Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro

Vol. nº 189, jan. 2025/jun. 2025

EXPERT
EDITORA DIGITAL

rdm
revista de direito mercantil

RDM 189

Artigos e Atualidades:

1. Direito societário e sustentabilidade: notas conceituais e o cenário regulatório brasileiro — (Sheila C. Neder Cerezetti; Gabriela de Oliveira Junqueira)

2. O histórico e a função da cláusula de rateio ou proporcionalidade em apólices de seguro — (Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa)

3. O perfil do poder de controle nas companhias brasileiras — (José Marcelo Martins Proença; Ana Carolina Barbosa Simões; Henrique Sena Rebouças Paschoal)

4. This is not financial advice – Limites da regulação da finfluência no mercado de capitais — (Marco Aurélio Fernandes Garcia; Natália Fioravanti Salvadori)

5. Retirada de holding: o direito de se desassociar por completo — (Fernando de Andrade Mota; Ana Carolina Yoshida Hirano de Andrade Mota)

6. O voto plural nas sociedades anônimas brasileiras: impactos e desafios à luz do direito concorrencial — (Elisa Abib; Kristiane França)

7. Uso de vozes de terceiros na produção musical brasileira de mídias sintéticas – uma análise sobre suas tendências e viabilidades — (Lívia Assali)

8. Eleição de conselheiros de administração nas sociedades anônimas – a questão do voto negativo (contrário) — (Lucas Carneiro Gorgulho Mendes Barros; Bruno Robert; Eduardo Campos Netto de Souza)

9. Opções de compras de ações (stock options) como mecanismo de retenção de colaboradores no direito brasileiro — (Gustavo Sperb Martins Pinto; Patrick Menin Rebolho)

10. O abuso de poder de controle nas sociedades de economia mista: equilíbrio entre interesse público e privado — (Roger Vitorio Oliveira Sousa)

ISBN 978-65-6006-197-2

9 786560 061972 >

IDGLOBAL
Instituto de Direito Global

rdm
revista de direito mercantil

EXPERT
EDITORA DIGITAL

Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

industrial, econômico e financeiro

189

Publicação do Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado e Biblioteca Tullio Ascarelli do Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Ano LXIV (Nova Série)

Janeiro 2025/Julho 2025

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
Industrial, econômico e financeiro
Nova Série – Ano LXIV – n. 189 – jan. 2025/jul. 2025

FUNDADORES:

1 a FASE: WALDEMAR FERREIRA
FASE ATUAL: Profs. Philomeno J. Da Costa E Fábio Konder Comparato

CONSELHO EDITORIAL:

Alexandre Soveral Martins	Ana de Oliveira Frazão
Carlos Klein Zanini	Gustavo José Mendes Tepedino
Jorge Manuel Coutinho de Abreu	José Augusto Engrácia Antunes
Judith Martins-Costa	Luís Miguel Pestana de Vasconcelos
Paulo de Tarso Domingues	Ricardo Oliveira García
Rui Pereira Dias	Sérgio Campinho

COMITÊ DE REDAÇÃO:

Antonio Martín	Balmes Vega Garcia
Calixto Salomão Filho	Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa
Eduardo Secchi Munhoz	Erasmo Valladão Azevedo E Novaes França
Francisco Satiro De Souza Junior	Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa
José Alexandre Tavares Guerreiro	José Marcelo Martins Proença
Juliana Krueger Pela	Luiz Gastão Paes de Barros Leães
Mauro Rodrigues Penteado	Manoel De Queiroz Pereira Calças
Marcos Paulo De Almeida Salles	Marcelo Vieira Von Adamek
Newton de Lucca	Paula Andréa Forgioni
Paulo Fernando Campos Salles De Toledo	Paulo Frontini
Priscila Maria Pereira Corrêa Da Fonseca	Rachel Sztajn

Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer
Ruy Camilo Pereira Junior
Thiago Saddi Tannous
Vitor Henrique Pinto Ido
Rodrigo Octávio Broglia Mendes
Sheila Christina Neder Cerezetti
Vinícius Marques De Carvalho

COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO:

Matheus Chebli De Abreu
Heitor Augusto Pavan Tolentino Pereira
Michelle Baruhm Diegues

ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE:

Ana Carolina Amado Britto
Daniel Fermann
Luma Luz
Mariana Caroline Silva Aguiar
Rafaela Vidal Codogno
Yasmin Haddad D'Alpino
Arthur Martins Nogueira
Luiza Pereira Lessa
Maria Eduarda da Matta Ribeiro Lessa
Pedro Henrique Nobre Dantas Brandão
Sofia Buchala

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
Publicação semestral da Editora Expert LTDA
Rua Carlos Pinto Coelho, CEP 30664790 Minas Gerais, BH – Brasil
Diretores: Luciana de Castro Bastos, Daniel Carvalho

Direção Executiva: Luciana de Castro Bastos
Direção Editorial: Daniel Carvalho
Diagramação e Capa: Editora Expert
Revisão: Do Autor
A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.

Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. https://br.creativecommons.org/
"A prerrogativa da licença creative commons 4.0, referencias, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"'

AUTORES: Ana Carolina Barbosa Simões, Ana Carolina Yoshida Hirano de Andrade Mota, Bruno Robert, Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, Eduardo Campos Netto de Souza, Elisa Abib, Fernando de Andrade Mota, Gabriela de Oliveira Junqueira, Gustavo Sperb Martins Pinto, Henrique Sena Rebouças Paschoal, José Marcelo Martins Proença, Kristiane França, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes Barros, Lívia Assali, Marco Aurélio Fernandes Garcia, Natália Fioravanti Salvadori, Patrick Menin Rebolho, Roger Vitorio Oliveira Sousa, Sheila C. Neder Cerezetti

ISBN: 978-65-6006-197-2

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte, Julho de 2025

A Revista de Direito Mercantil agradece ao Instituto de Direito Global pelo fomento à publicação deste volume.

Pedidos dessa obra:

experteditora.com.br
contato@editoraexpert.com.br

CV DOS AUTORES

Sheila Cristina Neder Cerezetti

Professora de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP), Bacharel e Doutora pela mesma instituição. Foi Max Weber Postdoctoral Fellow no European University Institute, e bolsista da Alexander von Humboldt-Stiftung, com frequentes estadas de pesquisas pós-doutorais no Max Planck Institute for Comparative and International Private Law.

Gabriela de Oliveira Junqueira

Professora na graduação em Direito do Insper. Bacharel (2016) e Doutora (2024) em Direito Comercial pela Faculdade de Direito do Largo São Francisco (USP). Foi pesquisadora do projeto "Finanças Verdes e a Transformação da Propriedade no Brasil" (Newton Fund Advanced Fellowships 2017 RD 03 - NAF2R2\100124), bolsista CAPES/PRINT no *Transnational Law Institute* da *Kings College London* e pesquisadora visitante no *Max Planck Institute for Comparative and International Private Law*.

Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa

Livre-Docente em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP (2022). Professor Associado de Direito Comercial da Universidade de São Paulo (USP) e sócio fundador do PGLaw. Doutor em Direito pela Universidade de Harvard (S.J.D., 2008). Bacharel pela Universidade de São Paulo (USP). Lecionou como professor visitante na Harvard Law School e foi pesquisador visitante na Yale Law School e na Wharton Business School da University of Pennsylvania. É credenciado pela Ordem dos Advogados do Brasil e pela New York State Bar Association. É membro vice-presidente da Comissão de Mercado de Capitais e Governança Corporativa da OAB-SP e membro do conselho da Comissão Fulbright do Brasil. Foi membro do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

José Marcelo Martins Proença

Graduação em Direito pela Faculdade de Direito da USP (1989), mestrado (1999) e doutorado (2004) em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP. Atualmente é Professor Doutor da Faculdade de Direito da USP e Professor dos Cursos de Compliance, Direito Societário e Concorrencial da FGV/FGVLAW.

Ana Carolina Barbosa Simões

Graduanda em Direito pela Faculdade de Direito da USP e Coordenadora do Centro de Estudos de Direito Empresarial da Faculdade de Direito da USP (CEDEM).

Henrique Sena Rebouças Paschoal

Graduando em Direito pela Faculdade de Direito da USP e Coordenador do Centro de Estudos de Direito Empresarial da Faculdade de Direito da USP (CEDEM).

Marco Aurélio Fernandes Garcia

Doutorando em Direito Internacional pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Mestre em Direito Europeu pela Université du Luxembourg. Mestre em Direito Internacional pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, com período sanduíche fomentado na Université du Luxembourg. Advogado em São Paulo.

Natália Fioravanti Salvadori

Advogada, com diploma sanduíche pela Universidade Presbiteriana Mackenzie e Universidade de Coimbra. Pós-graduada em Processo Civil pela Universidade Presbiteriana Mackenzie. Pós-graduanda em Direito Societário pelo Insper, e membra da Comissão de Direito e Economia da OAB/SP

Fernando de Andrade Mota

Bacharel, mestre e doutor em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP). Especialista em Direito Societário pela GV Law. Advogado em São Paulo.

Ana Carolina Yoshida Hirano de Andrade Mota

Graduada, mestre e doutora pela Universidade de São Paulo (USP). Advogada em São Paulo.

