

INFLUENCIADORES DIGITAIS E O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Uma análise do custo-benefício da edição de regramento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários

Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório

Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA)

abril/2023



Elaboração: Equipe da Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos - ASA

Contato: asa@cvm.gov.br

O presente estudo beneficiou-se de importantes comentários e contribuições feitas pela Assessoria de Comunicação Social (ASC), pela Superintendência de Orientação e Proteção aos Investidores (SOI), pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI), pela Superintendência de Desenvolvimento do Mercado (SDM) e pela Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais (SIN), a quem agradecemos especialmente pelo auxílio nas diversas fases do trabalho. Também gostaríamos de agradecer a ANBIMA, APIMEC, B3, BSM pelas conversas concedidas. **As opiniões e conclusões apresentadas neste trabalho são de seus autores e não expressam necessariamente as da Comissão de Valores Mobiliários ou de outras áreas da Autarquia.**



ÍNDICE

SUMÁRIO EXECUTIVO	5
1. INTRODUÇÃO	7
2. PROBLEMA REGULATÓRIO	11
3. AGENTES ECONÔMICOS.....	13
4. FUNDAMENTAÇÃO LEGAL.....	14
4.1. CVM.....	14
4.1.1. Resolução CVM 16.....	14
4.1.2. Resolução CVM 19.....	15
4.1.3. Resolução CVM 20.....	15
4.1.4. Ofícios Circulares.....	16
4.1.5. Legislação revogada.....	16
4.2. Autorregulação, legal e voluntária	17
4.2.1. BSM – Supervisão de Mercados	18
4.2.2. ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais	20
4.2.3. APIMEC - Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais	22
4.3. Regulação em outras jurisdições	22
4.3.1. Securities and Exchange Commission - SEC.....	22
4.3.2. Financial Conduct Authority	24
4.3.3. Australian Securities & Investment Commission - ASIC.....	25
4.3.4. The Dutch Authority for the Financial Markets - AFM	26
4.3.5. The European Securities Markets Authority - ESMA	27
4.3.6. International Organization of Securities Commissions - IOSCO.....	28
4.4. Considerações finais	30
5. OBJETIVOS REGULATÓRIOS A SEREM ALCANÇADOS	32
6. DEFINIÇÃO DAS ALTERNATIVAS POSSÍVEIS AO ENFRENTAMENTO DO PROBLEMA REGULATÓRIO	33
6.1. Alternativas	33
6.1.1. Não ação.....	33
6.1.2. Atuação não normativa	34
6.1.3. Atuação normativa	34



7. IMPACTO DAS ALTERNATIVAS IDENTIFICADAS E CUSTOS REGULATÓRIOS.....	35
7.1. Não Ação	35
7.2. Ação não Normativa.....	35
7.3. Ação Normativa	36
7.3.1. CVM.....	36
7.3.2. Autorreguladores.....	36
7.3.3. Intermediários e Administradores de Mercado de Bolsa e Balcão	37
7.3.4. Emissores	37
7.3.5. Investidores.....	38
7.3.6. Resumo dos impactos	38
8. RECOMENDAÇÃO DE ALTERNATIVA REGULATÓRIA E CONCLUSÃO.....	39
9. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	41



SUMÁRIO EXECUTIVO

Este estudo investiga a conveniência/pertinência da edição de norma regulamentando a relação comercial entre influenciadores financeiros digitais e participantes do mercado de valores mobiliários regulados pela CVM. O tema ganhou enorme importância nos últimos anos com o aumento no número de investidores que começaram a investir de forma mais ativa em valores mobiliários e o crescimento igualmente expressivo daqueles que se apresentam como influenciadores financeiros.

Conforme será apresentado a seguir, as redes sociais se tornaram fonte relevante de informações sobre economia e investimentos para o investidor pessoa física. Entre os achados mais relevantes está o de que 73% das pessoas físicas que realizaram o primeiro investimento tomaram essa decisão com base em informações de YouTube/Influenciadores. Da mesma forma, tais canais continuam sendo uma das principais fontes para os investidores pessoa física se manterem informados sobre investimentos.

O Problema Regulatório que se apresenta é a necessidade de transparência do relacionamento entre tais influenciadores e plataformas de investimento com os participantes regulados pela CVM. Para analisar os requisitos regulatórios dessa questão, mapeamos as iniciativas dos reguladores de outras jurisdições relevantes, tais como: Estados Unidos, Reino Unido, Austrália, Holanda e Europa, além das iniciativas tomadas pela IOSCO. Observamos que todos reconhecem o desafio que esse novo mundo digital apresenta, e primam pela busca de transparência nas relações entre participantes regulados e influenciadores financeiros digitais. Esse é o caminho sugerido por nós.

Identificamos também que essa é uma preocupação crescente entre os autorreguladores, legais ou voluntários, e que inúmeras iniciativas estão sendo avaliadas e tomadas para minorar e circunscrever os impactos negativos que essa relação entre novos investidores e influenciadores financeiros podem causar. Destacamos a iniciativa da ANBIMA de mapear os principais influenciadores financeiros no mercado, classificando-os por porte, conteúdo e plataformas, bem como da BSM Supervisão de Mercados (BSM). Entendemos que a melhor forma de se lidar com o fenômeno objeto do nosso estudo é o alinhamento de iniciativas no âmbito da regulação e da autorregulação, e dentro desse espírito mantivemos interações contínuas com tais parceiros, para que as iniciativas sejam complementares e dentro da vocação de cada um.

A recomendação regulatória que se apresenta, portanto, é que a CVM estabeleça regramento que imponha aos seus regulados, sempre que contratarem um influenciador digital, a prever que tal contratado, ao divulgar o conteúdo patrocinado a respeito de valores mobiliários, tenha que informar que está sendo remunerado por tal divulgação. Trata-se de obrigação normativa de custo relativamente baixo e que, a nosso ver, traria claros benefícios para o mercado em termos de transparência para os investidores e demais partes interessadas. Atualmente, investidores consomem conteúdos que não são inteiramente isentos de conflito de interesses, e suas bases e direcionamento estão estabelecidos por relação contratual firmada junto a participantes regulados por esta Autarquia, mas que não são do conhecimento do público investidor.



Entendemos que os impactos da recomendação proposta são baixos pelos seguintes motivos: i) os custos de supervisão de influenciadores que agem à margem da regulação já estão postos, tanto para a CVM quanto para os autorreguladores e participantes regulados; ii) os custos contratuais para transparência da relação entre participantes regulados e influenciadores são marginais; iii) os custos para os influenciadores também são mínimos, dado que o *disclaimer* de transparência é apenas mais um conteúdo a ser introduzido na peça publicitária.

Já os benefícios são diversos: i) o mercado como um todo ganharia em higidez, ao mitigar potenciais conflitos de interesses no consumo de conteúdo patrocinado regulado; ii) para os participantes, a maior segurança jurídica e o correto estabelecimento das responsabilidades previne futuros riscos financeiros e de imagem; iii) para os influenciadores, a transparência de suas relações com os participantes do mercado pode ser também um sinalizador de credibilidade da sua atuação.

Por fim, entendemos que a ampliação da transparência tende a contribuir para o amadurecimento do mercado e dos investidores brasileiros, no esforço de democratizar o acesso ao mercado de capitais e melhor a experiência do público investidor.



1. INTRODUÇÃO

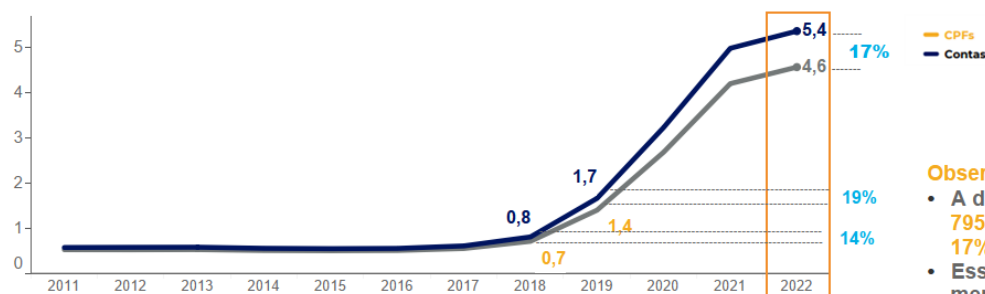
Este trabalho possui como objetivo investigar o papel e eventuais impactos dos chamados “influenciadores digitais” sobre o mercado de valores mobiliários brasileiro. A proeminência deste tema decorre de dois vetores que se combinaram nos últimos anos: (i) o aumento expressivo do número de novos investidores no mercado de bolsa, notadamente pessoas físicas; e (ii) o crescimento igualmente expressivo do número daqueles que se apresentam como influenciadores digitais no país, cuja capilaridade e relevância em termos de influência midiática também vem crescendo.

Quanto ao primeiro vetor, observamos que o número de investidores (CPFs distintos) saltou de pouco mais de 700 mil em maio de 2019 para algo em torno de 4,6 milhões em setembro de 2022¹. A despeito do número em si, extremamente elevado para o recorte temporal, esses investidores cada vez mais buscam assessoramento e informações, criando assim uma demanda passível de ser preenchida pelos influenciadores digitais.

Gráfico 01: Evolução da posição das Pessoas Físicas na B3

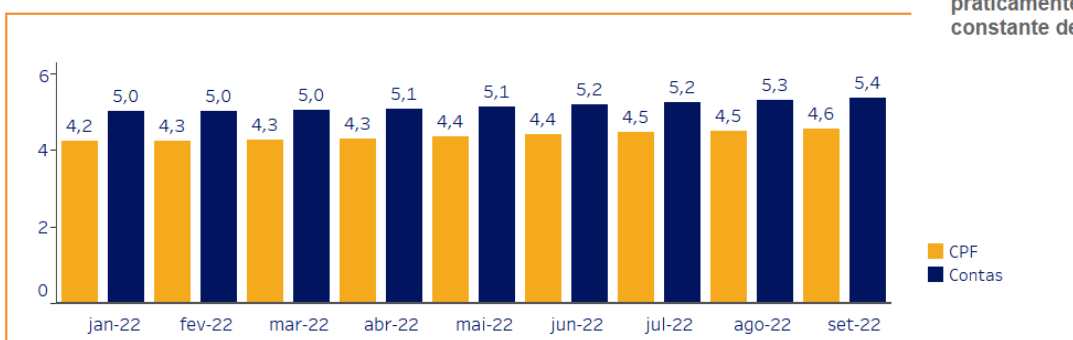
Evolução da Posição das Pessoas Físicas na B3

Conceito de Contas x Investidores por CPFs Distintos | em milhões



Observações:

- A diferença hoje é de **795 mil contas** ou **17%**
- Essa diferença era menor até 2018, mas vem se mantendo praticamente constante desde 2019



Fonte: Relatório 3º Trimestre de 2022 – B3

¹ Pessoas Físicas - Uma análise da evolução dos investidores na B3 – Setembro de 2022 – Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/5fd7b-7d8-54a1-472d-8426-eb896ad8a3c4/e592e4a4-1ad2-61b5-9212-b958a9840577?origin=1>



Quanto ao segundo vetor, há estudos que revelam que os brasileiros gastam mais de 10 horas diárias navegando na internet, sendo que 3 horas e 42 minutos desse tempo é para acessar as redes sociais². De acordo com a pesquisa, o Brasil ocupa o terceiro lugar da lista como um dos países que passam mais tempo diário consumindo mídias digitais do mundo, ficando atrás somente das Filipinas (4h15) e Colômbia (3h45).

