e de acordo com Klein (2022) não existe nenhum caso de *spoofing* encerrado no Brasil, apenas processos administrativos, dessa forma ainda há incerteza nas decisões sancionatórias que devem ser tomadas, e dificuldades na delimitação dos parâmetros para definir o *spoofing*.

No cenário brasileiro, vale salientar que não existe uma regulamentação específica ou uma norma legal que aborde a prática do *spoofing*. Como apontado por Klein (2022) não há registros de casos de *spoofing* encerrados no Brasil, apenas a abertura de processos administrativos. Isso cria um ambiente de incerteza em relação às decisões sancionatórias a serem tomadas e apresenta desafios na delimitação dos parâmetros necessários para definir o próprio conceito de *spoofing*. Esta situação destaca a necessidade de critérios consolidados para a caracterização da prática de *spoofing* para que haja a devida regulamentação e supervisão dessas práticas no mercado financeiro brasileiro, visando aprimorar a transparência e a eficiência.

2.2.4 LAYERING

Outra prática fraudulenta no mercado de capitais é o *layering*, que envolve a criação artificial de liquidez por meio da inserção de múltiplas ofertas limitadas em um lado do livro de ofertas, na ponta contrária à pretendida, com preços mais favoráveis (Barbosa, 2019). Essa manobra tem como objetivo criar a aparência de alteração nos níveis de oferta (daí seu nome: *layer*; camadas; níveis) e demanda do ativo, influenciando artificialmente o preço e favorecendo a execução da oferta do investidor na ponta oposta àquela artificialmente criada. Após essa execução, as ofertas artificiais são prontamente canceladas.

Essa atividade de *layering* cria uma falsa impressão de maior liquidez para o ativo, levando outros investidores a negociar as ações por um preço artificialmente criado. O praticante, então, insere uma oferta no outro lado do livro, com o objetivo de fechar o negócio com o investidor atraído. Após a execução do negócio pretendido, as ofertas artificiais são canceladas.

Essas práticas de *layering* distorcem a percepção do mercado, prejudicando a integridade e a transparência das negociações no mercado de capitais. Portanto, é fundamental que as autoridades reguladoras estejam vigilantes e implementem medidas eficazes para coibir essas atividades fraudulentas e garantir um ambiente justo e transparente para todos os participantes do mercado.

2.3 EFICÁCIA DA REGULAMENTAÇÃO

Com a crescente globalização do mundo, o desenvolvimento dos mercados de capitais tem acompanhado o crescimento das economias mais avançadas. Isso resultou em um aumento drástico e exponencial no volume de transações, impulsionado, em grande parte, pelo papel fundamental desempenhado pela tecnologia na otimização dos processos. No entanto, o uso crescente da tecnologia também deu origem a novos tipos de manipulação de mercado, devido à velocidade vertiginosa das transações.

Diante desse cenário, a regulamentação desempenha um papel crucial ao estabelecer normas e condutas para os participantes do mercado, promovendo assim a transparência e a

divulgação de informações essenciais. Isso se torna ainda mais relevante no contexto brasileiro, onde a maioria dos investidores está dando seus primeiros passos no mercado de capitais e, portanto, não está familiarizada com seu funcionamento intrincado e a volatilidade inerente.

Nesse sentido, surgem mecanismos de proteção para resguardar os investidores contra os riscos associados ao mercado. Um exemplo notável é o *circuit-breaker*, que se tornou amplamente conhecido durante a pandemia de COVID-19, quando foi acionado em seis ocasiões distintas. Este mecanismo desempenha um papel fundamental ao interromper temporariamente as negociações quando ocorrem movimentos bruscos e extremos no mercado, contribuindo para a estabilidade e prevenindo eventos prejudiciais aos investidores. De acordo com a B3:

O *circuit-breaker* é um procedimento operacional da B3 que interrompe a negociação de ativos em bolsa. Ele é acionado somente em momentos atípicos de mercado, como durante uma forte queda de preços, baseada na oscilação do Ibovespa, o principal índice de ações do mercado brasileiro. Durante o acionamento do *circuit-breaker*, não é possível realizar compras ou vendas de ativos na B3.

Ao longo de sua existência, a Bolsa de Valores brasileira acionou o *circuit-breaker* em 23 ocasiões devido a comportamentos atípicos do mercado, sendo eles:

Quadro 1 – Casos de *circuit-breaker* no Brasil

ANO	EVENTO	Data de Acionamento
1997	Crise Asiática	27.10 07.11 12.11
1998	Crise Russa	21.08 04.09 (duas vezes) 10.09 17.09
1999	Câmbio Flutuante	13.01 14.01
2008	Crise Subprime	29.09 06.10 (duas vezes) 10.10 15.10 22.10
2017	Joesley Day	18.05

2020	COVID-19	09.03 11.03 12.09 (duas vezes) 16.03 18.03
------	----------	--

Quadro 1 - Ocorrências de “*circuit-breaker*” no Brasil (Fogaça, 2020)

Vale ressaltar que a volatilidade é uma característica inerente ao funcionamento normal do mercado financeiro. No entanto, quando essa volatilidade é desencadeada por ações antecipadas com base em informações privilegiadas, antes que essas informações se tornem públicas, isso aponta para uma falha nessa teoria. Conforme destacado por Romano (2020):

outro elemento que se soma a essa equação é o efeito manada (ou “*herding*” ou “*herd behavior*”), pelo qual é descrita a tendência de os agentes de mercado agirem de uma forma mais ou menos similar e coordenada, não por prévio ajuste ou escolha racional (“*espurious herding*”) buscando descobrir uma solução ótima, mas para evitar um risco de imagem e de reputação por assumirem uma posição diferente da consensual. Este efeito é, em geral, associado a períodos de volatilidade exagerada, seja para cima (bolhas) ou para baixo (crises).”

Como por exemplo o caso 'Joesley Day' que ocorreu em 2017. Onde em meio às reviravoltas da Operação Lava-Jato, durante a delação premiada, um áudio gravado pelo próprio dono da JBS, Joesley Batista, captura o Presidente Michel Temer supostamente dando aval à compra do silêncio do ex-deputado Eduardo Cunha, que estava atrás das grades devido às investigações da Lava-Jato. Essa revelação teve um efeito imediato e desesperador nos mercados financeiros.