Elisa Abib

Graduanda em Direito pela Universidade Federal da Bahia (UFBA). Estagiária nas áreas de Concorrencial e Comércio Exterior no Magalhães e Dias Advocacia. Cofundadora da Liga de Direito Econômico e Concorrencial (Ladec). Integrante do subnúcleo de Direito Concorrencial do Núcleo de Competições Internacionais (NCI), além de integrante do subnúcleo de Arbitragem Empresarial. Atuou como oradora nas equipes da UFBA no Philip C. Jessup International Law Moot Court (2023 e 2024), na IV WiCade – Women in Cade (2024) e pesquisadora no Willem C. Vis International Arbitration (32nd).

Kristiane França

Graduanda em Direito pela Universidade Federal da Bahia (UFBA). Estagiária nas áreas de Antitruste e Proteção de Dados no VMCA Advogados. Cofundadora da Liga de Direito Econômico e Concorrencial (Ladec). Cofundadora e integrante do subnúcleo de Direito Concorrencial do Núcleo de Competições Internacionais (NCI), além de integrante do subnúcleo de Arbitragem Empresarial. Atuou como oradora nas equipes da UFBA no Philip C. Jessup International Law Moot Court (2021 e 2022), no Willem C. Vis International Commercial Arbitration Moot (30th e 31st) e na III WiCade – Women in Cade (2023).

Lívia Assali

Advogada formada pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP), com atuação focada em propriedade intelectual e direito digital. Em sua trajetória acadêmica, participou e coordenou diversos grupos de estudos durante e após a graduação – com destaque para o Laboratório de Tecnologia da FDUSP (TechLab), o Núcleo de Proteção de Dados, o Grupo de Estudos de Direito e Entretenimento e o Grupo de Estudos em Direito do Entretenimento, das Artes e da Mídia –, focou seus estudos no âmbito da sua Tese de Láurea em Direitos Autorais e Inteligência Artificial e atualmente cursa pós-graduação em Direito Digital junto ao Instituto de Tecnologia do Rio de Janeiro em parceria com a Universidade Estadual do Rio de Janeiro (UERJ). Em sua trajetória profissional, também se especializou em Propriedade Intelectual e Direito Digital, tendo atuado junto a escritórios especializados.

Lucas Carneiro Gorgulho Mendes Barros

Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo, com extensão universitária na EBS Universität für Wirtschaft und Recht. Mestre em Direito Empresarial na Universidade de São Paulo (USP).

Bruno Robert

Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo. Mestre e Doutor em Direito Empresarial na Universidade de São Paulo (USP). LLM na Universidade de Georgetown.

Eduardo Campos Netto de Souza

Graduando em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

Gustavo Sperb Martins Pinto

Graduando em Direito na Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS).

Patrick Menin Rebolho

Advogado na equipe de Corporate e M&A do escritório TozziniFreire Advogados. Graduado em Direito com láurea acadêmica pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Aluno Especial em Direito Empresarial pela Universidade de São Paulo (USP). Pós-graduado em Direito Empresarial pela Fundação Getúlio Vargas (FGV).

Roger Vitorio Oliveira Sousa

Procurador do Estado do Amazonas, atuante junto da 1ª Câmara de Prevenção e Resolução Administrativa de Conflitos. Ex-analista Judiciário do Tribunal de Justiça do Estado do Maranhão. Pós-graduado em Direito Constitucional e em Direito Público pela Faculdade Descomplica (certificação pela UniAmérica). Pós-graduado em Direito e Processo do Trabalho pela Faculdade Pro Minas. Pós-graduado em Direito Falimentar e Recuperação Judicial, e em Seguridade Social, ambas pela Faculdade Focus. Pós-graduado em Direito Municipal pela Gran Faculdade. Bacharel em Direito pela Universidade Estadual do Piauí (UESPI).

SUMÁRIO

Direito societário e sustentabilidade: notas conceituais e o cenário regulatório brasileiro 17
Sheila C. Neder Cerezetti (USP), Gabriela de Oliveira Junqueira (USP)

O histórico e a função da cláusula de rateio ou proporcionalidade em apólices de seguro 55
Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa (USP)

O perfil do poder de controle nas companhias brasileiras 111
José Marcelo Martins Proença (USP), Ana Carolina Barbosa Simões (USP), Henrique Sena Rebouças Paschoal (USP)

"This is not financial advice" – Limites da regulação da finfluência no mercado de capitais 149
Marco Aurélio Fernandes Garcia (USP), Natália Fioravanti Salvadori (Universidade Presbiteriana Mackenzie)

Retirada de holding: o direito de se desassociar por completo 197
Ana Carolina Yoshida Hirano de Andrade Mota (USP), Fernando de Andrade Mota (USP)

O voto plural nas sociedades anônimas brasileiras: Impactos e desafios à luz do direito concorrencial 215
Kristiane França (UFBA), Elisa Abib (UFBA)

Uso de vozes de terceiros na produção musical brasileira de mídias sintéticas: uma análise sobre suas tendências e viabilidades 243
Lívia Assali (USP)

Eleição de conselheiros de administração nas sociedades anônimas: a questão do voto negativo (contrário)..... 351
Lucas Carneiro Gorgulho Mendes Barros (USP), Bruno Robert (USP), Eduardo Campos Netto de Souza (USP)

Opções de compras de ações (*stock options*) como mecanismo de retenção de colaboradores no direito brasileiro: natureza e regime jurídico aplicável..... 439
Gustavo Sperb Martins Costa Pinto (UFRGS), Patrick Menin Rebolho (FGV)

O abuso do poder de controle nas sociedades de economia mista: equilíbrio entre interesse público e privado..... 471
Roger Vitório Oliveira Sousa (UESPI)

"THIS IS NOT FINANCIAL ADVICE" – LIMITES DA REGULAÇÃO DA FINFLUÊNCIA NO MERCADO DE CAPITAIS

THIS IS NOT FINANCIAL ADVICE – LIMITS OF THE REGULATION OF FINFLUENCE IN THE CAPITAL MARKET

Marco Aurélio Fernandes Garcia[337] *(USP)*
Natália Fioravanti Salvadori[338] *(Universidade Presbiteriana Mackenzie)*

RESUMO

Este trabalho discute o atual panorama regulatório dos influenciadores financeiros, com ênfase na atuação da CVM e na interlocução entre os influenciadores financeiros e figuras reguladas pelas RCVM. Adotando o método dialético, apontamos as atuais lacunas regulatórias contratando a atuação dos influenciadores financeiros com as atividades reguladas, concluindo que a finfluência não se enquadra nestas. A partir da análise, argumentamos a favor da criação de uma nova categoria regulatória – o influenciador financeiro –, que estaria sujeita a uma nova e distinta estrutura regulatória, a qual não demandaria inscrição prévia, mas imputaria aos influenciadores financeiros um conjunto qualificado de deveres de diligência e de informação. Estes deveres envolveriam, ao menos, obrigações de diligência antes, durante e após a publicação de conteúdo, dentre as quais, o dever de revelação de parcerias pagas, de comunicação de potenciais conflitos de interesses, e de moderação de linguagem, conexos às demais categorias reguladas. Defendemos,

337 Doutorando em Direito Internacional pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Mestre em Direito Europeu pela Université du Luxembourg. Mestre em Direito Internacional pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, com período sanduíche fomentado na Université du Luxembourg. Advogado em São Paulo.

338 Advogada, com diploma sanduíche pela Universidade Presbiteriana Mackenzie e Universidade de Coimbra. Pós-graduada em processo civil pela Universidade Presbiteriana Mackenzie. Pós-graduanda em direito Societário pelo Insper, e membra da Comissão de Direito e Economia da OAB/SP.

por conseguinte, que a criação desta nova categoria regulatória aprimoraria a fiscalização nesta seara e melhoraria a proteção dos valores jurídicos conexos ao adequado funcionamento do mercado de capitais.

PALAVRAS-CHAVE: regulação; mercado de capitais; influenciador; influenciador financeiro; CVM; consultor de valores mobiliários; analista de valores mobiliários.

ABSTRACT

This work discusses the current regulatory landscape of financial influencers, with an emphasis on the role of the CVM (Brazilian Securities Commission) and the interaction between financial influencers and entities regulated by CVM Resolutions. Employing a dialectical method, we highlight existing regulatory gaps by contrasting the activities of financial influencers with those of regulated categories, concluding that financial influence does not fit within these. Based on this analysis, we argue in favor of creating a new regulatory category—the financial influencer—which would be subject to a new and distinct regulatory framework. This framework would not require prior registration but would impose on financial influencers a qualified set of duties related to diligence and disclosure. These duties would include, at a minimum, obligations of diligence before, during, and after content publication, among which are the duty to disclose paid partnerships, communicate potential conflicts of interest, and moderate language, in connection with other regulated categories. We therefore contend that the establishment of this new regulatory category would enhance oversight in this field and improve the protection of legal values tied to the proper functioning of the capital markets.

KEYWORDS: regulation; capital market; influencer; financial influencer; CVM; securities consultant; securities analyst.