Com o mercado financeiro não é diferente. Uma pesquisa da B3³, ainda em 2020, já indicava que a principal fonte de informações do investidor pessoa física acerca do tema é a mídia digital, em todas as faixas de renda pesquisadas. Ademais, tal tendência é ainda mais evidenciada na pesquisa em função da idade média (32 anos) dos investidores.

Segundo estudo da Nielsen, publicado em maio de 2022, o Brasil já chegou ao impressionante número de 500 mil influenciadores digitais (em todas as áreas de atuação) - número equivalente ao número de médicos no país. Segundo parâmetros desse mesmo estudo, influenciadores são aqueles que têm pelo menos 10 mil seguidores nas redes sociais.

Gráfico 02: Evolução do número de investidores na B3

Onde você aprendeu a investir? (respostas múltiplas)



Fonte: A Descoberta da Bolsa pelo Investidor Brasileiro – B3

No Gráfico 2, acima, podemos ver que ao serem perguntados sobre onde aprenderam a investir, 73% dos entrevistados reponderam que foi através de “Influenciadores e Canais do Youtube”, ao passo que outros 43% declararam ter utilizado plataformas online. Evidentemente, nota-se que os investidores se utilizam de diversas fontes de conhecimento.

² Os dados são da agência de marketing digital Sortlist, divulgados em junho de 2022, que analisou o uso médio da rede em diferentes aplicativos, publicado no site Edição do Brasil – Disponível em: <https://edicaodobrasil.com.br/2022/06/10/brasil-e-o-terceiro-pais-do-mundo-que-mais-utiliza-as-redes-sociais/>

³ A Descoberta da Bolsa pelo Investidor Brasileiro – Disponível em https://www.b3.com.br/data/files/DE/47/57/09/B3866710D32004679C094EA8/Pesquisa%20PF_Apresentacao_final_11_12_20_.pdf



Gráfico 03: Evolução do número de investidores na B3

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



Fonte: A Descoberta da Bolsa pelo Investidor Brasileiro – B3

No Gráfico 3 acima, também podemos constatar que no que diz respeito a se manterem atualizados com relação aos investimentos, 73% dos entrevistados responderam Internet (em geral) e 60% citaram YouTube/Influenciadores.

A combinação desses dois vetores consubstancia o problema regulatório que ora nos apresenta. As opiniões expressas nas mídias sociais podem afetar as decisões individuais de negociação dos investidores e decorrentemente causar impacto nas cotações dos ativos e nas quantidades negociadas.

Um caso notório a ser comentado é o da GameStop⁴, uma empresa varejista de jogos de videogame, sendo a sua atuação, basicamente, no varejo físico de games. Com o avanço da Internet e dos jogos online, a loja vinha enfrentando queda nas receitas e, conseqüentemente, queda nas cotações de seus papéis negociados em bolsa. Num movimento natural de mercado, muitos fundos de investimento fizeram apostas em que as ações cairiam ainda mais, assumindo posições vendidas nos papéis da empresa.

É nesse momento que entram as redes sociais. Dentro do Reddit, que é uma rede social que funciona como um agregador de notícias e postagens, de forma similar a um fórum, havia um sub-fórum chamado “*wallstreetbets*”, onde discutiu-se a situação da GameStop. Muitos neste fórum eram fãs da empresa e lamentavam a sua decadência, e se irritavam com a visão do mercado de que a empresa estava acabada. Nestas discussões surgiu a proposta de que os membros do fórum comprassem papéis da empresa e os segurassem, para impedir a queda das cotações. O que, inicialmente, poderia ser visto como uma brincadeira, começou a crescer de forma exponencial, ou, como se diz neste meio digital, a viralizar.

⁴ “GameStop, short squeeze e Reddit: tudo o que você precisa saber” Disponível em: <https://investidor.estadao.com.br/videos/gamestop-short-squeeze-e-reddit-tudo-o-que-voce-precisa-saber/>



E como essa atitude dos fãs de uma empresa pode afetar o mercado? Ora, os fundos de investimento, para manter sua posição vendida, tomam emprestado no mercado papéis das empresas e vendem no mercado à vista, esperando que mais à frente poderão recomprá-los por um preço menor e devolver aos emprestadores. No entanto, os fundos enfrentaram dificuldade para recomprar os papéis no mercado para devolução e, como consequência, as cotações do papel começaram a subir. Resultado: os fundos começaram a ter prejuízos enormes, pois estavam comprando por preços superiores aos que haviam vendido de forma antecipada - no jargão do mercado essa situação é conhecida como *short squeeze*. Alguns fundos chegaram a quebrar, levando a SEC (Securities and Exchange Commission) a abrir uma investigação contra os fóruns do Reddit por manipulação.

No Brasil já houve um evento análogo. Conforme leitura da imprensa⁵, em janeiro de 2021, um grupo de investidores resolveu seguir os passos da comunidade “*wallstreetbets*”, do Reddit, e alavancar ações do IRB por meio de uma repentina demanda sobre suas ações. Chamado de “Short Squeeze IRB”, o grupo no Telegram ganhou milhares de seguidores por minuto e passou de 9,6 mil integrantes para 22 mil num espaço de pouco mais de 3 horas. As ações do IRB saltaram 17,82% em um único dia. Tal movimento culminou na emissão de um alerta da Comissão de Valores Mobiliários – CVM – ao mercado, ainda que não especificando exatamente este movimento em si, no qual a autarquia ressaltou que estava monitorando os movimentos de mercado e as redes sociais para coibir a prática organizada de *short squeeze* no Brasil⁶.

Dentro desse contexto são colocadas diversas questões a serem respondidas por este Relatório de Análise de Impacto Regulatório. A regulação existente é suficiente para enfrentar esse novo mundo de redes sociais? Quais as alternativas regulatórias necessárias para fazer frente a este novo paradigma? Há alternativas que não necessariamente impliquem a edição de novas normas pela CVM?

⁵ <https://veja.abril.com.br/economia/brasileiros-imitam-o-caso-da-gamestop-para-alavancar-acoes-do-irb/>

⁶ <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-alerta-possivel-atuacao-irregular-de-pessoas-em-midias-sociais-com-vistas-a-influenciar-o-comportamento-de-investidores>



2. PROBLEMA REGULATÓRIO

A primeira questão que se enfrenta em uma Análise de Impacto Regulatório é a correta definição do Problema Regulatório, dado que esta definição irá nortear toda a análise subsequente. Numa primeira leitura poderíamos inferir que a origem do problema está na existência de influenciadores que se propõem a falar e dar suas opiniões sobre ativos negociados no mercado de valores mobiliários.

A atuação destes influenciadores coloca questões sobre a possível ausência de qualificação dos mesmos para opinar sobre investimentos. Há nessa atuação um enorme potencial para ocorrência de conflitos de interesse, ausência de transparência, fraudes e atuação que transita entre opinião pessoal, atividade educacional e atividade regulada (por exemplo, analista e consultor de investimentos).

Seria o caso de necessariamente a CVM criar uma regulação específica para os influenciadores? A princípio essa não seria uma boa alternativa. Mesmo se destacarmos do grupo total de influenciadores digitais apenas aqueles que se dedicam a falar sobre o mercado de valores mobiliários (regulado pela CVM com base na Lei 6.385/76), muitos desempenham um importante papel educativo, e atuam estritamente dentro da lei e da regulação, valendo-se de seu direito constitucional de liberdade de expressão. Para aqueles poucos que venham a atuar fora das delimitações legais existe todo um arcabouço legal (crime contra a economia popular⁷, estelionato⁸, manipulação⁹, etc) e infralegal/normativo no âmbito da CVM (exercício ilegal da profissão de analista¹⁰ e/ou consultor de investimentos¹¹, *front running*¹², etc) que podem disciplinar tal atuação.

Que problema regulatório pode ainda existir, então, fazendo com que a CVM possa e deva atuar dentro da sua competência? A partir da constatação de que os influenciadores opinam sobre papéis, operações, intermediários e emissores, uma questão que se coloca é: será que essa opinião/conteúdo é de moto próprio, ou o influenciador recebeu alguma retribuição de algum ente regulado pela CVM, pecuniária ou não, para divulgar seu comentário? No ambiente das redes sociais essa situação é conhecida como ação patrocinada.

Quando falamos de investimento e valores mobiliários específicos, a falta de transparência acerca do fato de que tal opinião consiste em conteúdo patrocinado, pode gerar danos a investidores e à credibilidade e hígidez geral do mercado. Aos primeiros, porque podem ser influenciados a adquirir produtos e serviços inadequados ao seu perfil, ou então executar operações financeiras as quais não executariam caso contrário, acarretando em uma situação comparativamente desfavorável. Em relação à credibilidade e hígidez do mercado, o dano pode ser através de um efeito manada capaz de alterar artificialmente o preço de determinado valor mobiliário.

⁷ Lei Nº 1.521, DEde 26 de dezembro de 1951

⁸ Decreto-Lei Noº 2.848, de 7 de dezembro de 1940

⁹ Lei No 6.385, de 7 de dezembro de 1976

¹⁰ Resolução CVM 20

¹¹ Resolução CVM 19

¹² Resolução CVM 22



Como já foi dito, não nos parece fazer sentido estudar a inclusão dos influenciadores digitais no perímetro regulatório da CVM, tampouco regular sua produção de conteúdo, o que poderia inclusive esbarrar em entraves constitucionais ligados ao direito de liberdade de expressão de tais agentes. Assim sendo, deve-se buscar um caminho alternativo para se obter a transparência desejada acerca dos conteúdos divulgados nas redes sociais que versem sobre o mercado de valores mobiliários. O fator transparência, sem dúvidas, é o que se apresenta com maior latência na relação entre os influenciadores e os participantes regulados pela Autarquia. E não nos parece haver razão plausível para que tal relação esteja à sombra do conhecimento dos investidores, pelos potenciais danos discorridos acima.

Define-se o problema regulatório do presente estudo, portanto, como possível **falta de transparência no relacionamento entre os influenciadores digitais e os participantes do mercado de valores mobiliários regulados pela CVM, gerando assimetria informacional entre os investidores e tais entidades.**



3. AGENTES ECONÔMICOS

Neste capítulo serão identificados os agentes econômicos, os usuários dos serviços prestados e demais afetados pelo problema regulatório identificado. Dada a definição do problema regulatório a qual chegamos no capítulo anterior, os primeiros agentes econômicos identificados são os influenciadores digitais financeiros e os participantes do mercado de valores mobiliários regulados pela CVM.