Em menos de uma hora, o Ibovespa sofreu uma queda vertiginosa de mais de 12%, desencadeando a ativação do *circuit-breaker*. Simultaneamente, o valor do dólar disparou, aumentando em mais de 10% (Bassotto, 2019). A fraude ocorreu quando Joesley Batista se utilizou de informações privilegiadas para manipular o mercado financeiro em seu favor. Esse episódio ilustra como a utilização de informações privilegiadas pode influenciar de maneira drástica e imprevisível o mercado financeiro. Além disso, demonstra como as agências reguladoras do mercado empregam mecanismos para prevenir possíveis fraudes, garantindo que comportamentos atípicos sejam minuciosamente analisados e, somente após essa análise, sejam oficialmente declarados como fraudes.

3 METODOLOGIA

3.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA

O método adotado nesta pesquisa consiste em uma abordagem qualitativa de natureza bibliográfica, conforme defendido por Gil (2002). A pesquisa bibliográfica se fundamenta na análise de materiais já existentes, como livros e artigos científicos.

3.2 PERÍODO E AMBIENTE DA PESQUISA

Realizada em setembro de 2023, tendo como foco de pesquisa a base de dados eletrônica da Biblioteca Digital Brasileira de Teses e Dissertações (BDTD) do Instituto Brasileiro de Informação em Ciência e Tecnologia (IBICT). O escopo da pesquisa abrangeu de maneira delimitada a produção acadêmica, concentrando-se nas dissertações de mestrado e teses de doutorado publicadas no período dos últimos 11 anos (2013-2023)

3.3 UNIVERSO, AMOSTRAGEM E AMOSTRA

A pesquisa em questão foi conduzida com foco em trabalhos redigidos em língua portuguesa, empregando a combinação do termo-chave: "Manipulação de mercado". Para garantir a precisão e relevância da seleção de trabalhos, adotaram-se critérios de inclusão que englobam estudos realizados no Brasil, de diversas naturezas, e publicados durante o período de 2013 a 2023. Esses estudos deveriam ser dissertações de mestrado e teses de doutorado, disponíveis integralmente com acesso aberto na (BDTD, e abordar a temática da manipulação de mercado de alguma forma, seja por meio do título, resumo ou conteúdo do trabalho.)

Em contrapartida, houve a aplicação de critérios de exclusão, com o intuito de aprimorar a seleção dos trabalhos analisados. Foram excluídas as dissertações e teses publicadas antes de 2013 e após 2023, trabalhos duplicados e aqueles que não mantinham qualquer relação com a temática da manipulação de mercado ou o mercado de capitais.

Dentre um universo inicial de 207 trabalhos identificados no banco de dados, a síntese qualitativa resultante compreende um conjunto significativo de 10 trabalhos de pesquisa, dos quais 05 são dissertações de mestrado e 05 são teses de doutorado. Essa seleção rigorosa

assegurou que apenas os estudos mais pertinentes e contemporâneos fossem incluídos na análise, fornecendo assim uma base sólida para a investigação em questão.

3.4 INSTRUMENTO DE COLETA DE DADOS

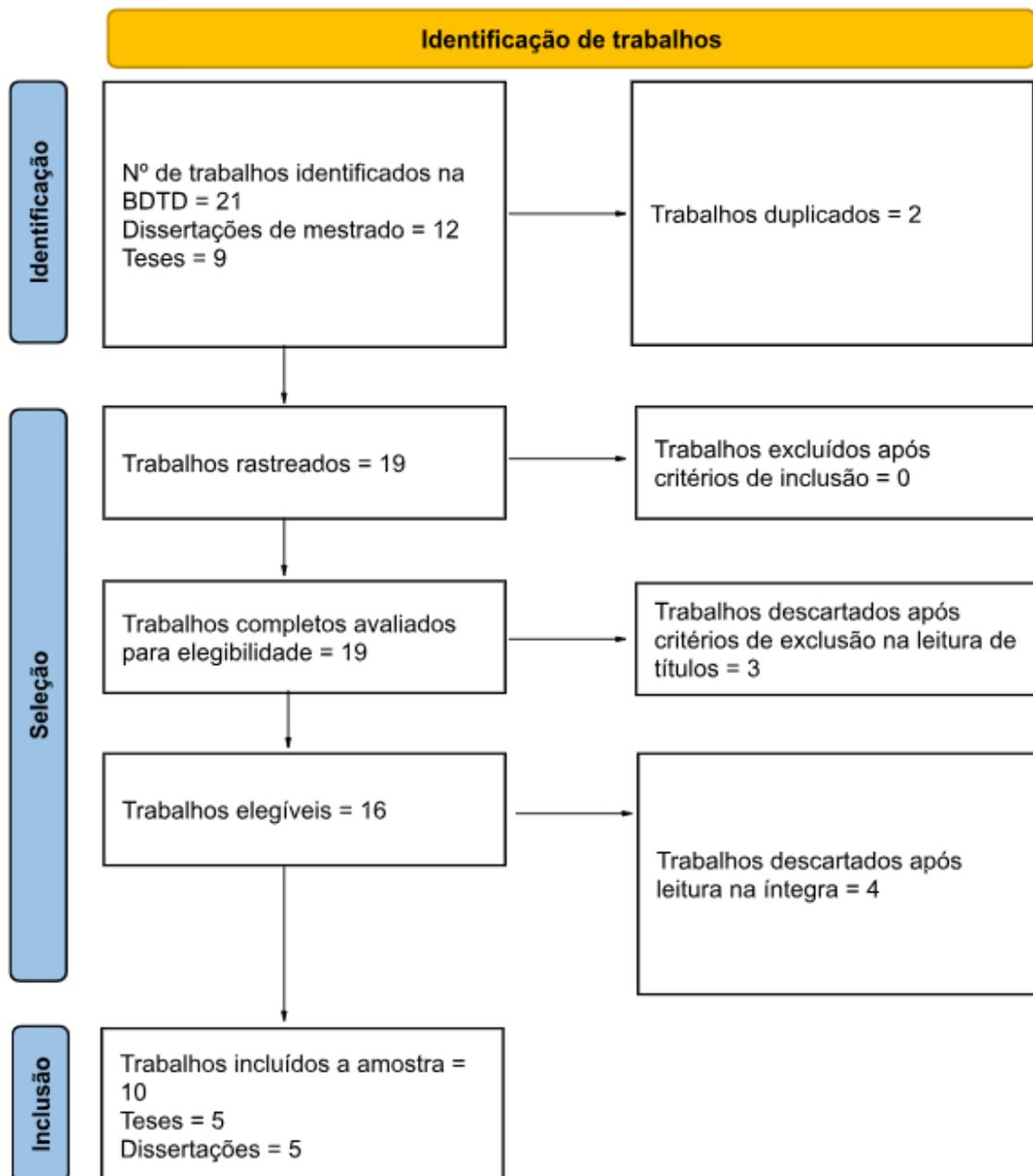
Neste estudo de revisão bibliográfica, foi utilizada a metodologia da revisão integrativa da literatura para a coleta de dados. Esse processo envolveu a identificação, seleção, avaliação de elegibilidade e inclusão de estudos na amostra, seguindo as diretrizes estabelecidas pelo fluxograma Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses (PRISMA).