INTRODUÇÃO

Uma efêmera postagem na plataforma Instagram, feita pela personalidade Kim Kardashian, oferecia aos seus mais de 220 milhões de seguidores os criptoativos da Ethereum Max Token, pedindo para que os usuários clicassem para saber mais e adquirir os produtos[339]. Embora seguida do famoso brado *finfluenciador,* "*This is not financial advice*" ("Isso não é um conselho financeiro", em tradução livre), tratava-se de mais um esquema de manipulação de preços de criptoativos fundado no pagamento de figuras públicas, para inflacioná-los artificialmente. Corrobora com isso o acordo milionário celebrado entre Kardarshian e a SEC para extinguir o processo administrativo correlato à postagem, em razão da alegada divulgação irregular de valores mobiliários ao público norte-americano[340].

No Brasil, o influenciador digital Gabriel Saletti Pinotti divulgava conteúdos supostamente educativos relacionados a "*Day Trade*"[341] e vendia cursos financeiros com a promessa de alta lucratividade em curto período, sendo atualmente investigado pela Polícia Federal por fazer mais de 200 vítimas e gerar a perda estimada de 15 milhões de reais[342].

---

339 Uma cópia da postagem pode ser encontrada em: NOVAK, Matt, **Kim Kardashian Will Pay SEC $1.26 Million Over Instagram Ad for Worthless Crypto**, 03 de outubro de 2022. Disponível em: https://gizmodo.com/kim-kardashian-sec-million-crypto-ad-instagram-facebook-1849607978. Acesso em 21 de outubro de 2024.

340 A acusação pode ser encontrada em: ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA, SECURITIES EXCHANGE COMMISSION, **Administrative Proceeding File No. 3-21197 In the Matter of KIMBERLY KARDASHIAN**,03 de outubro de 2022. Disponível em: https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2022/33-11116.pdf. Acesso em 21 de novembro de 2024. Sobre o acordo, SWENEY, Mark, **Kim Kardashian to pay $1.26m to settle crypto charges**, 03 de outubro de 2022. Disponível em: https://www.theguardian.com/lifeandstyle/2022/oct/03/kim-kardashian-settle-crypto-charges-instagram-post. Acesso em 21 de novembro de 2024. O valor da multa é equivalente ao valor inicial recebido pela postagem (250 mil dólares), acrescido de juros e multa de 1 milhão de dólares.

341 O termo "*day trade*" refere-se à prática de comprar e vender ativos financeiros, como ações, no mesmo dia. O objetivo dessa estratégia é aproveitar as flutuações de preço no curto prazo para obter lucro.

342 G1. **Influencer suspeito de golpes milionários de investimento prometia 'vida mudada' e US$ 1 milhão em capitais em 1 ano; vídeo**. Disponível em: https://g1.globo.

O que fazer com o fenômeno da *finfluência*? *Quo vadis*?

O mercado de capitais vem sofrendo uma mudança sísmica em sua composição, com grande influxo dos investidores pessoas físicas (investidores de varejo). Em relatório publicado no Fórum Econômico Mundial de 2022, notou-se que os investidores de varejo se informam quase igualmente por assessores financeiros e por conteúdo digital financeiro, recorrendo também às mídias sociais para auxiliá-los em suas decisões de investimento[343]. Em pesquisa recente da B3, notou-se que 75% das pessoas iniciaram os seus investimentos com base em informações de influenciadores[344].

Os *finfluenciadores* prosperam em meio a um ambiente de baixa instrução financeira e crescente demanda por conteúdo referente a investimentos. O conteúdo financeiro por eles produzido é capaz de afetar e alterar significativamente decisões e estratégias de investimento dos investidores de varejo.

Entretanto, parece-nos que há uma relevante lacuna na regulação da atuação dos *finfluenciadores*, que merece ulterior exploração. Dedicamos, assim, este breve artigo à análise do panorama regulatório da finfluência, com particular ênfase na atuação normativa da CVM sobre esta seara, assim como à discussão sobre os limites e fronteiras da regulação da finfluência.

Para tanto, dividimos este artigo da seguinte forma. Primeiro, explicamos brevemente o que significa a alcunha *influenciador* e *finfluenciador*, assim como o *fenômeno da finfluência*. Em segundo lugar, apresentamos e discutimos o panorama regulatório atual da finfluência no Brasil, particularmente de acordo com as recentes normativas

---

com/sp/ribeirao-preto-franca/noticia/2024/06/21/influencer-suspeito-de-golpes-milionarios-de-investimento-prometia-vida-mudada-e-us-1-milhao-em-capitais-em-1-ano-video.html. Acesso em 24 nov. 2024.

343 WORLD ECONOMIC FORUM, **The Future of Capital Markets: Democratization of Retail Investing In collaboration with Accenture and BNY Mellon – Insight Report**, Agosto de 2022, p. 41. Disponível em: https://www3.weforum.org/docs/WEF_Future_of_Capital_Markets_2022.pdf. Acesso em 24 nov. 2024.

344 B3, **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. Acesso em 22 nov. 2024.

da CVM. Na sequência, abordamos diversos desafios à regulação da finfluência, incluindo as nossas breves sugestões de regulação para mitigar os conflitos que surgem da atuação dos *finfluenciadores*. Ao final, concluímos este trabalho com as nossas considerações finais.

Note-se que a análise deste trabalho é centrada na regulação do fenômeno da finfluência no mercado de capitais, com enfoque na atuação da CVM. Diante da apontada lacuna regulatória, visamos apresentar ideias e sugestões regulatórias com base na experiência de outros ordenamentos jurídicos, rogando para que este trabalho, ainda que incipiente, sirva como subsídio legislativo para as mudanças que entendemos adequadas para regular o fenômeno da finfluência.

1. O FENÔMENO *FINFLUENCER*

Conforme a BSM, entidade integrante do grupo B3 responsável pela supervisão dos mercados financeiros administrados pela bolsa brasileira, são considerados influenciadores pessoas naturais e jurídicas que sejam reconhecidas por sua capacidade de disseminar conteúdo educacional, publicitário e/ou informações, bem como induzir comportamentos, em especial por meio de redes sociais[345]. Há várias formas de valorar a atuação de um influenciador, sendo as métricas de avaliação e classificação definidas pelo número de impressões nas redes sociais[346].

Há dois anos, pesquisas realizadas pela Nielsen já indicavam que a quantidade de influenciadores digitais superava em cinco vezes

345 BSM. **Nota de orientação: influenciadores digitais**, São Paulo, 2023. Disponível em, <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/NO-BSM-20-2023-Influenciadores-Digitais.pdf>. Acesso em 20 nov. 2024. De acordo com a BSM, trata-se de definição compatível com a adotada pela North American Securities Administrators Association (NASAA), Disponível em: https://www.nasaa.org/64940/informed-investor-advisory-finfluencers/. Acesso em 22 nov. 2024.

346 SCHINAIDER, Anelise Daniela; BARBOSA, Isabelle Noga. Os Influenciadores Digitais no Processo de Tomada de Decisão de Seus Seguidores, **Revista de Administração, Sociedade e Inovação,** v. 5, n. 3, p. 98-115, 2019. Disponível em: http://www.spell.org.br/documentos/ver/54663/os-influenciadoresdigitais-no-processo-de-toma. Acesso em 24 nov. 2024.

a quantidade de médicos no Brasil[347]. Referido dado se torna mais preocupante à medida que se tem em mente a quantidade de horas médias despendidas pelos brasileiros navegando na internet, que supera 10 horas diárias, das quais, 3 horas e 42 minutos são destinadas ao acesso às redes sociais[348].

Diante deste panorama, o papel desempenhado pelos influenciadores na divulgação de conteúdos educacionais ou publicitários, trata-se de tema que demanda atenção, haja vista que a disseminação de conteúdo sem a observância de determinados parâmetros pode ser prejudicial, sobretudo, quando relacionada a informações financeiras, ou seja, em relação aos *finfluenciadores*, impactando a credibilidade e a integridade dos mercados de capitais e financeiro[349].

E, tal qual ocorre com os demais influenciadores digitais, a *finfluência* segue em crescimento acelerado ao redor do mundo. No Brasil, o número de influenciadores digitais de finanças teve crescimento exponencial nos últimos anos, de acordo com a Anbima quase triplicou em três anos, saltando de 266 no segundo semestre de 2020 para 571 no primeiro semestre de 2024. O número de seguidores, por sua vez, quase quadruplicou nesse mesmo intervalo de tempo, saindo da casa dos 74 milhões para 253 milhões[350].

Referido movimento digital tem, definitivamente, influenciado os hábitos dos brasileiros. De acordo com a B3, em 2018, havia 700 mil investidores pessoas físicas, e, em 2022, foi atingida a marca de

347 CVM. **Influenciadores Digitais E O Mercado De Capitais Brasileiro**, abril de 2023. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2023/cvm-divulga-estudo-sobre-possivel-regulamentacao-envolvendo-influenciadores-digitais-e-o-mercado-de-capitais. Acesso em 24 nov. 2024.

348 EDIÇÃO DO BRASIL. **Brasil é o terceiro país do mundo que mais utiliza as redes sociais.** 10 jun. 2022. Disponível em: https://edicaodobrasil.com.br/2022/06/10/brasil-e-o-terceiro-pais-do-mundo-que-mais-utiliza-as-redes-sociais/. Acesso em: 24 nov. 2024.