Os influenciadores digitais financeiros, ou *FInfluencers*, como estão sendo denominados, são aqueles influenciadores digitais que produzem conteúdo sobre investimentos, finanças pessoais e educação financeira, e engajam milhares de seguidores em diversas mídias sociais. Sua atuação, em grande medida, tende a ser benéfica para o mercado como um todo, uma vez que auxiliam na educação financeira de uma grande leva de novos investidores. No entanto, como veremos nos capítulos seguintes, eles podem ser igualmente um fator de risco, quando se propõem a ir além do fator educativo puro, e agregam serviços como a promoção de produtos de financeiros, análises de produtos e consultoria de investimento, ou seja, um conjunto de atividades reguladas por esta CVM dentro de sua esfera de competência legal.

Os participantes do mercado de valores mobiliários regulados pela CVM abarcam emissores de valores mobiliários, corretoras e distribuidores de valores mobiliários, analistas e consultores de investimento, e todos os demais que exercem atividades reguladas por esta Autarquia. Dentro do âmbito do problema regulatório, será observada a transparência do relacionamento entre estes agentes e os influenciadores digitais.

A própria CVM é um agente econômico envolvido, mas junto dela temos todo o sistema autorregulatório do mercado de valores mobiliários, sejam eles legais ou voluntários. Neste sistema temos as infraestruturas de mercado, como a B3, e suas instâncias de autorregulação, como a BSM. Temos ainda a ANBIMA e a APIMEC. Estes agentes serão mais bem detalhados em seção própria.

Por fim, temos os investidores do mercado de valores mobiliários, potenciais consumidores do conteúdo dos influenciadores digitais, os quais podem sofrer com a eventual falta de transparência referente aos conteúdos patrocinados.



4. FUNDAMENTAÇÃO LEGAL

Neste capítulo será apresentada a fundamentação legal já existente, sob a forma de regulamentações que interagem de alguma maneira com o Problema Regulatório apresentado. Primeiro apresentaremos as Resoluções CVM que guardam alguma relação com os papéis em que se colocam os influenciadores digitais. Além das mesmas, os Ofícios Circulares CVM, que consistem em esclarecimentos sobre pontos específicos destas Resoluções, e legislação ulterior, a qual não faz mais parte do arcabouço regulatório vigente. Em seguida apresentaremos as iniciativas dos autorreguladores acerca do assunto. Por fim, faremos uma breve revisão das iniciativas tomadas pelos reguladores internacionais, sejam revisões de normas ou outras ações relacionados ao Problema Regulatório que pretendemos endereçar.

4.1. CVM

Na regulamentação ora vigente no país, a despeito dos influenciadores digitais não serem regulamentados, os mesmos podem assumir, em especial, o papel de três atividades regulamentadas pela CVM: Agente Autônomo de Investimentos, Consultor de Valores Mobiliários e Analista de Valores Mobiliários. Estas três atividades são respectivamente regulamentadas pelas Resoluções CVM 16, 19 e 20, respectivamente. Há ainda Ofícios Circulares emitidos pela Superintendência de Investidores Institucionais (SIN) que clarificam e reafirmam pontos das resoluções. Destacamos adiante alguns excertos destas normas.

A questão principal que se apresenta aqui é que a CVM **já vem lidando com essa temática há algum tempo, seja por meio de normativos específicos, ou mesmo orientações emitidas pelas áreas técnicas da Autarquia. Destacamos ainda, trecho da Lei nº 4.728/65, já revogada, e que trazia dispositivos muito próximos às ferramentas usadas atualmente por outros reguladores do mercado de valores mobiliários para lidar com o fenômeno dos influenciadores financeiros.**

4.1.1. RESOLUÇÃO CVM 16

Art. 1º Esta Resolução regulamenta a atividade de agente autônomo de investimento.

§ 1º Agente autônomo de investimento é a pessoa natural registrada na forma desta Resolução para realizar, sob a responsabilidade e como preposto de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, as atividades de:

- I– prospecção e captação de clientes;
- II– recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis, na forma da regulamentação em vigor; e



III– prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado.

4.1.2. RESOLUÇÃO CVM 19

Art. 1º Para os efeitos desta Resolução, considera-se consultoria de valores mobiliários a prestação dos serviços de orientação, recomendação e aconselhamento, de forma profissional, independente e individualizada, sobre investimentos no mercado de valores mobiliários, cuja adoção e implementação sejam exclusivas do cliente.

§ 1º A prestação de serviço de que trata o caput pode se dar por meio de uma ou mais das seguintes formas de orientação, recomendação e aconselhamento:

- I– sobre classes de ativos e valores mobiliários;
- II– sobre títulos e valores mobiliários específicos;
- III– sobre prestadores de serviços no âmbito do mercado de valores mobiliários; e
- IV– sobre outros aspectos relacionados às atividades abarcadas pelo caput.

4.1.3. RESOLUÇÃO CVM 20

Art. 1º Analista de valores mobiliários é a pessoa natural ou jurídica que, em caráter profissional, elabora relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes.

§ 1º Para os fins da presente Resolução, a expressão “relatório de análise” significa quaisquer textos, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários determinados que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento.

§ 2º Exposições públicas, apresentações, vídeos, reuniões, conferências telefônicas e quaisquer outras manifestações não escritas, cujo conteúdo seja típico de relatório de análise, são equiparadas a relatórios de análise, para os fins do disposto nesta Resolução.



4.1.4. OFÍCIOS CIRCULARES

• OC CVM/SIN 2/2019

As seguintes formas de apresentação de informações a respeito de Valores Mobiliários podem ser enquadradas no conceito “Relatório de Análise”, na medida em que sejam capazes de influenciar as operações do investidores:

- Transmissões ao vivo em salas de conversa on-line;
- Acompanhamento diário durante o pregão online;
- Realização de operações ao vivo, com comentários sobre tendências de determinada ação, indicação da hora ou do momento adequado para comprar ou vender;
- Divulgação de operações, decididas com o auxílio da análise gráfica ou fundamentalista, com a indicação ostensiva de rentabilidade histórica e oportunidades de investimento por meio de transmissões ao vivo durante o pregão.

• OC CVM/SIN 13/2020

Utilizar as redes sociais ainda que em caráter não profissional, pode constituir infração administrativa prevista na ICVM 8/79 e sujeita às penas previstas na Lei 6.385/76, caso tenha por objetivo criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipular preços, realizar operações fraudulentas ou viabilizar práticas não equitativas, para auferir vantagem para si ou para terceiros.

4.1.5. LEGISLAÇÃO REVOGADA

Com base na Lei nº 4.728/65¹³, o CMN editou a Resolução BCB nº 39/66¹⁴ para disciplinar o funcionamento das bolsas de valores. Essa Resolução trazia a seguinte caracterização de manipulação fraudulenta de preços.

Seção IV

Manipulação de Preços

Art. 89. Ressalvado o previsto no art. 90, será considerada manipulação fraudulenta de preço

¹³ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm

¹⁴ Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1966/pdf/res_0039_v2_l.pdf



a publicação ou divulgação de matéria relativa a títulos e valores mobiliários, seu mercado, cotação e perspectivas, ou sobre a respectiva sociedade emitente, cujo autor ou veiculador:

I - receba ou tenha a receber qualquer pagamento, exceto dividendos, da mencionada sociedade, dos administradores ou de sócios dela, ou ainda dos distribuidores dos títulos e valores mobiliários;

II - seja direta ou indiretamente ligado à sociedade, como diretor, conselheiro, empregado, prestador de serviços ou acionista que influa em seu controle.

Art. 90. Não se aplica o disposto no artigo precedente quando:

I - o pagamento ou o vínculo, se houver, seja claramente manifestado no corpo da matéria publicada ou divulgada;

II - se trate de propaganda não relativa ao mercado de capitais ou de anúncios determinados em lei ou regulamento;

III - a matéria publicada tenha sido fornecida pelas Bolsas de Valores.”

Como veremos adiante, estes artigos guardam grande semelhança com aqueles contidos na legislação dos Estados Unidos vigentes à época, o *Securities Act*¹⁵, de 1933, bem como do *Securities and Exchange Act*¹⁶, de 1934, e hoje utilizados para tratar os casos referentes à atuação dos influenciadores financeiros.

A partir da edição da Lei nº 6.385/76, a competência para definir o que é manipulação de mercado (em sentido amplo) passou a ser da CVM (art. 18, II, b). O entendimento expressado pela CVM na Nota Explicativa nº 14/79 é que a edição da Instrução CVM nº 8/79 derogou a vigência da Resolução CMN nº 39/66. A Instrução CVM nº 8/79 foi revogada pela Resolução 62/22¹⁷. Nenhuma das duas normas, ou quaisquer outras, incorporou os comandos do Art. 89 acima referido.

4.2. AUTORREGULAÇÃO, LEGAL E VOLUNTÁRIA

Os autorreguladores consistem em associações civis constituídas para realizar de forma independente e com autonomia atividades de autorregulação, monitoramento, supervisão e fiscalização dos mercados e seus participantes. No Brasil existem dois modelos de autorregulação: (i) o “legal”, pois a Lei 6385/76, em seu artigo 17, parágrafo 1º reconhece as “Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e Futuros,

¹⁵ Disponível em <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>

¹⁶ Disponível em <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>

¹⁷ Disponível em <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol062.html>



entidades do mercado de balcão organizado e entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, incumbindo-os fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas”; e (ii) o voluntário, onde o autorregulador pode apenas impor aos seus associados obrigações assumidas voluntariamente, via contrato de adesão.

Na realização deste trabalho houve interações com: o autorregulador legal BSM - Supervisão de Mercados, e dois autorreguladores voluntários: ANBIMA e APIMEC. A BSM atua como o departamento de autorregulação legal dos mercados administrados pela B3. A ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, segundo sua própria definição, atua no interesse dos associados por meio de quatro frentes: informar, representar, autorregular e educar. Por fim, a APIMEC - Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais é uma entidade de pessoas físicas, com fins técnicos, culturais e não lucrativos, que promove eventos técnicos e educacionais, sendo que desde 2010 também exerce a atividade de autorregulação da atividade de analista de valores mobiliários. Ambas as entidades possuem Acordos de Cooperação Técnica firmados junto à CVM.

4.2.1. BSM – SUPERVISÃO DE MERCADOS

A BSM vem se debruçando sobre o problema regulatório desde outubro de 2021, quando a questão foi primeiro levantada no âmbito da Câmara Consultiva de Mercado da BSM, e desde então foi criado um Grupo de Trabalho (GT) de Mídias Sociais. Em março de 2022 a BSM apresentou um projeto de “Monitoramento das Mídias Sociais”, na época já operacional em caráter piloto, de Monitoramento das Mídias Sociais que utiliza ferramentas de TI para capturar informações divulgadas em redes sociais referentes às companhias abertas emissoras de valores mobiliários nas mídias sociais, quantificando impacto, relevância e alcance. Concomitantemente a ferramenta analisa o comportamento dos ativos emitidos (volatilidade, número de negócios, número de investidores, volume financeiro, etc.) e o comportamento dos investidores (perfil do investidor, volume operado, lucro ou prejuízo obtido, etc.)