Referente a fase de elegibilidade, os estudos acadêmicos, limitados às dissertações de mestrado e teses de doutorado, que preenchiam os requisitos estabelecidos passaram por um processo de triagem em três etapas distintas: a análise dos títulos, a avaliação dos resumos em língua portuguesa e, por fim, a leitura integral. A análise dos títulos e resumos representou o primeiro critério de exclusão utilizado para refinar as pesquisas, antes de prosseguir com a leitura completa e a subsequente inclusão das dissertações e teses na amostra

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Com o propósito de resgatar as contribuições da pesquisa brasileira para a elaboração das descrições sintéticas incorporadas à seleção desta revisão de literatura, a análise da literatura foi conduzida em quatro etapas: a identificação, a seleção, a avaliação de elegibilidade e a integração, seguindo o esquema apresentado no fluxograma PRISMA, conforme representado na Figura 1:

Figura 1 - Fluxograma PRISMA do processo de seleção da amostra



Fonte: Dados de pesquisa na BDTD, 2023.

Nesta abrangente revisão de literatura, conduzida por meio do método PRISMA e utilizando a base de dados da BDTD, em conjunto com critérios rigorosamente estabelecidos, delineou-se um panorama composto por 207 trabalhos acadêmicos relacionados à temática da 'Manipulação de Mercado'. Destes, foram minuciosamente identificados e selecionados 10 trabalhos que atendem aos parâmetros definidos. Estas significativas contribuições acadêmicas, veiculadas no período de 2013 a 2023, englobam 5 teses e 5 dissertações, enriquecendo o entendimento sobre o tema em foco.

Quadro 2 – Descrição das pesquisas com dissertações e teses (n = 10)

	ANO	AUTOR	TÍTULO	ÁREA	IES
1	2013	Cupertino	Gerenciamento De Resultados Por Decisões Operacionais No Mercado Brasileiro De Capitais	Administração	Universidade Federal de Santa Catarina.
2	2014	Silva	Análise Das Cotações E Transações Intra Diárias Da Petrobrás Utilizando Dados Irregularmente Espaçados	Economia Financeira	Escola De Economia De São Paulo
3	2016	Oliveira	Manipulação De Resultados: Estudo De Caso De Um Banco Brasileiro	Mercado Financeiro, De Crédito E De Capitais	Universidade De São Paulo
4	2016	Marques	Qualidade Das Informações Contábeis E O Ambiente Regulatório: Evidências Empíricas No Período De 1999 A 2013	Ciências Econômicas	Universidade Federal De Minas Gerais
5	2017	Costa	Real Earning Management No Brasil Em Duas Condições De Avaliação	Ciências Contábeis	Universidade Federal De Uberlândia
6	2017	Dufloth	A Proteção Jurídica Do Investidor Em Fundo De Investimentos	Direito	Faculdade De Direito Da Universidade De São Paulo
7	2017	Medrado	Indicadores Econômico-Financeiros Como Red Flags De Riscos De Fraudes Ou Manipulação Contábil	Ciências Contábeis	Universidade De Brasília
8	2018	Santana	Sentimento Do Investidor: Uma Análise Da Sua Influência Sobre A Prática Do Gerenciamento De Resultados	Ciências Contábeis	Universidade Federal Da Bahia

9	2019	Saldanha	Identificação De Manipulação No Mercado Financeiro De Ações E Derivativos Por <i>Spoofing</i> E <i>Layering</i>	Engenharia Elétrica E Computação	Universidade Presbiteriana Mackenzie.
10	2020	Broiatti	Influência Da Persuasão Nas Decisões Dos Investidores: Experimentos Relacionados Ao Desempenho Das Empresas Em Ambientes De Incerteza	Contabilidade	Universidade Federal De Santa Catarina

Fonte: Elaborado pela autora com dados coletados na BDTD, 2023.

Quadro 3 – Informações sobre as dissertações e teses (n = 10)

	Objetivo	Metodologia	Cenário	Resultados
1	Identificar se o gerenciamento de resultados por atividades reais, relacionado à manipulação de vendas, das despesas discricionárias e dos custos de produção, tem impacto no resultado reportado nos demonstrativos financeiros	Seleção de uma amostra de empresas da BOVESPA para análises financeiras e contábeis no período de 1989 a 2012	todas as empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA)	A relação entre o gerenciamento de resultados por decisões operacionais e retornos futuros é mista, dependendo da medida de desempenho utilizada
2	Discutir a manipulação dos dados de alta frequência da BM & FBovespa, analisar a presença dos padrões de comportamento da literatura e avaliar a eficácia do filtro proposto por Brownlees e Gallo (2006), buscando critérios para classificar métodos de filtragem em diferentes cenários	Filtro proposto por Brownlees e Gallo	Ações da Petrobras durante os meses julho e agosto de 2010 e outubro de 2008	O uso de dados de alta frequência no mercado de ações brasileiro está em estágio inicial devido à falta de informações. O estudo detalha o banco de dados da BM & FBovespa, discute desafios na manipulação de dados e a escolha entre preço de fechamento e preços negociados
3	Entender as estratégias contábeis empregadas por um banco brasileiro que sofreu intervenção do Banco Central do Brasil e foi liquidado sob acusações de fraude	Pesquisa qualitativa, de cunho explanatório, e desenvolvida através de um estudo de caso	Banco Cruzeiro do Sul após sua liquidação	A Administração do Cruzeiro do Sul conduziu práticas fraudulentas, incluindo a indução ao erro e a falsificação de empréstimos. Essas ações são semelhantes a casos de fraude anteriores, envolvendo estruturas externas, marcação a mercado e falta de transparência