349 BSM, op. cit.

350 ANBIMA. **Finfluence: quem fala de investimentos nas redes sociais,** 7ª ed. São Paulo: ANBIMA, 2024. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/18/24/20/24/655239102C02B139B82BA2A8/Relatorio-FInFluence-7ed.pdf. Acesso em 20 nov. 2024.

5 milhões de investidores, ou seja, houve um aumento de 700%, e 75% dos novos investidores relataram terem aprendido a investir assistindo a vídeos de influenciadores digitais[351], e, segundo o último relatório publicado pela Anbima, houve recorde de engajamento, com salto expressivo na quantidade de interações nas postagens dos *finfluenciadores*, sendo que cada postagem teve 2.443 interações – alta de 33,7% sobre a edição anterior, o mais alto patamar histórico[352].

Muito embora o potencial poder retido nas mãos dos influenciadores digitais atuantes no segmento de finanças, de acordo com Luiz Henrique Carvalho, gerente executivo de distribuição da Anbima, muitos deles sequer sabem exatamente o que podem ou não fazer, pois o limite não é claro[353].

E, ainda que a maioria dos *finfluenciadores* argumente que não realiza recomendações de produtos financeiros, por não os citar diretamente[354], os números do 7º Relatório Finfluence da Anbima indicam que dos 571 influenciadores ativos, 553 falam sobre produtos financeiros em seus conteúdos. Recentemente, a categoria passou a falar mais sobre renda variável (91%), e, curiosamente, esta alteração foi sentida pelo mercado, que observou um aumento de 42% (quarenta e dois por cento) nos investimentos em renda variável observados no relatório do ano anterior (2023)[355].

351 B3. **Perfil de pessoas físicas**. São Paulo, 2024. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/. Acesso em: 24 nov. 2024.

352 ANBIMA, op. cit.

353 VEJA. **Influencers de finanças entram 'na mira' de Anbima, CVM e Apimec**, Revista VEJA, São Paulo, 2024. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/economia/influencers-de-financas-entram-na-mira-de-anbimacvm-e-apimec>. Acesso em 20 nov. 2024.

354 VEJA, op. cit.

355 ANBIMA. **Finfluence: quem fala de investimentos nas redes sociais**, 7ª ed. São Paulo: ANBIMA, 2024. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/18/24/20/24/655239102C02B139B82BA2A8/Relatorio-FInFluence-7ed.pdf. Acesso em: 20 nov. 2024.

2. BREVE PANORAMA REGULATÓRIO DA FINFLUÊNCIA

O avanço do fenômeno da finfluência acendeu um alerta regulatório ao redor do mundo. Nos Estados Unidos, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), por meio do *Securities Act*, de 1933, *Securities and Exchange Act,* enquadrada a atividade dos influenciadores digitais como promoção de valores mobiliários. Preocupada com a falta de transparência nas promoções feitas por influenciadores financeiro, em 2020, a SEC alterou a normativas *Investment Advisers Act*, de 1940, *Investment Advisers Act Release No. 119*, de 1961, e *Investment Advisers Act Release No. 688*, de 1979, e passou a exigir que os influenciadores divulgassem quando pagos para promover produtos financeiros. A alteração legislativa, projetada para acomodar a evolução contínua e a interação de tecnologia e consultoria, entrou em vigor em 2021, contudo, o país segue enfrentando desafios, como os emblemáticos casos envolvendo Kim Kardashian e Keith Gill[356].

Na Europa, a realidade difere a depender do Estado, sendo válido o destaque sobre a 6ª Conferência Anual de FinTech e Regulamentação, da *European Securities and Markets Authority* (ESMA), na qual foram destacadas as mudanças radicais da digitalização e novas influências, e a subsequente publicação de comunicado declarando a aplicação da EU *Market Abuse Regulation,* quando são fornecidas recomendações de investimento nas redes sociais, frisando a necessidade de deixar claro quando há indicação de investimento. Outro destaque vai para a França, que se mostrou pioneira ao aprovar a Lei n° 2023-451, em junho de 2023, normativa bastante abrangente sobre a atuação dos influenciadores digitais em determinados segmentos, dentre os

356 O influenciador Keith Gill é acusado de manipulação de mercado por um tweet que fez que continha a menção de que ele voltaria à ação, causando uma elevação de quase 120% do preço das ações da GameStop, empresa americana listada em bolsa com capitalização superior a 7 bilhões de dólares. O tweet pode ser encontrado em: https://x.com/TheRoaringKitty/status/1789807772542067105. Acesso em 24 de novembro de 2024. A cobertura do ocorrido pode ser encontrada em: MORNING BREW, **The meme stock king revived $GME with 1 tweet**, 14 de maio de 2024. Disponível em: https://www.morningbrew.com/daily/stories/2024/05/14/memestock-king-revived-gamestop-stock. Acesso em 24 nov. 2024

quais incluem-se os investimentos em criptomoedas, e que impõe a aplicação de penalidades severas, como multa de 300 mil euros e até mesmo prisão de até 2 (dois) anos, em caso de inobservância.

No Brasil, porém, a regulação da atividade dos *finfluenciadores*, em nossa visão, ainda se mostra incipiente. De acordo com a Lei 6.385/76, compete à CVM a regulamentação não somente dos valores mobiliários, mas, do mesmo modo, dos seus agentes econômicos, sendo necessária prévia autorização para a atuação no segmento, conforme artigo 16 da referida lei. De acordo a CVM[357], a despeito dos influenciadores digitais não serem especificamente regulamentados, estes poderiam assumir o papel de atividades reguladas pela autarquia, de modo que a atuação seria, assim, passível de regulamentação.

A tímida regulação brasileira do segmento iniciou-se propriamente só em 2019, após questionamentos realizados por participantes do mercado, que refletiram na divulgação do Ofício Circular nº 2/2019, no qual foram diferenciadas atividades educacionais de prestação de serviços de análise financeira, e foram regulamentadas as transmissões ao vivo sobre tendências financeiras, como compra e venda de ações e históricos de investimentos[358].

No contexto da pandemia, que contribuiu para a ampliação do uso das mídias sociais, a regulamentação da CVM sobre os agentes regulados de mercado, envolvendo influenciadores digitais, desenvolveu-se. Em 2020 foi emitido o Ofício Circular nº 13, através do qual passou a ser exigido registro dos *finfluenciadores* como analistas de valores mobiliários, sendo certo que, na hipótese de não disporem do registro necessário, seria exigida clareza em relação ao caráter das informações, que deveriam ser indicadas como pessoais e não representativas de recomendação de investimentos, sendo exigida, também, cautela na linguagem, a fim de afastar a atuação dos influenciadores da profissional regulada. O referido ofício frisou que

357 CVM, op. cit.

358 CVM. **Ofício Circular CVM/SRE 02/2019**, 27 de fevereiro de 2019. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sre/oc-sre-0219.html. Acesso em 24 nov. 2024.

a inobservância ao quanto previsto seria passível de sanções, em razão do descumprimento da INCVM 8/79, e da Lei nº 6.385/76, podendo, inclusive, ter desdobramentos criminais.

A produção normativa sobre o tema teve grande destaque no ano de 2021, durante o qual foram publicadas quatro novas Resoluções da CVM. A primeira delas, a RCVM nº 16, que atualmente encontra-se revogada, alterou o conceito de agente autônomo de investimentos. Por conseguinte, foram publicadas resoluções esclarecendo as competências e prerrogativas dos demais agentes regulados: consultores de valores mobiliários (RCVM nº 19)[359], analistas de valores mobiliários (RCVM 20)[360], administradores de carteiras de valores mobiliários (RCVM 21)[361].

Em 2023, mais duas Resoluções sobre agentes regulados foram publicadas, visando a definição de assessores de investimentos (RCVM 178 e 196)[362]. Contudo, neste ano, merece maior destaque a publicação de um Relatório pela CVM sobre a atuação dos *finfluenciadores*, no qual foram abordadas as nuances da questão, dando um pontapé na análise sobre a necessidade uma normativa específica sobre o tema, definindo os desafios regulatórios, e inserindo o tema no Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco 2023-2024 da Autarquia[363], que é atualmente objeto de uma consulta pública (Consulta Pública SDM 04/2023)[364].

359 CVM, **Resolução CVM 19**, 25 de fevereiro de 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol019.html. Acesso em 24 nov. 2024.

360 CVM, **Resolução CVM 20**, 25 de fevereiro de 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol020.html. Acesso em 24 nov 2024.

361 CVM, **Resolução CVM 21**, 25 de fevereiro de 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol021.pdf. Acesso em 24 nov. 2024.

362 CVM, **Resolução CVM 178**, 14 de fevereiro de 2023. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol178.html. Acesso em 24 nov. 2024.

363 CVM., op. cit., 2023.

364 CVM, **Edital de Consulta Pública SDM nº 04/23**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_Edital.pdf. Acesso em 22 de novembro de 2024. p. 6.