O objetivo desta ferramenta de monitoramento é identificar possível correlação entre comportamento dos investidores, comportamento dos ativos e informações divulgadas nas mídias sociais, capaz de indicar atipicidades em operações.

A BSM, em seu esforço de supervisionar os mercados administrados pela B3, se baseia na Resolução CVM nº 35¹⁸, de 26 de maio de 2021, que estabelece dentre outros preceitos:

¹⁸ Disponível em <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol035.html>



Art. 33. O intermediário deve: (...)

IV – informar à CVM sempre que verifique a ocorrência ou indícios de violação da legislação que incumba à CVM fiscalizar, no prazo máximo de 5 (cinco) dias úteis da ocorrência ou identificação, sem prejuízo da comunicação às entidades administradoras dos mercados organizados em que seja autorizado a operar ou à entidade autorreguladora, mantendo registro das evidências encontradas; (...)

IX – monitorar continuamente as operações por ele intermediadas, de maneira a identificar as que visem proporcionar vantagem indevida ou lucro para uma das partes, ou causar dano a terceiros, conforme regulação específica;

Art. 37. É vedado ao intermediário: (...)

III – permitir o exercício das atividades próprias de integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários por pessoas não autorizadas pela CVM para esse fim;

V – permitir que integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários que estejam sob sua responsabilidade exerçam atividades para as quais não estejam expressamente autorizados pela CVM;

VII – manter vínculo empregatício ou contrato de prestação de serviço com analistas, agentes autônomos, consultores ou gestores de valores mobiliários que não estejam expressamente autorizados pela CVM para o exercício dessas atividades, devendo promover o fim do vínculo empregatício ou contratual tão logo tome conhecimento do descredenciamento das referidas pessoas.

A BSM conta ainda com o Roteiro Básico do Programa de Qualificação Operacional da B3¹⁹, que estabelece em seus itens 106 e 126:

Item 106. O Participante deve fiscalizar as atividades dos Agentes Autônomos de Investimento que atuarem em seu nome, de modo a garantir o cumprimento do disposto na regulamentação e em suas regras, procedimentos e controles internos.

Item 126. O Participante deve monitorar todas as operações e ofertas por ele intermediadas, com o propósito de identificar, avaliar, registrar, coibir e comunicar, pelo menos ao diretor responsável, as situações definidas na regulamentação vigente como Práticas Abusivas, de que são exemplos: criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço; manipulação de preços; operações fraudulentas; práticas não equitativas; Layering; Squeezing; Quote Stuffing; Spoofing.

¹⁹ Disponível em https://www.b3.com.br/data/files/AA/E2/A1/7B/464135103A135D25790D8AA8/Roteiro_POO.pdf



Apesar desses itens versarem especificamente sobre Agentes Autônomos de Investimento, a BSM estende suas diretivas a todos e quaisquer contratados por intermediários. A BSM já recebeu denúncias envolvendo opiniões expressas nas mídias sociais, tais como: indicações indevidas de investimentos; informações falsas; e atuação irregular de influenciadores contratados ou mandatados pelos participantes dos mercados da B3.

A BSM ainda esteve trabalhando, no momento em que esta AIR era produzida, em Nota de Orientação sobre formas de controle e monitoramento a serem exercidas pelos participantes dos mercados da B3 em relação aos impactos da atuação dos Influenciadores Digitais nos mercados organizados. Esta Nota²⁰, vem sendo objeto de interação com esta Autarquia, e buscará endereçar grandes temas, como (i) transparência das relações contratuais, (ii) monitoramento, (iii) canais de denúncias, entre outros pontos.

4.2.2. ANBIMA - ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS

Seguindo seus pilares de atuação (informar, representar, autorregular e educar), a ANBIMA começou, ainda em 2020, a lidar de forma mais intensa sobre o tema influenciadores de investimentos. Com o apoio do IBPAD (Instituto Brasileiro de Pesquisa e Análise de Dados), a mesma desenvolveu um mapeamento para entender a fundo quem são os novos atores que falam sobre investimentos, como eles se comportam e qual é seu nível de influência sobre suas audiências. Esse trabalho vem sendo objeto de interação direta com a CVM.

O primeiro fruto desse trabalho, o “Relatório FInfluence”²¹ foi publicado em março de 2021, a partir do monitoramento de cerca de 160 mil publicações (não são considerados stories) feitas por 591 perfis pertencentes a 266 influenciadores no Facebook, Instagram, Twitter e YouTube, entre 3 de setembro de 2020 e 5 de fevereiro de 2021. Para a segunda edição do Relatório FInfluence²², publicado em dezembro de 2021, foram analisadas cerca de 400 mil postagens públicas realizadas entre fevereiro e dezembro de 2021 em perfis de 277 influenciadores no Instagram, Twitter, YouTube e Facebook.

Já em sua terceira edição, o Relatório FInfluence²³, publicado em outubro de 2022, confirma o protagonismo dos influenciadores digitais na difusão da educação financeira no Brasil. Juntos, os 255 perfis monitorados somavam 94,1 milhões de seguidores em junho de 2022, um crescimento de 27% em relação aos 74 milhões da primeira versão da pesquisa, em fevereiro de 2021.

²⁰ Segundo a Diretoria de Autorregulação da BSM, a Nota deverá ser publicada logo após a publicação deste AIR

²¹ Disponível em https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos.htm

²² Disponível em https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos-2.htm

²³ https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos-3.htm



Vale a pena ressaltar, conforme nota metodológica do Relatório FInfluence I, que a audiência dos influenciadores de investimentos é superior à soma de audiência das redes sociais dos jornais O Globo, Folha de S. Paulo, O Estado de S. Paulo, UOL e dos canais especializados Valor Econômico, Valor Investe, Exame, InfoMoney, IstoÉ Dinheiro e UOL Economia. Abaixo apresentamos um comparativo dos três levantamentos.

Figura 01: Comparativo entre os três Relatórios FInfluence



*Quantidade registrada no último dia de monitoramento

Fonte: ANBIMA

Apesar desses estudos terem como objetivo o entendimento sobre o funcionamento desse universo, apresentando *insights* valiosos para as estratégias de negócios e de marketing do mercado financeiro, eles também ensejam poderosos *insights* para aqueles que têm preocupações regulatórias acerca do mesmo assunto. Tais relatórios trazem informações sobre quais são os principais influenciadores de investimentos, quais as principais categorias, os produtos financeiros mais falados, aqueles em que o público mais se engaja, dentre outras.

Segundo o mesmo, os principais influenciadores podem ser classificados dentre produtores de conteúdo (fazem análises de mercado e dão dicas de valores mobiliários), analistas (atuam em casas de análise de investimento ou de maneira independente), traders (exibem a rotina profissional e dão dicas sobre transações no mercado de valores mobiliários), investidores independentes (postagens sobre o mercado de valores mobiliários e o cenário econômico nacional), e assessorias/corretoras (equipes técnicas de corretoras e gestoras de investimento).



Um ponto importante que podemos observar neste estudo é que entre os grandes influenciadores (aqueles com mais de 10 mil seguidores, conforme metodologia adotada pelo estudo), não foram encontradas condutas reprováveis, o que diminui a percepção de risco acerca do problema regulatório.

A ANBIMA também está realizando consultas com seus associados para elaboração de regras e procedimentos relacionados à contratação de influenciadores digitais, com vistas à estabelecer obrigações aos seus associados acerca de transparência e responsabilidade inerentes a tais contratações, e a CVM vem igualmente interagindo com a Associação dentro do esforço de alinhamento de iniciativas regulatórias e autorregulatórias.

4.2.3. APIMEC - ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS

Em reunião realizada com a APIMEC em 2022, a mesma ressaltou que sua jurisdição está restrita aos Analistas de Valores Mobiliários certificados por ela no âmbito de sua atividade de autorregulação, e que tem reafirmado junto aos mesmos a obediência do Código de Conduta²⁴ da Associação. No Código há uma referência explícita ao fato de que “exposições públicas, apresentações, vídeos, reuniões, conferências telefônicas e quaisquer outras manifestações não escritas, cujo conteúdo seja típico de relatório de análise, são equiparadas a relatórios de análise, para os fins do disposto” no Código (Art. 1º, § 2º).

4.3. REGULAÇÃO EM OUTRAS JURISDIÇÕES

Para comparar o arcabouço normativo brasileiro com as normas vigentes em outras jurisdições faremos uma exposição não exaustiva de alguns reguladores ao redor do mundo. Para fins deste estudo, nos focaremos sobre a abordagem adotada em relação aos influenciadores digitais em outras cinco jurisdições: Estados Unidos (SEC), Inglaterra (FCA), Austrália (ASIC), Holanda (AFM) e União Europeia (ESMA). Trazemos ainda contribuições da *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) sobre o tema.

4.3.1. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION - SEC

A *Securities and Exchange Commission* – SEC, dos Estados Unidos tem atuado nos casos envolvendo influenciadores sob a luz do *Securities Act*²⁵, de 1933, bem como do *Securities and Exchange Act*²⁶, de 1934. A seção 17(b) do *Securities Act* disciplina o ato de promoção de valores mobiliários

²⁴ Disponível em http://www.apimec.com.br/Apimec/show.aspx?id_canal=3760&id_materia=29368

²⁵ Disponível em <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>

²⁶ Disponível em <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>



“(b) Use of interstate commerce for purpose of offering for sale

“It shall be unlawful for any person, by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or by the use of the mails, to publish, give publicity to, or circulate any notice, circular, advertisement, newspaper, article, letter, investment service, or communication which, though not purporting to offer a security for sale, describes such security for a consideration received or to be received, directly or indirectly, from an issuer, underwriter, or dealer, without fully disclosing the receipt, whether past or prospective, of such consideration and the amount thereof.”

Já no Securities and Exchange Act o tratamento deste assunto é tratado nas seções 10(b) e 10b-5:

Section 10(b) do Securities Exchange Act of 1934:

“It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange—

... (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities based swap agreement any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.”

Rule 10b-5 under the Securities Exchange Act of 1934:

“It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

- (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,*
- (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or*
- (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.”*



A seção 17(b) do *Securities Act* já definia que seria ilegal para qualquer pessoa, pelo uso de qualquer meio dar publicidade ou descrever valor mobiliário mediante remuneração recebida ou a receber, direta ou indiretamente, de um emissor, subscritor ou distribuidor, sem divulgar totalmente o recebimento, passado ou futuro, de tal remuneração e seu valor.

A seção 10(b) do *Exchange Act* diz que será ilegal para qualquer pessoa, pelo uso de qualquer meio tentar manipular ou violar as regras e regulamentos da SEC. Já a seção 10b-5 especifica que será ilegal para qualquer pessoa, pelo uso de qualquer meio empregar qualquer dispositivo, esquema ou artifício para fraudar, fazer qualquer declaração falsa de um fato relevante ou omitir a declaração de um fato relevante, e operar qualquer negócio que possa fraudar ou levar a engano qualquer pessoa na negociação de valores mobiliários.