4	<p>Analisar o efeito do ambiente de regulação contábil sobre as principais proxies de qualidade das informações financeiras</p>	<p>Análise de regressão com dados em painel (e cross section), análise fatorial para a construção, validação do IQIF, e Análise de Cluster</p>	<p>334 empresas que negociaram ações na BM&FBOVESPA no período de 1998 a 2013</p>	<p>As mudanças normativas, tamanho da empresa, nível de endividamento, entre outras são fatores que afetam as proxies de qualidade da informação financeira. A qualidade da informação financeira é um constructo e consiste na maior capacidade das informações financeiras explicarem o valor futuro da companhia</p>
5	<p>Analisar as empresas brasileiras do mercado de capitais por meio de suas informações contábeis em duas condições (anual e trimestral) no período 2008 a 2015 listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA) e compreender se utilizaram gerenciamento de resultados operacionais</p>	<p>Após a coleta de dados na base de dados do Economática aplicou-se o método winsor a todas variáveis utilizadas para compor as equações de regressão do estudo</p>	<p>324 empresas do mercado de capitais brasileiro listadas na BM&FBovespa no intervalo dos anos 2008 a 2015</p>	<p>As empresas suspeitas de fazerem uso de real earning management de acordo com a margem de lucro, tiveram por evidências estatísticas no período anual e trimestral as suspeitas confirmadas e assim houve manipulação nos resultados com a intenção de evitar divulgar perdas</p>
6	<p>Fornecer uma análise descritiva dos fundos de investimento no Brasil, sob o prisma da necessária proteção jurídica do investidor</p>	<p>Análise crítica, os principais debates existentes relativamente a fundos, de acordo com a pesquisa acadêmica realizada e a experiência prática do autor</p>	<p>Atribuições da CVM no que concerne à proteção jurídica dos fundos de investimento</p>	<p>A atuação da CVM em relação à proteção jurídica do investidor em fundos de investimento tem sido positiva. Transcorridos 40 anos desde a edição da Lei 6.375/76, podemos seguramente dizer que houve um “salto de qualidade” nos últimos anos, em termos de regulamentação da CVM</p>
7	<p>Testar a adequação de indicadores econômico-financeiros como mecanismos de alerta, denominados de red flags, na detecção de eventos incomuns que caracterizem riscos de fraude ou manipulação contábil, em um processo de auditoria contínua</p>	<p>Estudo quantitativo utilizando técnicas estatísticas, e a análise de regressão para os estudos da dependência de uma variável em relação às variáveis explanatórias</p>	<p>490 empresas registradas na CVM, no período de 2008 a 2015</p>	<p>Os resultados confirmam a associação positiva estatisticamente relevante entre o risco de fraudes e as perdas operacionais e o aumento do endividamento das empresas. foram obtidos elementos que auxiliam na compreensão de indicadores econômico-financeiros de empresas que apresentam riscos de fraude ou que manipulam suas demonstrações contábeis</p>

8	Analisar como o sentimento dos investidores influencia o gerenciamento de resultados. A pesquisa investiga a relação entre accruals discricionários e o sentimento do investidor, sugerindo que um mercado otimista permite que gestores usem accruals para inflar resultados, prejudicando a informação contábil.	Foi utilizada a metodologia de Baker e Wurgler (2006, 2007) como método de obtenção de um componente comum de seis proxies de sentimento do investidor.	Empresas brasileiras não-financeiras listadas na Bovespa (2010-2016)	O gerenciamento de resultados por accruals discricionários está diretamente associado ao sentimento do investidor. o gerenciamento de resultados por decisões operacionais estão indiretamente associadas ao sentimento do investidor.
9	Identificar manipulação no mercado de ações, a partir da identificação de padrões suspeitos, tendo para isso, como referência a norma americana de regulação do mercado financeiro.	Analisar os dados de negociação reais brutos, através da implementação de técnicas de Machine Learning não supervisionados para identificar padrões	Dados de negociação intra diários do Market data de ativos negociados nos mercados da BM&FBOVESPA	O método de identificação de manipulação de mercado não é absoluto para identificar todo e qualquer processo de manipulação de mercado, de forma que novas formas de manipulação podem não ser identificadas pelo método.
10	Analisar a influência da persuasão nas decisões dos investidores relacionadas ao desempenho das empresas em ambientes de incerteza no mercado de capitais	Foi utilizado raciocínio lógico como método para fazer deduções e obter conclusões a respeito de determinada premissa	Informações obtidas através de um questionário com participantes.	Em ambientes de incerteza, o argumento persuasivo de autoridade influencia os investidores a optarem por aquele investimento em que este elemento persuasivo esteja presente, mesmo em situações nas quais o desempenho da empresa tenha sido pior que o do período anterior.

Fonte: Elaborado pela autora com dados coletados na BDTD, 2023.

4.1 MANIPULAÇÃO DE MERCADO

No que diz respeito à manipulação de mercado, Dufloth (2017) destaca as práticas de "captura" pelas agências reguladoras como um problema relevante que pode impactar a indústria de fundos de investimento. Ele inicia seu argumento contextualizando o surgimento das teorias de regulação econômica nos Estados Unidos após a crise de 1929, ressaltando o *New Deal* e a conseqüente criação de agências reguladoras.

Contrariando o propósito inicial de promover o bem-estar geral, o autor sustenta que, frequentemente, as agências reguladoras acabam servindo aos interesses de setores específicos

da indústria. Nesse contexto, George Stigler, mencionado no texto, enfatiza que a regulação, devido à sua capacidade coercitiva do Estado, tende a favorecer a indústria regulada.

Sua ideia, em síntese, de que a máquina e o poder do Estado são uma potencial fonte de recursos ou de ameaças a toda a atividade econômica da sociedade, com seu poder de proibir ou compelir, de tomar ou dar dinheiro, ajudando ou prejudicando, seletivamente, um vasto número de indústrias. A missão de uma teoria de regulação econômica é, pois, explicar quem receberá os benefícios ou ônus da regulação, que forma a regulação tomará e quais seus efeitos sobre a alocação de recursos. A tese central de Stigler é que, em regra, a regulação é adquirida pela indústria, além de concebida e operada fundamentalmente em seu benefício. A justificativa fornecida é que o Estado detém o poder da coerção, bem como de adquirir dinheiro dos cidadãos pelo único meio permitido em sociedades civilizadas (a tributação), podendo ordenar o movimento de recursos e as decisões econômicas de lares e empresas sem o seu consentimento. Tal poder pode assim servir em benefício de um setor da indústria, aumentando sua rentabilidade.

O debate entre a teoria do interesse público e a teoria da captura é então explorado com as contribuições de Richard Posner e Sam Peltzman, ambos respaldando a visão de que a regulação frequentemente atende a grupos de interesse em detrimento do bem-estar geral. Em conclusão, Dufloth (2017) destaca a necessidade de evitar a "captura" em casos específicos, especialmente na indústria de fundos de investimento, ressaltando a importância de a CVM editar normativos com foco no interesse geral da sociedade.

Para Santana (2018), é evidente que, dentre as várias formas de gerenciamento de resultados por decisões operacionais, o destaque recai sobre o nível anormal do fluxo de caixa operacional, sendo esta a estratégia mais comum tanto para aumentar quanto para diminuir os resultados. Em termos mais simples, a manipulação de vendas é a técnica mais amplamente adotada pelos gestores quando se trata de gerenciar resultados por meio de atividades reais. Contudo, essa prática compromete o propósito essencial das demonstrações contábeis, que é fornecer informações confiáveis e relevantes para auxiliar os usuários na tomada de decisões sobre a alocação de recursos.