A regulamentação da questão também é objeto de instrumentos não vinculantes da BSM, Ambima, APIMEC e CONAR. É digna de nota a atuação da BSM, que vem, desde 2021, monitorando as mídias sociais, captando informações relevantes sobre o comportamento dos *finfluenciadores* e investidores, e enviando-as à CVM, em linha com a determinação da RCVM nº 35 e com o Roteiro Básico do Programa de Qualificação Operacional da B3. Em relação à Anbima, destacam-se seus relatórios anuais sobre o tema, publicados desde 2021, e as regras para contratação de influenciadores, publicadas em 2023[365]. Quanto ao CONAR, frisa-se o "*Guia de publicidade para influenciadores digitais*", publicado em 2021[366].

Não há, contudo, conforme observa-se, uma regulamentação específica em relação à atuação dos *finfluenciadores*.

3. POR UMA NOVA CATEGORIA JURÍDICA: O INFLUENCIADOR FINANCEIRO

Precisamos de uma definição jurídica de influenciador financeiro? Deveria ser criada uma categoria jurídica para abranger o fenômeno da finfluência? Entendemos que a criação de uma nova categoria regulatória seria positiva para a regulação deste fenômeno e talvez seja necessária caso a CVM pretenda atuar de forma incisiva na regulação do fenômeno da finfluência. Parece-nos que esse é um importante primeiro passo.

Inicialmente, a nossa argumentação segue a linha de comparar-e-contrastar. Conforme apontado na seção anterior, a recente atuação normativa da CVM resultou na criação de quatro figuras, quais sejam:

365 ANBIMA, **Regras e procedimentos para contratação de influenciadores digitais nº 10, de 13 de novembro de 2023**, São Paulo, 2023. Disponível em https://www.anbima.com.br/data/files/29/47/49/82/CDE8A810B1E0B8A8B82BA2A8/1.%20RP%20Influenciador%20digital_13.09.23.pdf. Acesso em 24 nov.2024.

366 CONAR, **Guia de publicidade por influenciadores digitais**, 2021. Disponível em: http://conar.org.br/pdf/CONAR_Guia-de-Publicidade-Influenciadores_2021-03-11.pdf. Acesso em 24 de novembro de 2024.

consultores de valores mobiliários (RCVM nº 19)[367], analistas de valores mobiliários (RCVM 20)[368], administradores de carteiras de valores mobiliários (RCVM 21)[369] e assessores de investimentos (RCVM 178 e 196)[370].

Os influenciadores financeiros digitais, surpreendentemente ou não, não se enquadram adequadamente em nenhuma dessas categorias. Passamos a abordar individualmente cada uma destas categorias.

3.1 FINFLUENCIADORES V. CONSULTORES DE VALORES MOBILIÁRIOS (RCVM 19)

Designa-se consultor de valores mobiliários aquele que presta serviços de recomendação e aconselhamento, de forma profissional, independente e individualizada, ficando a adoção das estratégias de investimento em valores mobiliários exclusivamente ao cliente[371].

Diferem, contudo, os consultores de valores mobiliário dos *finfluenciadores* em ao menos quatro relevantes aspectos: (i) a atuação de forma profissional; (ii) os serviços efetivamente prestados; (iii) a forma de remuneração pelos serviços; e (iv) o alcance da divulgação do material produzido. Trataremos dos temas de forma interligada.

Não define a RCVM 19 o que é uma atuação "*profissional*", mas exige a Resolução que o consultor seja graduado em curso superior e tenha sido aprovado em exame de certificação específico (CGA, CEA, CFA nível III, por exemplo), podendo a certificação ser dispensada se o profissional comprovar experiência profissional superior a 7 anos na consultoria de valores mobiliários e/ou gestão de recursos terceiros. Não se trata, evidentemente, de um amador, em qualquer acepção do termo.

367 CVM, op. cit., 2021a.
368 CVM, op. cit., 2021b.
369 CVM, op. cit., 2021c.
370 CVM, op. cit., 2023.
371 CVM, op. cit., 2021a.

O *finfluenciador*, ao revés, é, quase por definição, um amador; um entusiasta daquilo que divulga e discute. Mesmo se o influenciador for a maior autoridade viva no assunto, quando ele publica conteúdo na forma de vídeos ou material escrito, ele naturalmente o faz com a expectativa de que o público interaja, discuta e opine. O *finfluencer* não atua visando dar orientação, recomendação ou aconselhamento, nos termos da RCVM 19, porque estas atividades, segundo a própria normativa, devem ser feitas de forma individualizada. Tratar em um vídeo na plataforma Youtube que a estratégia "*comprar e manter*" é adequada não nos parece similar à atuação de um consultor de investimentos. Inclusive, é comum que à fala do influenciador se siga a famosa frase: "Isso não é um conselho financeiro".

Entendemos também que não é idêntica a situação entre um consultor que decide aplicar a mesma estratégia para todos os seus clientes, sem análise de perfil do cliente e sem cumprir com o dever normativo de verificação da adequação dos produtos, com a do *finfluencer*. No primeiro caso, temos um consultor que exerce a sua atividade regulada de forma contrária ao espírito e à letra da RCVM, mas que, ainda assim, oferece uma análise que se supõe individualizada e direcionada para cada cliente. Essa análise deve ser, supõe-se, comunicada individualmente para cada cliente. Ainda, somente o fato de o consultor possuir clientes, ao passo que o influenciador possui um público-alvo, exacerba a distinção que desejamos fazer.

A forma de remuneração de cada figura também é excessivamente distinta. O influenciador pode ser remunerado de diversas formas, incluindo parcerias pagas, patrocínios dentro do vídeo, patrocínios das plataformas nas quais os vídeos são divulgados, doações, entre outros. O consultor é pago pelos seus clientes, de forma direta ou indireta, e o influenciador é pago ou por seus público-alvo ou por empresas que desejam exposição mediante patrocínio. O influenciador não recebe em razão das atividades de orientação, recomendação ou aconselhamento.

E os *finfluenciadores* que também são consultores de valores mobiliários registrados?

Entendemos que é importante separar as atividades. Quando atuam profissionalmente como consultores, ou quando as suas atividades profissionais preponderantes são as de consultores de valores mobiliários, estes indivíduos deverão seguir a normativa RCVM 19 e demais normativas aplicáveis. Quando produzem conteúdo financeiro de forma irrestrita, visando atingir uma vasta audiência, eles não atuam como consultores e, portanto, não deveriam seguir os mesmos ditames éticos e normativos dos consultores regulados.

Há, não obstante, um suposto *hard case*: os *coaches* financeiros, indivíduos que fornecem assessoria de investimento individualizada de forma não registrada. Tratam cada um dos seus *coachees* de forma customizada, fornecendo sugestões de investimento, de alocação de capital, entre outros, adequadas ao perfil de cada cliente. Parece-nos, entretanto, que se trata somente de atuação regulada feita de forma irregular do que de um teste ao nosso raciocínio acerca da finfluência. Desejassem atuar como consultores, deveriam estes agentes procurarem certificação e educação adequada para tanto. Caso estes indivíduos produzam conteúdo de forma geral e irrestrita, enquadrar-se-iam, neste tocante, na atuação dos *finfluenciadores* que aqui abordamos.

3.2 FINFLUENCIADORES V. ANALISTAS DE VALORES MOBILIÁRIOS (RCVM 20)

Atua como analista de valor mobiliários a pessoa física ou jurídica que elabora relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros[372]. Os relatórios de análise são compostos por textos, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários determinados, cuja função consiste em auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento.

372 CVM, op. cit., 2021b.

Qual é, então, a interlocução entre *finfluenciadores* e os analistas de valores mobiliários?

Os relatórios das casas de *research* produzidos pelos analistas possuem, de fato, uma função muito similar ao conteúdo dos *finfluenciadores*, qual seja, influenciar condutas de terceiros com relação às decisões de investimento que serão tomadas. Conforme ilustramos em nossa introdução, *finfluenciadores* são particularmente capazes de influenciar o andamento do mercado com relação à precificação de ativos tratados por eles. Com efeito, equiparam-se a relatórios de análise uma diversidade de condutas, incluindo exposições públicas, apresentações, vídeos, reuniões e conferências telefônicas. Ou seja, vídeos podem ser considerados relatórios de análise, conforme descrito no §2º do Artigo 1º da RCVM 20, de tal forma que é mister reconhecer a proximidade da atuação dos *finfluenciadores* e dos analistas[373].

O que difere um vídeo contendo um relatório de pesquisa de um vídeo feito por um influenciador que deseja analisar os valores mobiliários emitidos por um determinado emissor?

Com relação à forma e conteúdo do vídeo, é possível vislumbrar que não haveria diferença significativa, ou ao menos o público talvez não fosse capaz de diferenciar um do outro. Veja-se, por exemplo, o canal do Sr. Tiago Reis, que se proclama fundador de uma casa de análise ("*Suno Research*"), mas que contém igualmente uma pletora de vídeos onde o Sr. Reis analisa detidamente certos valores mobiliários[374].