Sob a luz de tais regulações, a SEC tem enquadrado influenciadores digitais como qualquer outra atividade de promoção de valores mobiliários. Mesmo antes das redes sociais, dada a maior abrangência do seu mercado de valores mobiliários, os produtos de investimento já eram largamente anunciados nos meios de comunicação do país, daí a pertinência dessa regulação e a fácil aplicação dela aos influenciadores digitais. É apenas uma nova mídia, mas a mensagem continua a mesma.

Ainda sob essa ótica de tratar o problema como um novo canal de marketing, em 22 de dezembro de 2020, a SEC anunciou que adotaria uma nova regra única para substituir as atuais regras de publicidade - nenhuma das quais alterada significativamente desde sua adoção (*Investment Advisers Act, de 1940, Investment Advisers Act Release No. 119, de 1961, e Investment Advisers Act Release No. 688, de 1979*²⁷). A nova regra, que entrou em vigor em 04 de maio de 2021, foi, entre outras coisas, “projetada para acomodar a evolução contínua e a interação de tecnologia e consultoria”²⁸.

4.3.2. FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY

A Financial and Conduct Authority, do Reino Unido, através do Financial Services and Markets Act, de 2000, também impõe restrições à promoção de produtos financeiros, em sua seção 21.

“21 - Restrictions on financial promotion.

A person (“A”) must not, in the course of business, communicate an invitation or inducement to engage in investment activity.

But subsection (1) does not apply if— (a) A is an authorised person; or (b) the content of the communication is approved for the purposes of this section by an authorised person.”

²⁷ Disponível em <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-334>

²⁸ Disponível em <https://www.sec.gov/rules/final/2020/ia-5653.pdf>



Ou seja, a FCA estabelece que uma pessoa não deve, no curso de seus negócios, convidar ou induzir outra a fazer investimentos, a menos que seja autorizada para tal.

Além da regulação *per se*, a FCA publicou em 2015 uma guia orientativo sobre Mídias Sociais e Comunicações ao Consumidor (FG15/4: Social media and customer communications²⁹) onde ela expõe sua abordagem de supervisão para promoções financeiras em mídias sociais. Neste guia a FCA deixa claro o que é promoção financeira, enfatiza que ela deve ser clara, justa e não enganosa, além de seguir padrões de conformidade, como avisos de risco e outras declarações obrigatórias.

4.3.3. AUSTRALIAN SECURITIES & INVESTMENT COMMISSION - ASIC

A *Australian Securities & Investment Commission* – ASIC publicou em 21 de março de 2022 um “*Information Sheet*”³⁰ orientativo sobre a discussão de produtos e serviços financeiros online. Ele descreve como a lei se aplica aos influenciadores de mídia social e aos regulados que os usam.

INFO 269 Discussing financial products and services online:

- *highlights activities where influencers may contravene the law if they are unaware of the legal requirements, using a series of practical examples on:*
 - *financial product advice*
 - *dealing by arranging*
 - *misleading or deceptive conduct*
- *explains issues for influencers to consider including:*
 - *whether an AFS licence is needed*
 - *being familiar with relevant regulatory guidance*
 - *doing their due diligence on people who are paying them (including non-monetary benefits)*
- *reminds AFS licensees who use influencers to:*
 - *do their due diligence*
 - *have appropriate risk management systems and monitoring processes*
 - *have sufficient compliance resourcing to monitor the influencers they use*
 - *consider their design and distribution obligations.*

²⁹ Disponível em <https://www.fca.org.uk/publication/finalised-guidance/fg15-04.pdf>

³⁰ Disponível em: <https://asic.gov.au/about-asic/news-centre/find-a-media-release/2022-releases/22-054mr-asic-issues-information-for-social-media-influencers-and-licensees/>



A ASIC monitora discussões financeiras on-line por influenciadores que apresentam ou promovem produtos financeiros para evitar informações errôneas ou enganosas, ou conselhos ou negociações não autorizados.

4.3.4. THE DUTCH AUTHORITY FOR THE FINANCIAL MARKETS - AFM

A *Authority for the Financial Markets* - AFM, da Holanda, publicou, em dezembro de 2021, um estudo exploratório sobre os requisitos para proteção de investidores relacionados a postagens nas mídias sociais (*The pitfalls of 'finfluencing'*³¹). Estas são as conclusões de um estudo exploratório com uma amostra de mais de 150 finfluencers analisados pela AFM:

- *Finfluencers tornam o investimento mais acessível, mas nem sempre colocam os interesses de seus seguidores em primeiro lugar;*
- *Existem poucos finfluencers que postam de forma neutra, e muitas vezes falta transparência;*
- *Existe o risco de que a consultoria de investimento seja fornecida sem uma licença para fazê-lo;*
- *Alguns finfluencers promovem produtos arriscados.*

A AFM lembrou aos finfluencers, e corretoras que os contratam, acerca das vedações existentes em seu arcabouço regulatório:

- *Fornecer consultoria de investimento sem estar licenciado para fazê-lo;*
- *Não tomar o cuidado adequado ao fazer recomendações de investimento;*
- *Recomendar produtos de risco;*
- *Trabalhar com empresas não licenciadas;*
- *Receber taxas de referência para trazer clientes.*

A AFM fará um trabalho junto aos fin-fluencers alertando-os sobre a legislação que se aplica a eles e os lembrará de sua responsabilidade de tomar conhecimento e cumprir essa legislação. A AFM entrará em contato com as empresas de investimento sobre as taxas de repasse que não são permitidas sob a proibição de incentivos. A AFM tomará medidas de sancionadoras, se necessário.

Em 2022, a AFM prevê realizar investigações de acompanhamento das atividades de vários fin-fluencers.

³¹ Disponível em <https://www.afm.nl/-/profmedia/files/publicaties/2021/pitfalls-of-finfluencing.pdf>



4.3.5. THE EUROPEAN SECURITIES MARKETS AUTHORITY - ESMA

Em fevereiro de 2022, Verena Ross, Presidente da *European Securities and Markets Authority*, proferiu uma palestra na 6ª Conferência Anual de FinTech e Regulamentação sob o título “*Keeping on track in an evolving digital world*”³², onde destaca as mudanças radicais trazidas pela digitalização num mundo de novas influências e expectativas. Aponta que essa realidade é particularmente desafiadora no mundo das finanças, trazendo muitas oportunidades, mas também muitos riscos, e ressalta que a ESMA está pronta para responder aos desafios.

Neste contexto, a ESMA publicou um comunicado formal, esclarecendo a aplicabilidade das regras de abuso de mercado quando são fornecidas recomendações de investimento nas redes sociais³³. O comunicado deixa claro a definição de recomendação de investimento, não importando o meio no qual ela é feita, incluindo as mídias sociais. Ressalta que os investidores devem ser capazes de conhecer e avaliar: 1) a credibilidade da recomendação – e quão objetiva ela é; e 2) quaisquer interesses daqueles que fazem as recomendações.

Bancos, corretoras, analistas financeiros, ou quaisquer outros indivíduos que proponham uma estratégia de investimento, ou uma recomendação de investimento (e desde que a proposta destine-se a uma distribuição mais ampla, o que inclui postar nas redes sociais), estão sujeitos às regras do Regulamento de Abuso de Mercado da UE³⁴, que exigem que aqueles que fazem recomendações de investimento divulguem identidades, apresentem recomendações de maneira objetiva e divulguem todos os relacionamentos ou circunstâncias que possam prejudicar a objetividade.

Ainda no contexto da ESMA, o Artigo 34 do MiFID II³⁵ em seu “*Formulário para notificação de serviços e atividades de investimento em Estado Membro*”, pede, em sua “*Parte 4 – Meios de comercialização da empresa de investimento no Estado-Membro*”, item “*Meios de marketing para atingir clientes ativamente*”, para “*especificar em qual(is) plataforma(s) de mídia social, rede(s) e ferramenta(s), bem como o número de influenciadores usados pela empresa, se houver*”. Deve-se ressaltar que esse regulamento da ESMA se refere a empresas de investimento que vão oferecer produtos em países diferentes de onde o produto foi emitido, tipicamente corretoras, distribuidoras e bancos de investimento.

³² Disponível em https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-5533_keynote_speech_-_verena_ross_-_keeping_on_track_in_an_evolutionary_digital_world.pdf

³³ Disponível em https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-154-2780_esmas_statement_on_investment_recommendations_on_social_media.pdf

³⁴ Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014R0596>

³⁵ Disponível em https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-36-2640_cp_on_passporting_ts_under_art_34_of_mifid_ii.pdf



Figura 02: Formulário para notificação de serviços e atividades de investimento em Estado Membro

		
Part 4 – Marketing means of the investment firm in the host Member State (*)		
Means of marketing to actively target clients	<input type="checkbox"/> Social media campaign	<i>(please specify on which social media platform(s), network(s) and tool(s) as well as number of influencers used by the firm, if any)</i>

4.3.6. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - IOSCO

O Conselho da Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO) publicou, em março de 2022, um Relatório de Consulta³⁶, com o intuito de coletar opiniões e feedback de partes interessadas, incluindo investidores, reguladores, participantes do mercado, entidades reguladas, consumidores financeiros, acadêmicos e outros órgãos internacionais acerca de questões relevantes para o desenvolvimento de um kit de ferramentas regulatórias a ser avaliado pelas jurisdições membro enquanto as mesmas continuam avaliando e abordando questões emergentes de conduta no mercado de varejo.

O capítulo 3 dessa consulta foi todo dedicado a “Digitalização, Mídias Sociais e Varejo”, e o item 3.3 tratou especificamente do “Impacto das Mídias Sociais no Comportamento e nas Decisões dos Investidores de Varejo”. Neste item foram tratados: influência e riscos das mídias sociais, influência crescente de influencers e celebridades nas redes sociais, práticas de marketing nas redes sociais, mídias sociais sendo usadas para promover golpes, e impacto geral das mídias sociais nos investidores de varejo.

Após coligir as respostas deste Relatório de Consulta, a IOSCO publicou seu Relatório Final³⁷ em outubro de 2022. Nesse relatório a IOSCO apresenta um Conjunto de Ferramentas para Políticas Normativas (*The Policy Toolkit*) e um Conjunto de Ferramentas para Supervisão e Sanção (*The Enforcement Toolkit*).