O ambiente de pessimismo no mercado de capitais, influenciado pelo baixo sentimento dos investidores, cria condições favoráveis para a manipulação de vendas. Isso ocorre por meio de estratégias como o aumento de descontos nos preços ou a concessão de financiamentos com taxas de juros mais vantajosas do que as praticadas no mercado financeiro.

As evidências encontradas levam à conclusão de que o sentimento dos investidores atua como um incentivo para que os gestores adotem práticas de gerenciamento de resultados.

Eles se aproveitam do otimismo ou pessimismo dos investidores para implementar diversas estratégias e engajar-se na manipulação dos resultados. Isso destaca a influência substancial do ambiente de mercado nas decisões dos gestores em relação ao gerenciamento de resultados.

Ainda neste contexto, o trabalho apresentado por Silva (2014) detalha o banco de dados fornecido pela BM&FBovespa, destacando as peculiaridades percebidas durante a manipulação do mesmo. Silva (2014) expõe as dificuldades na identificação dos tipos de ordens e na identificação das ofertas de compra e venda que geraram uma determinada negociação. Essa complexidade é considerada uma vantagem do banco de dados, uma vez que, quando a identificação direta não é possível e o pesquisador deseja determinar se a negociação foi realizada por um comprador ou um vendedor, é necessário recorrer a algoritmos de identificação.

Ao conduzir sua investigação, Silva (2014) ressalta:

No Brasil, a literatura referente à microestrutura de mercado e à verificação empírica a partir de dados de alta frequência é bastante incipiente, em muito, essa incipiência é justificada pela escassez de informação sobre o mercado acionário brasileiro. Os dados desse mercado são providos pela BM&FBovespa e têm sido disponibilizados apenas recentemente.

Nesse contexto, percebe-se que um dos desafios substanciais ao identificar manipulação de mercado no Brasil consiste na escassez de literatura e na ausência de jurisprudência nessa área. A falta de um alicerce jurídico sólido, aliada à limitada abordagem teórica, dificulta a detecção e punição efetiva de práticas manipulativas. Essa carência não apenas compromete a capacidade de observar e penalizar de maneira adequada, mas também lança dúvidas sobre a efetiva ocorrência de manipulação no mercado financeiro brasileiro.

Costa (2017) investigou se as empresas do mercado de capitais brasileiro utilizavam o gerenciamento de resultados operacionais como estratégia para evitar a divulgação de resultados negativos em seus relatórios contábeis trimestrais e anuais. Para isso, empregou três atividades operacionais - elevação do nível de produção, redução de despesas discricionárias e utilização de vendas - visando identificar anormalidades nas práticas contábeis. Os resultados indicaram que algumas empresas apresentaram evidências estatísticas de manipulação nos resultados, principalmente ao longo do período trimestral.

Contudo, a manipulação também foi identificada em dados anuais, embora em menor intensidade. Conforme afirmado por Costa (2017):

As empresas suspeitas de fazerem uso de real earning management de acordo com a margem de lucro tiveram por evidências estatísticas no período anual e trimestral, as suspeitas confirmadas, assim houve manipulação nos resultados com a intenção de esquivarem-se de divulgar perdas do período e não apresentar resultados negativos. Quando se analisa as empresas suspeitas de acordo com a variação da margem de lucro entre 0 e 1% é confirmado no período trimestral que as empresas fizeram uso de real earning management e resultado oposto foi encontrado no período anual, assim evidenciando que o período trimestral facilita detectar manipulação de atividades operacionais.

As hipóteses levantadas foram, em grande parte, confirmadas, sugerindo que empresas suspeitas, com margens de lucro positivas próximas a zero, recorrem ao gerenciamento de resultados operacionais para evitar divulgar perdas. O estudo destacou a importância de analisar dados anuais e trimestrais para compreender melhor o uso dessas práticas e sugeriu possíveis direções para pesquisas futuras, como investigar as motivações dos gestores no contexto brasileiro e comparar resultados com empresas de outros países.

4.2 O PAPEL DAS AGÊNCIAS REGULADORAS

No contexto da regulação do mercado, Dufloth (2017) destaca o insider trading como um dos ilícitos mais proeminentes na contemporaneidade, centrando-se nos aspectos informacionais relacionados à negociação de valores mobiliários. A vantagem do insider deriva da capacidade de avaliar antecipadamente a empresa ou o mercado em comparação aos demais investidores, resultando do conhecimento exclusivo de informações relevantes que podem influenciar significativamente o preço das ações.

As razões para reprimir essa prática abrangem motivos econômicos e éticos. Do ponto de vista econômico, argumenta-se que o mercado é eficiente quando o preço dos ativos reflete apenas informações publicamente disponíveis. Eticamente, destaca-se o princípio da igualdade de acesso à informação e a condenação ética de obter lucros mediante informações não acessíveis ao público.

O autor também aborda a regulamentação brasileira, especificamente a Instrução CVM 358/02, que estabelece requisitos para uma informação ser considerada privilegiada. Além disso, menciona a proteção aos investidores prejudicados por insider trading, conforme previsto na Lei 7.913/89. Um exemplo prático envolvendo o *Credit Suisse* é apresentado, destacando as dificuldades na comprovação dessas práticas e a importância de estratégias efetivas, como a implementação de "*Chinese Wall*", para prevenir e identificar tais situações.

Para Dufloth (2017):

Chinese wall é o conjunto de procedimentos e políticas internas de uma instituição administradora de fundos e carteiras de investimentos, visando estabelecer uma muralha ou barreira à comunicação entre diferentes indivíduos ou setores da mesma entidade, de modo a assegurar o cumprimento de normas vigentes que exigem a segregação da administração de ativos financeiros de terceiros de forma que os gerenciadores destes não se comuniquem com os gestores dos ativos próprios da instituição em que direta ou indiretamente trabalham.

Ainda sobre regulação, Marques (2016) conduziu um estudo cujos resultados revelam os impactos da adoção da *Sarbanes-Oxley Act* (SOX) e das *International Financial Reporting Standards* (IFRS) na qualidade da informação contábil. Os resultados destacam efeitos significativos em algumas proxies de qualidade da informação contábil, porém, observa-se uma falta de persistência desses efeitos ao longo do tempo. Como exemplo, os Accruals Discricionários, indicadores de gerenciamento de resultados, apresentaram um comportamento mais homogêneo após a adoção do IFRS, sem diferenças significativas entre os períodos pré e pós IFRS em termos médios.