373 Não é por outro motivo que a CVM mira, especificamente, a regularização dos finfluencers que atuam, na prática, como analistas. Cf. SCHINCARIOL, Juliana, **CVM tenta encorajar influenciador financeiro a se tornar analista**, Valor Finanças, 25 de janeiro de 2024. Disponível em: https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/01/25/cvm-tenta-encorajar-influenciador-financeiro-a-ser-tornar-analista-diz-presidente-da-autarquia.ghtml. Acesso em 22 nov. 2024. NETTO, Victoria, **Influenciadores 'analistas' entram na mira da CVM, Valor Finanças**, 22/03/2024. Disponível em: https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/03/22/cvm-mira-influenciador-analista.ghtml. Acesso em 22 nov. 2024.

374 REIS, Tiago. Tiago Reis. **Canal do YouTube**, 2024. Disponível em: https://www.youtube.com/@TiagoReisYT. Acesso em 24 nov. 2024.

Fala o Sr. Reis em seu nome ou no nome do agente credenciado "*Suno Research*"?

Agora, do ponto de vista dos deveres inerentes à produção de relatórios de análise, temos um abismo entre os *finfluenciadores* e os analistas de valores mobiliários.

Por um lado, além do credenciamento, os analistas de valores mobiliários estão sujeitos a 6 deveres específicos de natureza típica fiduciária enumerados no Artigo 13 da RCVM 20, quais sejam, em brevíssima suma: (i) a proibição de emitir relatório de análise com finalidade de obter vantagem indevida; (ii) a proibição de omitir informação sobre conflito de interesses nas informações e comunicações; (iii) a proibição de negociar valores mobiliários objeto dos relatórios de análise por prazos determinados de tempo; (iv) a proibição de participar em oferta pública de distribuição de valores mobiliários; (v) a proibição de atuar em assessoria para operações de M&A; e (vi) a proibição de divulgação prévia de relatório para pessoa que não faça parte da equipe de análise. Agregam-se a estes deveres todas as demais obrigações impostas na RCVM 20, tais como a obrigação de utilização de linguagem serena e moderada (Artigo 14), a manutenção de controles internos (Artigo 16), regras de composição das equipes de análise (Artigo 17), regras para declaração de conflitos de interesses (Artigo 22), entre diversas outras.

Por outro lado, os *finfluenciadores*, à exceção de um conjunto minúsculo de obrigações às quais possivelmente estão vinculados, conforme aduzimos na seção anterior, não há nada especificamente que os proíba de produzir análises em conflito de interesses, ou de negociar nos ativos que recomendam compra, por exemplo. Parece-nos quase que um ambiente anticompetitivo para os analistas de investimento se os compararmos à praticamente inexistente carga regulatória incidente sobre os *finfluenciadores*, sendo certo que estes desenvolvem atividades que, ao menos, sobrepõem-se àquelas determinadas como privativas àqueles.

Apesar destas considerações, a atividade dos *finfluenciadores* não se encaixa à perfeição na definição da atividade regulada dos analistas

de valores mobiliários, uma vez mais diferindo, ao menos, em relação à profissionalização da atuação (ausente nos *finfluenciadores*) e à forma de remuneração (*finfluenciadores* sendo remunerados majoritariamente mediante patrocínio derivado do número de visualizações que suas plataformas possuem).

Sobre estes pontos e tratando o tema por analogia, a CVM já se manifestou, ainda sob égide da ICVM 598 (analistas de valores mobiliários), que exercer uma atividade em "*caráter profissional*" demanda habitualidade e o recebimento de benefícios, remunerações ou vantagens que se obtenham, de forma recorrente, na oferta das recomendações feitas pelos analistas, podendo incluir taxas de assinatura, adesão, mensalidades ou anuidades. Atividades de prestação de serviços educacionais que objetivem ensinar conceitos de operações do mercado de valores mobiliários, que não envolvam recomendações de investimento, não estão sob regulação da CVM[375].

A habitualidade e recorrência das recomendações de investimento deve ser colocada em questão no atinente aos *finfluenciadores*. À margem dos algoritmos, mudam os seus conteúdos ao seu próprio alvedrio, buscando simplesmente expandir o seu público e alcance, de tal forma que é raro que eles consistentemente façam vídeos que possam ser próximos aos relatórios dos analistas (feitos em formato de vídeo). Podem o fazer, mas é de se supor que os *finfluenciadores* mudarão os seus gostos e preferências conforme expandem a sua presença digital, nem sempre produzindo conteúdo que conflita, em tese, com a atuação dos consultores.

Ainda, muitos *finfluenciadores* não se enquadrariam nos requisitos da RCVM 20, como, por exemplo, a obrigatoriedade de graduação em ensino superior e até mesmo pela ausência de reputação ilibada ou existência de condenação penal pretérita. Ocorre que, qualificados ou não, estes indivíduos são financeiramente estimulados a continuar a

375 CVM. **Ofício-Circular nº 13/2020/CVM/SIN**, 11 de novembro de 2020. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/area-tecnica-da-cvm-esclarece-duvidas-sobre-atuacao-de-influenciadores-que-recomendam-investimentos-dddc1973876d4cc78c734b8ceeaaa740. Acesso 22 nov. de 2024.

produzir conteúdo digital, não sendo recorrente que as suas plateias peçam as suas credenciais. A confiança no conteúdo dos *finfluenciadores* muitas vezes deriva da relação que eles estabelecem com seu público, não do registro no órgão regulador.

Com relação à remuneração, a situação aqui nos parece nuançada, visto que entre as formas mais comuns de remuneração dos *finfluenciadores* se encontram modalidades de assinatura, como a plataforma Patreon e a funcionalidade de "*membros*" do Youtube, além de que muitos *finfluenciadores* oferecem cursos cuja contrapartida é o pagamento de taxas de adesão, mensalidades ou anuidades.

Talvez a linha deva ser traçada pela "*causa*", por assim dizer, do recebimento das remunerações. Os analistas não recebem comissão em cima dos investimentos realizados pelos clientes que acessam os seus relatórios, e são usualmente remunerados pelas casas de análise, por bancos ou corretoras para a produção das avaliações[376]. A causa das remunerações dos *finfluenciadores* é, normalmente, a produção de conteúdo, venda de curso ou de mentoria individualizada, não sendo os *finfluenciadores* remunerados pelas recomendações, mas sim pelos vídeos que fazem, por exemplo. O vídeo do *finfluencer* pode não contar com análise de emissor ou de valor mobiliário emitido e, ainda assim, ensejará o pagamento de valores ao *finfluencer*, sendo que o mesmo não é verdadeiro para os analistas. A diferença nos parece, entretanto, sutil.

Ainda sobre remuneração, tomemos, por exemplo, o caso dos links afiliados[377]. É plenamente possível que um *finfluenciador* se utilize

376 Sobre a prática de remuneração de cada categoria, cf. INFOMONEY, **Assessor, consultor e analista de investimentos: o que fazem e quais as diferenças?,** 03 de junho de 2024. Disponível em: https://www.infomoney.com.br/advisor/assessor-consultor-e-analista-de-investimentos-o-que-fazem-e-quais-as-diferencas/. Acesso em 22 de novembro de 2024.

377 Define "*affiliate link*" o Cambridge Dictionary como: "*a link on an internet page that takes you to a website where you can buy a product. The company that makes the product pays something to the owners of the internet page for every product they sell in this way*." CAMBRIDGE DICTIONARY, **affiliate link**, disponível em: <https://dictionary.cambridge.org/us/dictionary/english/affiliate-link>. Acesso em 22 de novembro de 2024.

de links afiliados de tal forma a lucrar, por exemplo, quando o seu público adquire um ativo que o *finfluencer* recomendou, ressaltando-se que os *finfluenciadores* normalmente tratam também de ativos que não se enquadram como valores mobiliários. Contudo, como esse indivíduo não preencheria os requisitos da RCVM 20, e, portanto, não poderia se credenciar como analista, ou talvez nem desejasse fazê-lo visto que o seu conteúdo sobre valores mobiliários é pequeno e incidental diante dos demais temas que ele aborda, correndo os riscos da atuação sancionadora da CVM, ele estaria sendo remunerado de forma que é proibida aos analistas, ou seja, beneficiando-se do seu não credenciamento. Numa indevida análise custo-benefício, o *finfluencer* pode alcançar a conclusão de que as penalidades atualmente previstas para o exercício irregular das atividades reguladas das RCVM 19, 20 e 21 são tão ínfimas que o "*crime compensa*"[378].

Entretanto, este indivíduo teria ao menos uma justificativa plausível para não se credenciar, visto que não exerce, de fato, serviços de analistas de forma profissional. Imagine a situação em que o *finfluencer* publica um vídeo por mês sobre emissores de valores mobiliários; deveria mesmo ele se tornar um analista devidamente qualificado para poder produzir esses vídeos esporádicos? A criação de uma nova categoria, com diferentes requisitos regulatórios, amenizaria a tensão existente nesta situação.

Isto posto, não é possível negar as diversas similaridades entre influenciadores financeiros digitais e analistas de valores mobiliários, o que, ao nosso ver, somente exacerba a necessidade de ulterior regulação da atuação dos *finfluenciadores*.

378 BRASIL, **Lei nº 6.345, de 07 de dezembro de 1976,** Artigo 27-E. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em 22 nov. 2024.