³⁶ Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD695.pdf>

³⁷ Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD715.pdf>



The Policy Toolkit

- Measure 1: Firm level rules for online marketing and distribution
- Measure 2: Firm level rules for online onboarding
- Measure 3: Responsibility for online marketing
- Measure 4: Capacity for surveillance and supervision of online marketing and distribution
- Measure 5: Staff qualification and/or licensing requirements for online marketing
- Measure 6: Ensuring compliance with third country regulations
- Measure 7: Clarity about legal entities using internet domains

The Enforcement Toolkit³⁸

- Measure 1 - Proactive technology-based detection and investigatory techniques
- Measure 2 – Powers to promptly take action where websites are used to conduct illegal securities and derivatives activity, and other powers effective in curbing online misconduct
- Measure 3 - Increasing efficient international cooperation and liaising with criminal authorities and other local and foreign partners
- Measure 4 – Promoting enhanced understanding and efforts by, and collaboration with, providers of electronic intermediary services with regards to digital illegal activities
- Measure 5 - Additional efforts to address regulatory and supervisory arbitrage

Sobressai-se aqui a Medida 3, do Conjunto de Ferramentas para Políticas Normativas: Responsabilidade pelo marketing online. Nela é ressaltado que os membros da IOSCO devem exigir, sujeito às leis e regulamentos de sua jurisdição, que a administração (seja de intermediários, emissores, ou quaisquer envolvidos) assuma a responsabilidade pela precisão das informações fornecidas a potenciais investidores em nome da empresa, incluindo aquelas fornecidas por meio de vários canais de mídia social, incluindo influenciadores, e a divulgação oportuna de informações necessárias sobre riscos potenciais e conflitos de interesse para evitar possíveis danos financeiros ao consumidor.

³⁸ Conjunto de Ferramentas para Execução

Medida 1 - Detecção proativa baseada em tecnologia e técnicas de investigação

Medida 2 – Poderes para agir prontamente quando sites são usados para realizar atividades ilegais de valores mobiliários e derivativos, e outros poderes eficazes para coibir má conduta online

Medida 3 - Aumentar a cooperação internacional eficiente e a articulação com as autoridades criminais e outros parceiros locais e estrangeiros

Medida 4 – Promover um melhor conhecimento e esforços por parte dos prestadores de serviços de intermediação eletrônica e colaboração com os mesmos relativamente a atividades ilegais digitais

Medida 5 - Esforços adicionais para abordar a arbitragem regulatória e de supervisão



4.4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A CVM já possui normas que de certa forma tangenciam o Problema Regulatório abordado neste AIR, ainda que não regulamente diretamente os influenciadores digitais. Já existe um conjunto de atividades reguladas que podem ser equivalentes a certos modos de atuação dos influenciadores digitais, havendo ali apenas um potencial problema de supervisão e sanção de atuação irregular (sem registro perante a CVM), não um problema normativo. Restaria, portanto, a possibilidade de assimetria informacional e lacuna regulatória apenas nos modos de atuação dos influenciadores que não se sobreponham a alguma atividade regulada pela CVM, contanto que essa atuação ocorra a mando de participantes regulados.

Os autorreguladores estão atualmente consultando seus regulados/associados para melhor esclarecer o relacionamento entre estes e os influenciadores digitais. Os mesmos também expressaram que estão aguardando os resultados apresentados por esta AIR (prevista na Agenda Regulatória CVM 2022³⁹) para ultimar esforços na orientação e supervisão dos seus regulados/associados. Ou seja, a atuação autorreguladora já encontra-se prevista e em linha com a atuação reguladora.

Os principais reguladores internacionais tendem a utilizar seu arcabouço normativo tradicional para lidar com os influenciadores digitais, complementando-os com guias orientativos. A via regulatória não é introduzida sobre a atuação direta dos influenciadores digitais, apenas sobre a divulgação de informações acerca de sua atuação contratada por participantes regulados.

Regulador	Como trata o problema hoje
Securities and Exchange Commission – SEC / USA	A SEC tem classificado os influenciadores digitais como uma variante de atividade de promoção de valores mobiliários, processando-os dentro do seu arcabouço vigente.
Financial Conduct Authority / UK	A FCA tem tratado os influenciadores como “promotores financeiros”, tratando-os dentro da legislação vigente. Em 2015 publicou um guia sobre Mídias Sociais onde esclarece sua abordagem de supervisão
Australian Securities & Investment Commission - ASIC	A ASIC publicou um “Information Sheet” que descreve como a lei se aplica aos influenciadores de mídia social e aos regulados que os usam.
The Dutch Authority for the Financial Markets – AFM / Holanda	A AFM alerta os fin-fluencers sobre a legislação que se aplica a eles e os lembrará de sua responsabilidade de tomar conhecimento e cumprir essa legislação, bem como acerca das vedações existentes em seu arcabouço regulatório.
The European Securities Markets Authority - ESMA	A ESMA, através dos formulários do MiFID II, pede aos seus membros “especificar em qual(is) plataforma(s) de mídia social, rede(s) e ferramenta(s), bem como o número de influenciadores usados pela empresa, se houver.
International Organization of Securities Commissions - IOSCO	A IOSCO conduziu extensiva pesquisa entre suas jurisdições-membro para mapear, dentre outros, o impacto das mídias sociais. Em sua conclusão ela recomenda que a administração (seja de intermediários, emissores, ou quaisquer envolvidos) assuma a responsabilidade pela precisão das informações fornecidas a potenciais investidores em nome da empresa, incluindo aquelas fornecidas por meio de vários canais de mídia social, incluindo influenciadores, e a divulgação oportuna de informações necessárias sobre riscos potenciais e conflitos de interesse para evitar possíveis danos financeiros ao consumidor.

³⁹ <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-lanca-agenda-regulatoria-para-2022>



Vale destacar alguns pontos em comum entre as iniciativas adotadas por outras jurisdições. Em todos os casos analisados o foco principal encontra-se sobre o participante regulado. Nenhuma das jurisdições analisadas procuram de alguma forma incluir dentro do seu perímetro regulatório o influenciador financeiro em si. De modo geral, quando se tem um arcabouço regulatório vigente, há uma tendência a fazer uso de tais regras para fazer frente aos desafios impostos pelas novas formas de comunicação no mercado de capitais. Cabe destacar ainda o papel protagonista do agente regulado, conforme orientação da IOSCO, na assunção de responsabilidade por terceiros, que em seu nome, atuam na promoção de produtos financeiros.



5. OBJETIVOS REGULATÓRIOS A SEREM ALCANÇADOS

Nas seções anteriores apresentamos o Problema Regulatório objeto deste AIR, a **falta de transparência no relacionamento entre os influenciadores digitais e os participantes do mercado de valores mobiliários regulados pela CVM, gerando assimetria informacional entre os investidores e tais entidades**. Apresentamos também as diversas regulações já existentes, tanto no mercado de valores mobiliários brasileiro quanto em jurisdições internacionais, além de propostas de regulamentação e estudos levados a cabo por entidades autorreguladoras nacionais. A partir desses insumos podemos agora definir quais os objetivos regulatórios a serem alcançados.

Claramente, o objetivo principal é dar total transparência ao relacionamento ora existente entre influenciadores digitais e os participantes do mercado de valores mobiliários regulados pela CVM. Essa maior transparência trará ao investidor informações relevantes na hora de tomar decisões sobre seguir orientações de investimento fornecidas por qualquer influenciador digital.

O fato de ser patrocinado pelo emissor/distribuidor do valor mobiliário objeto da divulgação não necessariamente determina que o influenciador possa levar o investidor a erro, mas com essa informação adicional o investidor poderá sopesar todo o conjunto de informações e decidir, de forma consciente, se acata a recomendação ou não. Hoje existem relações contratuais entre influenciadores financeiros e participantes regulados pela CVM que estão completamente fora do alcance dos investidores. Evidentemente, é natural questionar qualquer tipo de promoção de conteúdo não isenta, a questão que se impõe é que, atualmente, parte não desprezível dessas relações, não são do conhecimento do público investidor.

Poder-se-ia até dizer que a informação do influenciador ganha mais respeitabilidade, uma vez que o emissor/distribuidor é visto como corresponsável por aquela informação. Na medida em estes se tornam corresponsáveis pelas informações, eles também devem ser responsabilizados por quaisquer danos que uma informação indevida possa acarretar ao investidor, em linha com o que aconselha a IOSCO, conforme visto na seção anterior.



6. DEFINIÇÃO DAS ALTERNATIVAS POSSÍVEIS AO ENFRENTAMENTO DO PROBLEMA REGULATÓRIO

Definido o Problema Regulatório objeto deste AIR, a **falta de transparência no relacionamento entre os influenciadores digitais e os participantes do mercado de valores mobiliários regulados pela CVM**, apresentadas as diversas regulações já existentes, tanto no mercado de valores mobiliários brasileiro quanto em jurisdições internacionais, e definidos quais os objetivos regulatórios a serem alcançados, cabe agora apresentar as alternativas regulatórias identificadas.

O Decreto Nº 10.411, de 30 de junho de 2020, regulamenta a análise de impacto regulatório e dispõe sobre o seu conteúdo.⁴⁰ O Art. 7º do Decreto, por sua vez, oferece uma lista de metodologias para aferição da razoabilidade do impacto econômico das propostas apresentadas. Nesse estudo, os impactos regulatórios esperados das propostas serão abordados por meio de uma análise de custo-benefício. Uma vez que a mensuração quantitativa das rubricas a serem apresentadas é inviável, ela será de caráter qualitativo.

As alternativas podem ser categorizadas em três tipos: não ação, ação não normativa, e ação normativa.

6.1. ALTERNATIVAS

Abaixo serão apresentadas as alternativas propostas para mitigação do Problema Regulatório ora posto. Aqui já se frisa novamente o que foi posto acima: alternativas normativas que visem criar uma categoria de regulados na CVM para “influenciadores digitais” foram desconsideradas por serem impraticáveis economicamente, fora de qualquer convergência a padrões internacionais e de alto risco jurídico.

Outro ponto a ser mencionado é que alternativas de autorregulação já se encontram em andamento e a CVM vem interagindo com tais participantes para alinhar tais ações aos objetivos buscados. Logo, essa atuação está dada e consiste em cenário base para todas as demais alternativas, não em uma alternativa isolada.

6.1.1. NÃO AÇÃO

A primeira proposta, que deve ser sempre considerada pelo ente regulador é a de não ação. O Problema Regulatório realmente está a requerer alguma ação por parte do regulador? Há riscos na continuidade do *status quo*? O problema levantado se mostrou risível, ou de repercussão limitada? A não ação obviamente traz o benefício de evitar a edição de uma nova norma, evitando os custos desta edição por parte do regulador, bem como os custos de observância a ela associados para os regulados.

⁴⁰ http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/decreto/d10411.htm



6.1.2. ATUAÇÃO NÃO NORMATIVA

Outra alternativa que deve ser avaliada pelo regulador é a de uma Atuação Não Normativa, ou seja, o regulador pode lançar meio de Ofícios Circulares e Pareceres de Orientação (interpretações de normativos já vigentes), ações de dissuasão ou persuasão, dentre as quais podem constar ações autônomas ou via convênios com entidades do mercado.