No que diz respeito à Persistência dos Lucros e à *Value Relevance*, houve uma melhoria com a adoção das normas SOX e IFRS. Já as republicações mostraram efeitos distintos, com a SOX impactando negativamente e o IFRS tendo o efeito oposto. O Índice de Qualidade da Informação Financeira (IQIF) exibiu uma tendência de melhoria ao longo dos anos, porém, a SOX teve um efeito negativo e significativo sobre o IQIF, juntamente com o tipo de auditor e o nível de governança. Marques (2016) diz:

Observa-se ainda que no período pré-adoção do IFRS, as republicações das demonstrações apresentaram efeito negativo sobre o preço dos títulos, esse resultado sugere um desconto dos títulos em decorrência da correção. Por outro lado, quando a republicação foi obrigatória, os preços tenderam a valorização. Uma explicação dessa relação decorre da Teoria da Divulgação Voluntária, em que nem toda divulgação disponibilizada espontaneamente será considerada relevante, em situações adversas o usuário poderá exigir uma taxa de desconto maior por interpretar que aquele dado não agrega, dificulta a análise ou ainda levanta dúvidas quanto à transparência da empresa

Os resultados sugerem que mecanismos que restringem o comportamento oportunista dos agentes, como a SOX, têm um impacto positivo na qualidade da informação financeira, conforme medido pelo IQIF. No entanto, o efeito positivo do IFRS sobre o IQIF pode ser

atribuído à "crença" na sua capacidade de gerar melhor qualidade, embora haja evidências de melhorias médias.

4.3 EFICÁCIA CONTRA FRAUDES NO MERCADO DE CAPITAIS

No tocante a fraudes no mercado de capitais, Oliveira (2016) examina o caso do Banco Cruzeiro do Sul, no qual a administração da instituição foi identificada, segundo as investigações do Banco Central do Brasil, como tendo "induzido em erro", "forjado empréstimos" e "gerido fraudulentamente". Essa constatação foi corroborada pelo Ministério Público do Estado de São Paulo e pela Polícia Federal.

A manipulação contábil, seja por meio de fraude ou gerenciamento de resultados, frequentemente ocorre para encobrir desempenhos financeiros insatisfatórios. O trabalho destaca analogias entre o caso do Cruzeiro do Sul e outras fraudes, incluindo a utilização de estruturas societárias externas, a marcação a mercado para aprimorar indicadores do balanço e a carência de transparência em transações financeiras.

Oliveira (2016) argumenta que a ausência de transparência, a centralização de poder em poucos administradores e a busca por resultados positivos contribuíram para a manipulação contábil no Banco Cruzeiro do Sul. Além disso, são mencionadas questões como risco moral, seleção adversa e a falta de mecanismos para impedir ações dos controladores.

Oliveira (2016) diz:

Na estrutura do Banco Cruzeiro do Sul, havia um organograma formal e outro informal, colaborando ainda mais com a concentração de poderes em um grupo pequeno de administradores. A experiência prévia de alguns altos executivos provavelmente não justificava o cargo que exerciam

O autor ainda identifica no triângulo da fraude os elementos de incentivos, racionalização e oportunidades que conduzem à manipulação contábil. Ele ressalta, além disso, os "sinais de alerta" (*red flags*) que, embora pudessem ter sido notados pelo mercado, pela área contábil e pelos administradores do banco, acabaram passando despercebidos. Segundo Oliveira (2016):

É sempre muito difícil, senão impossível prever a ocorrência de fraudes, no entanto, existem alguns sinais de alerta que, na sua ocorrência, devem ser notados. Nesse estudo de caso, os seguintes red flags poderiam ter sido percebidos pelo mercado, de

forma geral: A publicação das demonstrações financeiras de 2008; O pagamento de dividendos muito acima do mercado; A remuneração dos administradores acima dos pares do banco; A troca da empresa de auditoria no primeiro trimestre de 2012.

No cenário pós-caso do Cruzeiro do Sul, Oliveira (2016) faz menção à Resolução 4.122 do Banco Central do Brasil como uma resposta regulatória significativa. Ele ressalta a importância de papéis e responsabilidades claros, transparência nos processos e punições severas aos responsáveis, visando evitar ocorrências semelhantes no futuro.

Já Cupertino (2013) examina diversas hipóteses relacionadas ao gerenciamento de resultados por decisões operacionais em empresas do mercado brasileiro de capitais. A primeira hipótese (H1), defendida por Cupertino (2013), é confirmada, indicando que as empresas utilizam decisões operacionais como estratégia para manipular os resultados financeiros. A segunda hipótese (H2), segundo a visão de Cupertino (2013), é parcialmente confirmada, sugerindo que o mercado compreende as implicações da manipulação por decisões operacionais em alguns aspectos, mas falha em avaliar outros.

Cupertino (2013) respalda a terceira hipótese (H3), que mostra que o nível de manipulação depende dos custos relativos das estratégias. Duas conjecturas adicionais à H3, de acordo com Cupertino (2013), também são confirmadas: a primeira (H3a) sugere que os gestores ajustam os resultados por accruals após as decisões operacionais, e a segunda (H3b) indica que a adoção das normas contábeis internacionais (IFRS) influencia a migração do gerenciamento por accruals para decisões operacionais.

Na visão de Cupertino (2013), a última hipótese (H4) apresenta resultados mistos, indicando uma relação negativa entre o gerenciamento por decisões operacionais e o retorno sobre ativos (ROA), mas sem evidências consistentes quando o fluxo de caixa é considerado como medida de desempenho futuro.

Cupertino (2013) ainda destaca que o estudo contribui para a compreensão do gerenciamento de resultados por decisões operacionais no Brasil, destacando sua ocorrência, a assimetria informacional relacionada, o *trade-off* entre estratégias, a influência do IFRS e a relação com o desempenho futuro. Os resultados têm implicações importantes para investidores, reguladores e outros stakeholders ao avaliar a qualidade da informação contábil e tomar decisões informadas.

Ainda no âmbito da eficácia contra fraudes no mercado de capitais, Saldanha (2019) empregou algoritmos de *Machine Learning*, integrando tanto abordagens supervisionadas quanto não supervisionadas, para realizar uma análise empírica do mercado acionário brasileiro. O enfoque principal dessa análise foi a identificação de potenciais manipulações, especialmente através de práticas como *Spoofing* ou *Layering*, no envio de ofertas nos segmentos BM&Fbovespa.