3.3 *FINFLUENCIADORES* V. ADMINISTRADORES PROFISSIONAIS DE CARTEIRAS DE VALORES MOBILIÁRIOS (RCVM 21)

São administradores profissionais de carteiras de valores mobiliários aqueles que se dedicam ao funcionamento, à manutenção e à gestão de uma carteira de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor. Abrange esta categoria tanto os administradores fiduciários quanto os gestores de recursos[379].

Destaca-se da atuação dos administradores profissionais o fato de que eles são responsáveis pela gestão de recursos oriundos de terceiros, o que naturalmente gera típicos conflitos de agência, assim como a necessidade de imputar a estes agentes obrigações de informação (Artigo 13), a prestação de informações periódicas (Artigo 17) e estabelecimento de controles internos (Artigo 21), estando sujeito a um rol de vedações (Artigo 20).

A interlocução entre a finfluência e a administração profissional de carteiras, seja na modalidade de gestor fiduciário, seja na modalidade de administrador, é pequena. Efetivamente, um *finfluencer* pode ser um administrador profissional. Não há, no rol de vedações da RCVM 21, vedação direta à atuação como influenciador financeiro, embora persistam, evidentemente, as vedações à atuação como administrador e como analista (RCVM 20), sendo que já asseveramos que a atuação dos *finfluenciadores* se aproxima, em muito, da atuação dos analistas de valores mobiliários.

Assim, embora nos pareça não haver óbice para um *finfluencer* atuar como administrador, tememos que a intersecção entre as suas atividades como influenciador, muitas vezes muito próximas às dos analistas, acabe ensejando conflitos e impedimentos ao influenciador.

379 CVM, op. cit., 2021c.

3.4 *FINFLUENCIADORES* V. ASSESSORES DE INVESTIMENTO (RCVM 178)

Por fim, atua como assessor de investimento aquele que prospecta e capta clientes com o fito de prestar o serviço de recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis, nos ditames do Artigo 3º da RCVM 178[380].

Os assessores de investimento são prepostos dos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, sobretudo das corretoras, atuando em seu próprio nome e de forma não exclusiva. Não sendo autorizados a operar em nome dos clientes, precisam sempre receber ordens e autorizações, assim como registrá-las devidamente, e manter controles internos adequados para a verificação do recebimento das ordens. Não podem atuar como administradores, consultores ou analistas de valores mobiliários (Artigo 7º).

Não é preciso nos estender para asseverar que os *finfluenciadores* não se enquadram, nem remotamente, na definição da figura jurídica e do campo de atuação dos assessores de investimento.

A atuação como assessor de investimento não conflitaria, por si só, com a finfluência, visto que o recebimento e a execução de ordens não parecem irreconciliáveis com a produção de vídeos para público geral e irrestrito sobre temas financeiros, mesmo que visando influenciar o comportamento deste público-alvo e/ou recebendo, mediante patrocínio, pela análise feita. Note-se que é permitido ao assessor o exercício remunerado de atividades não conflitantes com a sua atuação.

Contudo, devemos considerar, uma vez mais, que a finfluência envolve atividade próxima à dos analistas, motivo pelo qual seria vedado que um *finfluencer* exercesse atividades como consultor e assessor concomitantemente, visto que estas são atividades expressamente definidas como conflitantes pela RCVM 178.

380 CVM, op. cit., 2023.

3.5 LACUNAS REGULATÓRIAS?

Conforme vimos, ao menos duas categorias de entes regulados se aproximam da atuação dos *finfluenciadores*, embora não se enquadrem perfeitamente, quais sejam, as categorias dos consultores (RCVM 19) e analistas (RCVM 20) de valores mobiliários.

A atuação regulatória da CVM nesta seara vem sendo tímida, incluindo o Ofício-Circular nº 13/2020/CVM/SIN[381] recomendando o registro de *finfluenciadores* como analistas de valores mobiliários caso eles pratiquem atos privativos de analistas, o qual também relembra que as penalidades por criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipulação de preço, realização de operações fraudulentas e uso de práticas não equitativas previstas na atual RCVM 62 se aplicam a todos participantes do mercado de valores mobiliários, registrados ou não[382], além da recente Consulta Pública sobre as repercussões da atuação dos influenciadores digitais no mercado de capitais[383].

São conhecidos os potenciais efeitos deletérios causados pela atuação não regulada no regular funcionamento do mercado, efeitos estes que abordaremos na seção subsequente, demandando, no mínimo, a regulação de condutas combinada com a regulação por meio do *full disclosure*[384].

381 CVM, op. cit., 2020.

382 CVM, **Resolução CVM 62**, de 19 de janeiro de 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol062.html. Acesso em 22 nov. 2024.

383 GOV.BR, **CVM propõe consulta sobre repercussões da atuação dos influenciadores digitais no Mercado de Capitais**, 30 de novembro de 2023, disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2023/cvm-propoe-consulta-sobre-repercussoes-da-atuacao-dos-influenciadores-digitais-no-mercado-de-capitais>. Acesso em 24 nov. 2024

384 Referenciamos aqui a tripartite divisão dos tipos de regulação da CVM, assim dividido em: (i) regulação de condutas: disciplina o comportamento dos agentes e entidades de mercado com seus clientes, impondo a observância de determinados padrões mínimos de conduta, como, por exemplo, a adoção de práticas comerciais equitativas, proibição de negociação com informações privilegiadas, observância dos padrões de conduta; impõe ou impede a prática de condutas prejudiciais ao regular o funcionamento do mercado; (ii) regulação por meio do *full disclosure*: pressupõe que o investidor, se estiver na posse das informações disponíveis, é capaz

A despeito de pequenas mudanças cosméticas, como o recorrente aviso de que não se trata de conselho financeiro, pouco se viu de mudança no mercado dos *finfluenciadores*. Quando muito, prosperaram enormemente desde a edição das Resoluções (RCVM 19, 20 e 21), que são reedições da INCVM 592/2017[385] e INCVM 598/2018[386].

O atual panorama jurídico parece-nos insuficiente para a adequada regulação dos *finfluenciadores*. Para explicitar esta insuficiência, entendemos proveitoso questionar, especificamente: por que os *finfluenciadores* não se registram como analistas de valores mobiliários (RCVM 20)? A explicação da resposta a esta pergunta ilustra os atuais *gaps* regulatórios nesta seara.

Em primeiro lugar, muitos *finfluenciadores* não se enquadrariam nos requisitos das RCVM 19, 20, 21 ou mesmo RCVM 178. Não seriam agentes regulados nem se desejassem. Ocorre que, com uma câmera e um *script*, estes indivíduos são plenamente capazes de praticar atos privativos de consultores e analistas.

Em segundo lugar, mesmo se se enquadrassem, muitos indivíduos poderiam entender que a carga regulatória para devido credenciamento e monitoramento pós-credenciamento é tão exacerbante e custosa diante da receita esperada pela atividade de influenciador, que não seria razoável buscar a regularização imediatamente. Talvez fosse o caso de buscarem credenciamento após construírem uma base de público e alcance maiores. Ocorre novamente que há negação plausível em razão do não exercício em caráter profissional das atividades reguladas, motivo pelo qual

---

de tomar livremente suas decisões; exige a informação e estabelece padrões de sua apresentação e verifica se as informações prestadas estão de acordo com os padrões exigidos; (iii) regulação de produtos: envolve análise de *suitability*, imposição de regras prescritivas de limites de concentração por emissor e modalidades de ativo e regras de composição de portifólio, sendo mais paternalista do que o *full disclosure*.

385 CVM, **Instrução CVM nº 592**, de 17 de novembro de 2017. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst592.pdf. Acesso em 22 nov. 2024.

386 CVM, **Instrução CVM nº 598**, de 03 de maio de 2018. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst598.pdf. Acesso em 22 nov. 2024.

mesmo um *finfluencer* consciente de toda a regulação da CVM sobre o tema – o que é improvável, convenhamos – razoavelmente suporia que não deveria se credenciar para continuar publicando os seus vídeos. Mesmo assim, caso aceitássemos o tardio registro, estaríamos tolerando um longo período de exercício de atividade privativa sem consequências ao indivíduo que as praticou.

Em terceiro lugar, entendemos que um dos principais motivos que ensejou a falha da extensão das RCVM 19, 20 e 21 para o mundo *finfluencer* é outro, qual seja, a própria estrutura normativa das Resoluções.

Estas Resoluções foram estruturadas sob a premissa de que os indivíduos que desejassem realizar as atividades privativas nelas dispostas, deveriam, por conseguinte, buscar formalizar a sua atuação, sujeitando-se a uma pletora de deveres e vedações após o devido registro, assim como às penalidades pelo descumprimento destes deveres. Aqueles que não se registrassem, por consectário lógico, sujeitar-se-iam às infrações da RCVM 62 e às penalidades gerais da Lei nº 6.385/1976, quando aplicáveis irrestritamente aos agentes do mercado, assim como ao dever de formalizar as suas atuações.