A CVM já possui um programa voltado para fomento da educação financeira, e com ações específicas de orientação do investidor quantos aos riscos de aceitar orientação de influenciadores de investimento seriam alvissareiras (atuação persuasiva). A CVM poderia, por exemplo, criar painéis na *World Investor Week* sobre o assunto, disponibilizar guias em seu Portal do Investidor, disponibilizar vídeos curtos em suas plataformas digitais para alertar investidores quanto aos riscos de aceitar orientações de pessoas que talvez não tenham a qualificação necessária, ou apresentem problemas de conflito de interesse.

6.1.3. ATUAÇÃO NORMATIVA

A terceira proposta, evidentemente, é a Atuação Normativa. Esta ação deve endereçar exatamente o Problema Regulatório apresentado, ou seja, deve(m) ser editada(as)/alterada(s) normas para atacar a falta de transparência aos investidores no relacionamento entre influenciadores digitais e os participantes do mercado de valores mobiliários regulados pela CVM.

Como já citado no item 4.1.5, já houve no arcabouço regulatório brasileiro a caracterização de manipulação fraudulenta para casos de divulgação, sem o devido caráter de publicidade legal, de “matéria relativa a títulos e valores mobiliários, seu mercado, cotação e perspectivas, ou sobre a respectiva sociedade emitente” sem que o autor, ou veiculador, estivesse habilitado para isso.

Não sugerimos, agora, simplesmente restabelecer o código outrora derogado, mas sem dúvida alguma ele pode se tornar um ponto de reflexão para introdução de normatização do mercado de valores mobiliários de instrumento semelhante, adaptado, é claro, às condições atuais.

A proposta nessa direção que emerge com maior consonância com o momento atual é **a exigência de transparência ao investidor em quaisquer contratos de publicidade e divulgação de valores mobiliários celebrados entre os regulados por esta CVM e aqueles denominados influenciadores digitais, sejam os últimos pessoas físicas ou plataformas de divulgação, desde que o contrato gere benefício direto ou indireto para estes.**

Ressaltamos aqui que não faz parte desta proposta tutelar todas as ações em que um ente regulado contrate influenciadores digitais. O regulado pode contratar um influenciador para ações diversas, como divulgação da marca, ações educacionais, entre outras, sem dar publicidade ao fato. Esta proposta traz a exigência de transparência apenas naqueles contratos onde há a divulgação de informações sobre valores mobiliários, ou seja, que têm o poder de influir na decisão do investidor em adquiri-los.



7. IMPACTO DAS ALTERNATIVAS IDENTIFICADAS E CUSTOS REGULATÓRIOS

7.1. NÃO AÇÃO

Logicamente, a proposta de Não Ação não apresenta benefício incremental algum para a mitigação do problema regulatório e, presumidamente, também não apresenta custo operacional algum, a despeito de custos de imagem e de supervisão existentes atualmente na CVM e na BSM e que devem ser levados em consideração, em especial caso o problema regulatório se agrave.

A Superintendência de Orientação aos Investidores – SOI, canal de entrada de denúncias na CVM, fez uma pesquisa escolhendo algumas palavras-chaves (e.g. canal, influ*, sociais, youtube*) e eliminando outras (e.g. pirâmide*, “captação irregular”, golpe, ponzi), para identificar possíveis denúncias contra influenciadores digitais. Neste levantamento, a SOI chegou a um conjunto de 90 denúncias no período compreendido entre 2019 e 2022. Destas denúncias apenas 26 apresentavam alguma substância que levaram ao encaminhamento para a área técnica, para análise. O total de 26 processos em 4 anos não representa um esforço de supervisão hercúleo, mas mesmo este poderia ser dirimido por uma regulação mais específica e sintonizada com o ambiente digital atual.

Naquele conjunto de 90 denúncias estavam incluídos casos em que se verifica tão somente a atuação de pessoas ou empresas à margem da regulação, isto é, exercendo atividades, prestando serviços, ofertando publicamente valores mobiliários, sem os necessários registros, autorizações ou dispensas junto à CVM. Há também um rol de denúncias envolvendo matérias estranhas às da Lei nº 6.385/76, com alta incidência de notícias sobre condutas, em tese, criminosas (e.g. estelionato, crimes contra a economia popular, apropriação indébita, etc.). Portanto, ressalta-se que parte desses processos diz respeito, em verdade, a matérias fora da competência da CVM.

A BSM Supervisão de Mercados realizou o mesmo levantamento em suas bases para os anos de 2021 e 2022. Foram encontradas 10 denúncias que de alguma forma se referiam a influenciadores financeiros digitais.

7.2. AÇÃO NÃO NORMATIVA

A atuação não normativa não apresenta, logicamente, custos e benefícios diretos, pois não há uma ação específica sendo levada a cabo, mas há uma série de ações que podem e devem ser tomadas e que se inserem no escopo e missão daqueles que se ocupam da higidez e da integridade do mercado de valores mobiliários brasileiro. Trata-se aqui de ações que tangenciam o Problema Regulatório, mas que, se executadas com esmero, podem minimizar os danos causados aos investidores e demais integrantes.

Essa ação não normativa, no entanto, não ataca o problema regulatório *per se*, mas apenas algumas de suas consequências. Os programas educacionais podem mitigar a questão de o investidor ser levado



a erro, mas a falta de transparência persiste. Também não se pode afirmar que tais programas atinjam todos os investidores, ou seja, muitos ainda podem ser levados a erro. Já o ato normativo atinge a todos.

7.3. AÇÃO NORMATIVA

Principal foco desta análise de impacto, vamos fazer uma análise custo benefício da proposta de ação normativa. A proposta de exigência de transparência em quaisquer contratos de publicidade e divulgação de valores mobiliários, celebrados entre os regulados por esta CVM e aqueles denominados influenciadores digitais, sejam os últimos pessoas físicas ou plataformas de divulgação, desde que o contrato gere benefício direto ou indireto para estes últimos, traz custos e benefícios para diversos agentes.

7.3.1. CVM

Uma parte dos custos associados a alternativa em tela corresponde ao custo ordinário de emissão de uma nova norma, que inclui discussão interna entre as áreas e o Colegiado da CVM, elaboração de minuta, colocação em audiência pública, revisão das contribuições da audiência pública, aprovação final pelo Colegiado e posterior edição final da norma.

A nova norma pode trazer algumas obrigações adicionais para a CVM em termos de atividade de supervisão, em especial de acompanhamento das atividades preventivas e corretivas dos autorreguladores, porém acomodáveis dentro dos programas de supervisão já em vigor, não acarretando necessidade relevante de recursos adicionais a serem empregues.

Os benefícios da edição da norma virão em decorrência dos benefícios aos investidores, o que tenderá a promover menos casos reclamações de investidores contra a atuação prejudicial de influenciadores financeiros. Na esteira deste fato, espera-se menos casos de sanção e menores custos em decorrência da ausência desses processos.

Ademais, é possível que continuarão a existir influenciadores à margem da regulação aplicável a atividades regulamentadas pela CVM, mas para esses já existe um arcabouço regulatório.

7.3.2. AUTORREGULADORES

Os custos e benefícios para os autorreguladores, notadamente o autorregulador legal, são semelhantes àqueles que enfrenta a CVM. Inclusive, atualmente os mesmos já enfrentam o custo de supervisão acerca do assunto, mas lhe faltam parâmetros de atuação. A manifestação da CVM sobre o tema tenderá a trazer maior segurança jurídica, definindo os limites de atuação dos regulados e dos influenciadores financeiros.



Novas rotinas de supervisão deverão ser criadas pelos autorreguladores para monitoramento específico dos influenciadores financeiros. Estas podem refletir em uma possível dificuldade de execução, dadas as diferentes naturezas de contratação de serviços dos influenciadores, características das plataformas (*reels* e mensagens não gravadas) e limitação de alcance, uma vez que a regra estará restrita a influenciadores que já atuam formalmente com participantes do mercado de capitais. Entretanto, como as mesmas tendem a identificar o problema em sua origem, espera-se uma diminuição no número de casos finais e nos custos de sanção, garantindo aprimoramentos na segurança jurídica e na hígidez do mercado.

7.3.3. INTERMEDIÁRIOS E ADMINISTRADORES DE MERCADO DE BOLSA E BALCÃO

Intermediários e administradores de Mercado de Bolsa e Balcão ocupam dois papéis nesse arcabouço. Em primeiro lugar, eles já possuem o dever de supervisão das operações cursadas em seus ambientes e, portanto, a obrigação de identificar operações indevidas executadas por influenciadores (*front running*, por exemplo). Além disso, também podem contratar influenciadores para ações de divulgação e marketing, e nessa seara deverão elaborar contratos melhores, que os cerquem de garantias e os previnam de problemas futuros.

Conforme se depreende da Resolução CVM 35⁴¹, os intermediários são os primeiros *gatekeepers* e devem zelar pela manutenção da integridade dos mercados, coibindo a realização de operações irregulares ou atípicas. É recomendado que eles considerem o conteúdo publicado pelos influenciadores contratados como um insumo para a análise de alertas gerados em sua rotina de monitoramento transacional, conforme estipulado em sua política interna e abordagem baseada em risco.

7.3.4. EMISSORES

Os emissores de valores mobiliários, bem como seus prepostos na emissão e distribuição, também deverão elaborar contratos melhores, que os cerquem de garantias. Devem se resguardar para que os influenciadores contratados respeitem obrigações tais como o período de silêncio (Resolução CVM 160⁴²), bem como zelem pela veracidade e precisão das informações tais como constam nos documentos da emissão. Os benefícios aqui também são os de uma maior segurança jurídica nas relações com os influenciadores financeiros contratados, prevenindo a ocorrência de futuros impactos financeiros e de imagem.

⁴¹ <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol035consolid.pdf>

⁴² <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol160.pdf>



7.3.5. INVESTIDORES

Para os investidores em valores mobiliários não há qualquer custo associado à implementação dessa proposta. Os benefícios, pelo contrário, são diversos: (i) reconhecer claramente, entre os influenciadores financeiros, aqueles que por relação comercial podem emitir opiniões não isentas e conflitantes com o interesse do próprio investidor; (ii) ampliar a sua percepção sobre a existência de conflitos de interesse em ações de divulgação em geral, passando a adquirir maior senso crítico com relação às opiniões recebidas, mesmo que de influenciadores que se afirmam independentes; (iii) ter a ciência de que o regulador e os autorreguladores possuem canais abertos para denunciar quaisquer problemas que venham a ocorrer.

7.3.6. RESUMO DOS IMPACTOS

A proposta apresentada, qual seja, introduzir na regulação da CVM a obrigatoriedade de maior transparência na relação entre os participantes do Mercado de Capitais brasileiro e os influenciadores financeiros digitais, visa tornar o referido mercado mais hígido, aumentar a segurança jurídica para todos os participantes, e aumentar e melhorar a qualidade das informações disponíveis aos investidores para que eles tomem decisões de investimento mais bem informadas. Abaixo segue um resumo dos principais benefícios e custos e riscos previstos das propostas analisadas.