Saldanha (2019) propôs o desenvolvimento de uma solução que aprimorasse a identificação ou destacasse ofertas capazes de desencadear possíveis manipulações no mercado de ações, derivativos e futuros em tempo real ou quase real. Isso não apenas permitiria sinalizar movimentos potencialmente fraudulentos, mas também inspiraria maior confiança nos investidores e órgãos reguladores. Essa abordagem, adicionalmente, facilitaria a documentação e investigação mais ágil das ocorrências.

Observa-se também que as ferramentas atualmente disponíveis no mercado, utilizadas pelos participantes, operam de maneira reativa. Ou seja, elas identificam situações anômalas e, em seguida, os responsáveis pelo monitoramento do mercado nas instituições financeiras configuram filtros para identificar novas ocorrências semelhantes a essas situações. Saldanha (2019) enfatiza:

A abordagem de métodos de manipulação por uma ferramenta estimula os detratores a utilizar novos métodos e formas, de forma a burlar a identificação de tais operações, tornando a abordagem adotada desatualizada. Portanto, o acompanhamento humano desse processo é recomendável.

Para concluir, Saldanha (2019) conclui que os métodos de identificação de manipulação de mercado atuais não são absolutos para identificar todo e qualquer processo de manipulação de mercado, de forma que novas formas de manipulação podem não ser identificadas pelo método.

Já os resultados obtidos por Broietti (2020) indicam que os investidores não profissionais são mais influenciados por argumentos persuasivos, especialmente os apresentados por analistas financeiros em seus relatórios. A persuasão, nesse contexto, age como um gatilho na tomada de decisão, mostrando que a construção dos argumentos pode mudar ou influenciar a decisão do investidor. Broietti (2020) diz: verificar aqui

percebeu-se que a característica que apresentou mais resultados significativos no Teste Binomial foi a característica renda com as pessoas classificadas nas Classes D e E. Isso evidencia que os 'indivíduos' com menor renda podem ser influenciados

mais facilmente pelos argumentos persuasivos de autoridade, pelo melhor desempenho da empresa ou pelo ambiente caracterizado pelo risco. Já para os investidores com maior renda classificadas nas Classes A, B e C e as pessoas com idade superior a 30 anos, foram as que mais apresentaram resultados não significativos nas variáveis estudadas.

Ao analisar a influência da persuasão sobre as decisões dos investidores em ambientes de incerteza, os resultados destacaram que a persuasão, quando combinada com o ambiente de risco, é mais influente do que a ausência de argumentos persuasivos. Os investidores mostraram-se mais propensos a escolher investimentos em situações de risco, o que reflete a capacidade do investidor de visualizar, ainda que de maneira incerta, a rentabilidade nesse cenário.

Quanto ao impacto da persuasão nas decisões relacionadas ao desempenho da empresa, os resultados indicam que a persuasão é mais influente do que o próprio desempenho. O elemento persuasivo de autoridade consegue reduzir a percepção do investidor em discriminar melhor e pior desempenho, criando um atalho na decisão baseado na autoridade técnica do analista financeiro.

Do ponto de vista prático, o estudo alerta que analistas financeiros, ao utilizarem argumentos persuasivos, exercem uma influência significativa sobre as decisões dos investidores não profissionais. Recomenda-se que os investidores busquem educação financeira, enfatizando a interpretação das demonstrações contábeis e o desenvolvimento do pensamento crítico em relação às narrativas das empresas. Profissionais da área de investimentos também são orientados a considerar como as informações financeiras com argumentos persuasivos impactam as decisões dos investidores não profissionais.

Por fim, ao analisar as variáveis dependentes, Medrado (2017) encontrou resultados consistentes, especialmente quando se trata do risco de fraude (RF). Empresas que estavam respondendo a processos de intervenção pela CVM, em processo de falência ou que receberam pareceres modificados de auditoria independente, apresentaram uma rentabilidade negativa e aumento do endividamento antes das intervenções. No entanto, ao utilizar a variável dependente (DA), associada a uma boa situação econômico-financeira, observou-se que as empresas manipulavam resultados para apresentar indicadores mais favoráveis ao mercado. Segundo Medrado (2017):

Inicialmente, observa-se que para o risco de fraude (RF) – variável que capturou empresas que estavam respondendo a processos de intervenção pela CVM, em processo de falência ou que tenham recebido pareceres de suas demonstrações

contábeis com opinião modificada da auditoria independente[...] Esses resultados sugerem que as empresas brasileiras as quais não cumpriram com suas obrigações legais, normas regulatórias e/ou normas contábeis, momentos antes de terem sofrido intervenções pelo órgão regulador oficial ou pela auditoria independente, já apresentavam uma rentabilidade negativa e um crescimento do endividamento.

Medrado (2017) ainda destaca algumas limitações, como o número reduzido de observações e empresas identificadas para a construção do indicador RF, além da ausência de dados relevantes nas demonstrações contábeis, o que pode dificultar a compreensão das variáveis.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao revisar a literatura nacional contendo teses e dissertações nas áreas de Administração, Contabilidade, Direito e afins, bem como diversas outras áreas, a pesquisa bibliográfica proporcionou uma ampla gama de perspectivas sobre o tema manipulação de mercado, o papel das agências reguladoras e seus reflexos na manutenção da integridade do mercado financeiro brasileiro. O escopo deste estudo incluiu, entre outros objetivos, a síntese dos achados presentes na literatura acadêmica em relação à importância desses temas.

Em contrapartida, a conclusão deste estudo encontrou diversas limitações, notadamente a escassez de literatura especializada na área. Tais limitações foram verificadas em mais da metade dos trabalhos analisados, abrangendo desde as obras mais antigas até as mais recentes. Diante disso, considerou-se, adicionalmente, a possibilidade de ampliar as datas da janela escolhida inicialmente, para abranger um volume mais substancial de trabalhos. Contudo, ao expandir o intervalo da pesquisa, não se verificou um acréscimo significativo de trabalhos na temática em análise. Por conseguinte, a decisão recaiu sobre a adoção da janela temporal mais propícia à pesquisa, estabelecida no período de 2013 a 2023.

Ao analisar os trabalhos, o estudo logrou abordar os três âmbitos principais do trabalho: manipulação de mercado, o papel das agências reguladoras, e a eficácia de coibir e punir atividades fraudulentas, visando proteger o mercado de capitais. Os objetivos propostos foram alcançados por meio da pesquisa bibliográfica, que reuniu relatos, estudos de caso e pesquisas técnicas de campo no âmbito de manipulação de mercado.