Tabela 02: Resumo dos benefícios e custos e riscos da proposta

Participantes						
Alternativa		CVM	Autorreguladores	Intermediários e Administradores de Mercado	Emissores	Investidores
Não Ação	Benefícios	Nenhum	Nenhum	Nenhum	Nenhum	Nenhum
	Custos	Custo de imagem Custos de Supervisão	Custo de imagem Custos de Supervisão	Custo de imagem Custos de Supervisão	Custo de imagem	Pode ser levado a erro
Ação Não Normativa	Benefícios					
	Custos					
Ação Normativa	Benefícios	Redução do custo de supervisão	Segurança jurídica; Parâmetros de atuação na supervisão.	Segurança jurídica Parâmetros de atuação na supervisão	Segurança jurídica	- Identificação de possíveis conflitos de interesse; - Observar com maior espírito crítico mesmo os influenciadores independentes; - Tomar ciência de que há canais de denúncia para problemas com influenciadores.
	Custos	Custos embutidos de edição de normas; Custos embutidos de supervisão.	Criação de novas rotinas de monitoração.	- Criação de novas rotinas de monitoração; - Custos embutidos de contratação formal de influenciadores.	- Custos embutidos de contratação formal de influenciadores.	

Fonte: CVM



8. RECOMENDAÇÃO DE ALTERNATIVA REGULATÓRIA E CONCLUSÃO

Conforme apresentado nas seções prévias deste trabalho, o principal objetivo deste estudo foi tratar a falta de transparência no relacionamento entre os influenciadores digitais e os participantes do mercado de valores mobiliários regulados pela CVM, e as alternativas, normativas ou não, que se apresentariam para resolução do problema. O tema vem ganhando importância nos últimos anos com o aumento no número de investidores que começaram a investir de forma mais ativa em valores mobiliários e com o aumento do número daqueles atores que se apresentam como influenciadores financeiros digitais.

A execução desse estudo teve como ponto de partida um problema que dizia respeito à atuação dos influenciadores digitais no mercado de valores mobiliários. Uma análise mais apurada nos levou a ver que esse problema era muito amplo e, em grande medida, fora da competência regulatória da CVM. O problema regulatório foi então restrito à possível **falta de transparência no relacionamento entre os influenciadores digitais e os participantes do mercado de valores mobiliários regulados pela CVM, gerando assimetria informacional entre os investidores e tais entidades.**

Em uma revisão dos normativos da CVM, verificou-se que o problema era tratado do ponto de vista daquilo não permitido aos influenciadores executarem, na medida em que estes adentrassem no campo das atividades reguladas pela CVM, havendo ainda a lacuna de uma norma que tratasse do relacionamento destes com os participantes regulados do mercado de valores mobiliários. Os autorreguladores consultados também pontuaram que necessitavam de parâmetros para melhor orientar seus associados e monitorar o mercado. Importantes reguladores internacionais vem tratando diretamente desta questão, e a própria IOSCO sugere como boa prática medidas que responsabilizem os diretores dos participantes regulados pelas ações levadas à cabo através do marketing *online*.

O objetivo regulatório a ser alcançado é o de dar total transparência ao relacionamento possivelmente existente entre influenciadores digitais (não regulados) e os participantes do mercado de valores mobiliários regulados pela CVM. Essa maior transparência trará ao investidor melhores insumos na hora de se decidir sobre seguir ou não orientações de investimento fornecidas por qualquer influenciador digital. Com efeito, a informação ganha mais respeitabilidade, uma vez que o participante regulado se torna corresponsável pela informação, podendo inclusive ser responsabilizado por quaisquer danos que uma informação indevida possa acarretar ao investidor.

As alternativas identificadas para enfrentar esse problema regulatório são três: a não ação, a ação não normativa e a ação normativa. A não ação representa a manutenção do *status quo*, o qual nos levou a perceber essa situação como problema. A segunda opção seria uma opção não normativa - a CVM já vem empregando, desde 2019, a edição de Ofícios Circulares e Pareceres de Orientação (interpretações de normativos já vigentes), ações de dissuasão ou persuasão, dentre as quais podem constar ações



autônomas ou via convênios com entidades do mercado, além de ações educacionais genéricas para alertar os investidores acerca dos riscos associados à receber “dicas” sobre investimentos oriundas de pessoas não habilitadas para tal.

A terceira proposta, evidentemente, é a Atuação Normativa. Esta ação deve endereçar exatamente o Problema Regulatório apresentado, ou seja, deve(m) ser editada(as)/alterada(s) normas para atacar a falta de transparência no relacionamento entre influenciadores digitais e os participantes do mercado de valores mobiliários regulados pela CVM.

A proposta nessa direção que emerge com maior consonância com o momento atual é **a exigência de transparência em quaisquer contratos de publicidade e divulgação de valores mobiliários celebrados entre os regulados por esta CVM e aqueles denominados influenciadores digitais, sejam os últimos pessoas físicas ou plataformas de divulgação, desde que o contrato gere benefício direto ou indireto para estes.**

Com relação ao impacto das alternativas regulatórias identificadas, e seus potenciais custos regulatórios, temos que a proposta de Não Ação não apresenta benefício incremental algum para a mitigação do problema regulatório em pauta e, presumidamente, também não apresenta custo operacional algum, a despeito de custos de imagem e de supervisão existentes atualmente na CVM e na BSM e que devem ser levados em consideração, em especial caso o problema regulatório se agrave.

A atuação não normativa não apresenta, logicamente, custos e benefícios diretos, pois não há uma ação específica sendo levada a cabo, mas há uma série de ações que podem e devem ser tomadas e que se inserem no escopo e missão daqueles que se ocupam da higidez e da integridade do mercado de valores mobiliários brasileiro. Essa ação não normativa, no entanto, não ataca o problema regulatório *per se*, mas apenas algumas de suas consequências. Os programas educacionais podem mitigar a questão de o investidor ser levado a erro, mas a falta de transparência persiste. Também não se pode afirmar que tais programas atinjam todos os investidores, ou seja, muitos ainda podem ser levados ao erro. Já o ato normativo atinge a todos.

A atuação normativa, na proposta de a introdução na regulação da CVM da obrigatoriedade de maior transparência na relação entre os participantes do mercado de valores mobiliários brasileiro e os influenciadores digitais, apresenta benefícios e custos específicos para investidores, autorreguladores, intermediários e administradores de mercado e emissores, conforme apresentado na seção anterior. De uma maneira geral e qualitativa, entendemos que os benefícios identificados superam os custos elencados.

Este estudo conclui, portanto, pela recomendação da inclusão no arcabouço normativo da CVM de dispositivo que preveja a **exigência de transparência e divulgação ativa de quaisquer relações contratuais de publicidade e divulgação de valores mobiliários celebrados entre os regulados por esta CVM e aqueles denominados influenciadores digitais, sejam os últimos pessoas físicas ou plataformas de divulgação, desde que o contrato gere benefício direto ou indireto para estes.**



9. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

APIMEC BRASIL - Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais. “Código de Conduta da Apimec para o Analista de Valores Mobiliários”. Disponível em

http://www.apimec.com.br/Apimec/show.aspx?id_canal=3760&id_materia=29368

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS.

____. “Relatório Influenciadores de Investimentos – 1ª Edição”. Disponível em:

https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos.htm

____. “Relatório Influenciadores de Investimentos – 2ª Edição”. Disponível em:

https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos-2.htm

____. “Relatório Influenciadores de Investimentos – 3ª Edição”. Disponível em:

https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos-3.htm

AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENT COMMISSION. “ASIC issues information for social media influencers and licensees”. Disponível em: <https://asic.gov.au/about-asic/news-centre/find-a-media-release/2022-releases/22-054mr-asic-issues-information-for-social-media-influencers-and-licensees/>

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução 4.292, de 20 de dezembro de 2013

____. RESOLUÇÃO Nº 39.

Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1966/pdf/res_0039_v2_l.pdf

B3 - BRASIL BOLSA BALCÃO.

____. Pessoas Físicas - Uma análise da evolução dos investidores na B3 – Setembro de 2022 – Disponível em:

<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/5fd7b7d8-54a1-472d-8426-eb896ad8a3c4/e592e4a4-1ad2-61b5-9212-b958a9840577?origin=1>

____. A Descoberta da Bolsa pelo Investidor Brasileiro – Disponível em:

https://www.b3.com.br/data/files/DE/47/57/09/B3866710D32004679C094EA8/Pesquisa%20PF_Apresentacao_final_11_12_20_.pdf

____. “PROGRAMA DE QUALIFICAÇÃO OPERACIONAL - Roteiro Básico”. Disponível em:

https://www.b3.com.br/data/files/AA/E2/A1/7B/464135103A135D25790D8AA8/Roteiro_PQO.pdf

DUTCH AUTHORITY FOR FINANCIAL MARKETS. “The Pitfalls of Influencing” – Disponível em:

<https://www.afm.nl/~profmedia/files/publicaties/2021/pitfalls-of-finfluencing.pdf>

EUROPEAN SECURITY AND MARKETS AUTHORITY

____. “Keeping on track in an evolving digital world”. Disponível em:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-5533_keynote_speech_-_verena_ross_-_keeping_on_track_in_an_evolutionary_digital_world.pdf



____. "ESMA's Statement on Investment Recommendations on Social Media". Disponível em:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-154-2780_esmas_statement_on_investment_recommendations_on_social_media.pdf

____. "Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing". Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014R0596>

____. "Consultation Paper: Review of the technical standards under Article 34 of MiFID II". Disponível em:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-36-2640_cp_on_passporting_ts_under_art_34_of_mifid_ii.pdf

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY – UNITED KINGDOM. "Finalised guidance: Social media and customer communications". Disponível em: <https://www.fca.org.uk/publication/finalised-guidance/fg15-04.pdf>

GOVERNO DO BRASIL. "LEI Nº 4.728, DE 14 DE JULHO DE 1965". Disponível em:

https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14728.htm

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS.

____. "Report on Retail Distribution and Digitalisation – Consultation Report". Disponível em:

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD695.pdf>

____. "Report on Retail Distribution and Digitalisation – Final Report". Disponível em:

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD715.pdf>

JORNAL EDIÇÃO DO BRASIL. "Brasil é o terceiro país do mundo que mais utiliza as redes sociais". Disponível em:

<https://edicaodobrasil.com.br/2022/06/10/brasil-e-o-terceiro-pais-do-mundo-que-mais-utiliza-as-redes-sociais/>

O ESTADO DE SÃO PAULO - Estadão E-Investidor

____. "GameStop, short squeeze e Reddit: tudo o que você precisa saber" Disponível em:

<https://einvestidor.estadao.com.br/videos/gamestop-short-squeeze-e-reddit-tudo-o-que-voce-precisa-saber/>

UNITED STATES GOVERNMENT

____. SECURITIES ACT OF 1933 - Disponível em:

<https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>

____. SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 - Disponível em:

<https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION

____. "SEC Adopts Modernized Marketing Rule for Investment Advisers" - Disponível em:

<https://www.sec.gov/news/press-release/2020-334>

____. "Investment Adviser Marketing" - Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/final/2020/ia-5653.pdf>