A análise dos resultados revela evidências da literatura que descrevem fragilidades na proteção do mercado de capitais. Destaca-se, especialmente, a influência das *HFT*, cujas práticas se tornam mais frequentes e mais rebuscadas devido ao avanço da tecnologia e da internet. As práticas de manipulação evoluem em velocidades exponenciais, dificultando a identificação de todas as formas modernas de manipulação mercado. Também é relevante destacar que as práticas que não envolvem somente os participantes do mercado, mas também as próprias agências reguladoras, que, conforme previamente abordado neste estudo, estas também estão suscetíveis à corrupção interna, podendo assim favorecer benefícios particulares e prejudicar o bem-estar geral em detrimento de grupos de interesse.

Conclui-se, portanto, que, no contexto do conceito de manipulação de mercado, desde a promulgação da Lei 6.375/76, a regulação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tem

desempenhado um papel satisfatório. Ao arrematar esta pesquisa, é notável que os anos de 2016, 2018 e 2019, de forma conjunta, compreendem 50% dos estudos revisados, revelando uma concentração significativa de pesquisas nesses períodos específicos. No entanto, é crucial destacar uma lacuna temporal subsequente, evidenciada a partir do ano de 2020, em decorrência do impacto da pandemia de COVID-19. Essa interrupção nas análises pós-2019 pode ter implicado em transformações substanciais no cenário estudado, sendo relevante uma análise mais detalhada para compreender as implicações e possíveis mudanças de tendências nesse contexto específico.

Quanto à perspectiva futura da pesquisa, destaca-se a relevância de examinar o impacto do avanço tecnológico nas práticas de manipulação e regulação do mercado de capitais. Em particular, o progresso da inteligência artificial e seus potenciais riscos surgem como focos primordiais de análise. Para tanto, torna-se imperativo não apenas abordar o avanço tecnológico em si, mas também considerar de maneira abrangente suas implicações éticas, legais e sociais. As pesquisas futuras devem explorar a interseção entre o desenvolvimento tecnológico, as práticas de mercado e a eficácia dos mecanismos regulatórios. A compreensão aprofundada desses elementos é crucial para antecipar e mitigar possíveis riscos associados ao uso crescente da inteligência artificial no ambiente financeiro.

REFERÊNCIAS

- BARBOSA, Tomás Centurione Leme. **Spoofing e layering: manipulação de mercado por meio de negociação de alta frequência.** 2019.
- BASSOTTO, Lucas. cointimes.com.br. 2019.
<https://cointimes.com.br/joesley-day-um-dos-dias-mais-loucos-da-historia-da-bovespa/> (acesso em 30 de setembro de 2023).
- BRASIL. **Lei no 6.385/1976.** Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília: Casa Civil, 1976.
- BROIETTI, Cleber et al. **Influência da persuasão nas decisões dos investidores: experimentos relacionados ao desempenho das empresas em ambientes de incerteza.** 2020.
- COSTA, Tatiane Bento da et al. **Real earning management no Brasil em duas condições de avaliação.** 2017.
- CUPERTINO, César Medeiros et al. **Gerenciamento de resultados por decisões operacionais no mercado brasileiro de capitais.** 2013
- DUFLOTH, Rodrigo Vinícius. **A proteção jurídica do investidor em fundos de investimento.** 2017.
- FERNANDES, Ana Rita da Silva. **Os crimes contra o mercado de valores mobiliários: O abuso de informação privilegiada e a manipulação de mercado.** 2020.
- FOGAÇA, André. *comoinvestir.thecap.com.br*. 29 de 03 de 2020.
<https://comoinvestir.thecap.com.br/o-que-e-circuit-breaker-bovespa-b3/> (acesso em 30 de setembro de 2023).
- GIL, Antonio Carlos et al. **Como elaborar projetos de pesquisa.** São Paulo: Atlas, 2002.
- KLEIN, Vinícius; DOS SANTOS, Samanta Fontana. **O SPOOFING NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO: UMA PERSPECTIVA DE DIREITO E ECONOMIA.** Revista Opinião Jurídica, v. 20, n. 34, p. 142-163, 2022.
- LARA, João Pedro Hennings de Lara. **Regulação do Mercado de Capitais: Investigação da utilização da teoria da microestrutura na elaboração de normas.** 2022.
- MARQUES, Vagner Antonio. **Qualidade das informações contábeis e o ambiente regulatório: evidências empíricas no período de 1999 a 2013.** 2016.
- MEDRADO, Franciele Cristina. **Indicadores econômico-financeiros como red flags de riscos de fraudes ou manipulação contábil.** 2017.
- OLIVEIRA, Eric Barreto de. **Manipulação de resultados: estudo de caso de um banco brasileiro.** 2016.

PESSOA, Caio de Lima Pereira. **A regulação do insider trading pela CVM.** 2021.

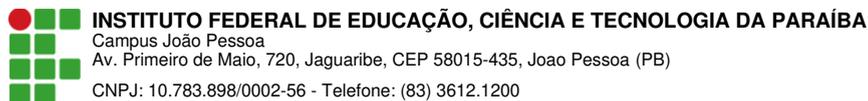
ROMANO, Mauricio Pereira Colonna. **A regulação do mercado de capitais e a volatilidade do valor das ações: uma análise do sistema de “circuit breaker”.** 2020.

SALDANHA, Mateus Alves et al. **Identificação de manipulação no mercado financeiro de ações e derivativos por spoofing e layering.** 2019.

SANTANA, Caio Vinicius Santos. **Sentimento do Investidor: Uma Análise da sua Influência sobre a Prática do Gerenciamento de Resultados.** 2018.

SILVA, Marília Gabriela Elias da. **Análise das cotações e transações intradiárias da Petrobrás utilizando dados irregularmente espaçados.** 2014.

TOLEDO FILHO, J. R. de. **Mercado de Capitais Brasileiro: uma introdução.** São Paulo: Cengage Learning. 2006.



Documento Digitalizado Restrito

TCC FINALIZADO

Assunto: TCC FINALIZADO
Assinado por: Amanda Araujo
Tipo do Documento: Anexo
Situação: Finalizado
Nível de Acesso: Restrito
Hipótese Legal: Direito Autoral (Art. 24, III, da Lei no 9.610/1998)
Tipo do Conferência: Cópia Simples

Documento assinado eletronicamente por:

- **Amanda Maria dos Santos Araújo, ALUNO (20201460036) DE BACHARELADO EM ADMINISTRAÇÃO - JOÃO PESSOA**, em 13/12/2023 12:39:03.

Este documento foi armazenado no SUAP em 13/12/2023. Para comprovar sua integridade, faça a leitura do QRCode ao lado ou acesse <https://suap.ifpb.edu.br/verificar-documento-externo/> e forneça os dados abaixo:

Código Verificador: 1021459
Código de Autenticação: 642e0fe7c7