Essa estrutura normativa vem resultando em um impasse regulador-regulado. De um lado, o regulador, receoso em restringir indevidamente o mercado, adota uma postura "*laid back*", "*wait-and-see*", aguardando o desenvolvimento destes agentes. De outro, o *finfluencer* pode se escusar no não preenchimento integral das definições normativas das quatro relevantes categorias normativas, dispostas nas RCVM 19, 20, 21 e 178, não buscando regularizar a sua atuação. A isto se soma a postura sancionadora tímida da CVM sobre o tema, o que contrasta, em muito, com a incisiva postura da SEC nesta área, mesmo se considerarmos as diferenças de orçamento e tamanho organizacional.

Ao mesmo tempo, faria sentido requerer que os *finfluenciadores* cumprissem cada um dos requisitos normativos destas Resoluções? Por exemplo, caberia exigir a instituição de controles internos a um influenciador financeiro, que somente redige *scripts* e publica vídeos

sobre temas financeiros, mas que não possui equipe de apoio? É razoável supor que as obrigações regulatórias deveriam ser também assaz diferentes aos *finfluenciadores*, conforme asseveramos na última Seção deste trabalho.

Como melhorar essa estrutura normativa? Apresentamos, abaixo, nossa humilde sugestão.

3.6 EM BUSCA DE UMA NOVA CATEGORIA JURÍDICA E DE UMA NOVA ESTRUTURA NORMATIVA REGULATÓRIA

Diante do não enquadramento nas demais figuras reguladas e das apontadas lacunas regulatórias, finalmente convencidos da necessidade de criação de uma nova categoria jurídica própria para os influenciadores, questionamos: como estruturar a definição jurídica de "influenciador financeiro digital" (ou termo semelhante) de forma a superar o sugerido impasse regulador-regulado nesta seara?

Em particular, não há necessidade de definir *influenciador*, mas, mais propriamente, somente de definir *influenciadores financeiros*, visto que apenas a atuação destes últimos que importaria, em tese, à competência regulatória da CVM. Não seria razoável supor que a CVM desejaria regular todo tipo de influenciador financeiro, mas apenas aquele que atua no mercado financeiro e no mercado de capitais.

Um bom ponto de partida da definição de influenciador consta da própria Nota de Orientação da B3, que assim define *influenciador* como: "pessoas naturais e jurídicas que sejam reconhecidas por sua capacidade de disseminar conteúdo educacional, publicitário e/ou informações, bem como induzir comportamentos, em especial por meio de redes sociais"[387].

387 BSM, **Nota de Orientação referente às melhores práticas a serem adotadas pelos Participantes dos mercados organizados administrados da B3 ("Participantes") na relação contratual estabelecida com Influenciadores ("Nota de Orientação")**, 05 de setembro de 202. Disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/NO-BSM-20-2023-Influenciadores-Digitais.pdf. Acesso em 24 nov. 2024.

Essa definição não é, entretanto, irretorquível. Particularmente, é preciso agregar à definição o aspecto de influência com relação a finanças pessoais e/ou mercado financeiro. Uma definição sugerida pela literatura que nos parece apropriada para captar este aspecto pode ser descrita, em tradução livre: "Finfluenciadores são definidos como individuais nas mídias sociais que influenciam os processos decisórios financeiros da sua audiência, seja mediante recomendações ou promoções de produtos financeiros ou serviços, ou seja mediante a discussão do uso de determinados aplicativos ou de determinados valores mobiliários"[388]. A esta definição podemos agregar, imediatamente, a atividade de discussão de determinados emissores de valores mobiliários.

Poderíamos, por conseguinte, adotar similar definição de "*influenciador financeiro*". Não obstante, a esta definição devem ser agregados critérios de natureza funcional, com enfoque nas atividades por eles exercidas, similares à descrição das atividades privativas dos agentes regulados das RCVM 19, 20 e 21.

Um bom exemplo de categorização das atividades dos influenciadores digitais se encontra no *paper* do CFA Institute, que divide a atuação destes indivíduos em guia (conteúdo onde não se recomenda um curso específico de ação), promoção (conteúdo no qual o influenciador é pago para promover produtos, plataformas ou serviços) e recomendação (conteúdo que recomenda um curso de ação específico)[389].

Tendo em mente esta divisão, entendemos, por exemplo, que são atividades típicas de um *influenciador financeiro*, para os fins de uma eventual regulação da CVM, as seguintes enumeradas, apresentadas

388 No original: "*Finfluencers are defined as individuals on social media who influence viewers' financial decision-making processes, whether through recommending or promoting financial products or services, or through discussing their use of specific trading apps or securities*". MANFREDO, Tamra, How to Make $1 Million in 30 Seconds or Less: The Need for Regulations on Finfluencers, **Louisiana Law Review,** v. 84, n. 2, p. 791-866, 2024. p. 862

389 CFA Institute Research & Policy Center, **The Finfluencer Appeal: Investing in the age of social media**, 2024, p. 4. Disponível em: https://www.sec.gov/files/finfluencers-cfa-institute-0624.pdf. Acesso em 22 nov. 2024.

sem levar em consideração qualquer ordem de relevância: (i) a produção de vídeos, artigos, posts em redes sociais e/ou qualquer material audiovisual que aborde temas como temas financeiros e sobre investimentos, particularmente relacionados a valores mobiliários determinados ou emissores de valores mobiliários determinados, direcionados a público geral e irrestrito, ainda que de forma não habitual; (ii) a divulgação e/ou promoção de produtos e serviços financeiros de terceiros, mediante recebimento de remuneração direta ou indireta, incluindo remuneração atrelada a links afiliados ou códigos promocionais, direcionados a público geral e irrestrito; (iii) a produção de cursos, aulas e material educativo sobre temas financeiros, particularmente relacionados a valores mobiliários determinados ou emissores de valores mobiliários determinados, destinados a público selecionado e/ou geral e irrestrito, ainda que de forma não habitual; e (iv) quaisquer outras atividades relacionadas aos itens "*i*", "*ii*" e "*iii*", que envolvam a divulgação de produtos e/ou serviços financeiros, particularmente relacionados a valores mobiliários determinados ou emissores de valores mobiliários determinados, quando direcionadas a público geral e irrestrito, independente de recebimento de pagamento, ainda que de forma não habitual, à exclusão de atividades estritamente didáticas ou de ensino.

Note-se que, pela inclusão do item "*iv*", sugerimos que a definição das atividades dos influenciadores financeiros não seja exaustiva, mas tão somente ilustrativa.

Apontamos igualmente que não há sobreposição destas atividades com aquelas reguladas pelas RCVM 19, 20, 21 e 178. Caso os influenciadores digitais exerçam as atividades privativas dos entes regulados, como, por exemplo, a recomendação de valores mobiliários, eles deverão buscar o competente credenciamento como consultor ou analista de valores mobiliários, por exemplo.

O ponto fundamental da nossa argumentação reside sobretudo na busca por uma diferente estrutura normativa regulatória. A definição de influenciador, por si só, é instrumental à regulação. É preciso que

aprimoremos a estrutura normativa regulatória se desejamos que a regulação na seara dos *finfluenciadores* seja efetiva.

Vislumbramos que essa distinta estrutura normativa partiria do pressuposto contrário às RCVM 19, 20, 21 e 178 e não exigiria (frise-se) registro dos influenciadores financeiros. Explicamos.

Entendemos que qualquer regulação que imponha requisitos, deveres e carga regulatória similares àquela atualmente imposta aos agentes regulados acima mencionados estaria, infelizmente, fadada ao fracasso. Possivelmente alguns dos maiores *players* se adequariam a estas regras, mas, essencialmente, a carga regulatória seria tão onerosa diante do enxuto tamanho da operação mantido pelos *finfluenciadores* que entendemos improvável que haja uma ampla adoção das regras.

Assim, sugerimos que uma Resolução da CVM que listasse atividades reguladas e que determinasse que todo o indivíduo, pessoa física ou jurídica, que realizasse aquelas atividades devesse seguir um conjunto específico de regras, seria uma forma eficiente de regular este mercado, assim como seria superior à inexistência de regulação ou à autorregulação[390].

Esta sugestão não contraria aquilo já disposto pela CVM no Edital de Consulta Pública SDM nº 04/23, que lê: "É oportuno enfatizar que a intenção da CVM não é regular diretamente os influenciadores financeiros como se estes exercessem atividade privada singular que, per se, se submetesse à regulação estatal"[391]. Isto porque não desejamos que os influenciadores sejam caracterizados como agentes que exercem atividade privativa, o que implicaria a necessidade de registro prévio, mas sim como agentes que, ao exercerem determinadas atividades ou promoverem determinados serviços, atraem para si uma determinada carga regulatória.

390 Essa conclusão está em linha com a sugestão de relatório da Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos da CVM, que comparou o cenário de não regulação, com o de autorregulação e o de atuação normativa, concluindo que a atuação normativa seria preferível, sobretudo com relação à regulação da transparência nas comunicações dos influenciadores financeiros. CVM, 2024. p. 40

391 CVM, *op. cit.*, 2023. p. 6

Ao invés de definir "*influenciador financeiro*" como aquele que exerce as atividades determinadas na Resolução, seria proveitoso a Resolução adotar o seguinte texto: "*atua como influenciador financeiro aquele que* [...]", ao que se seguiria de um rol ilustrativo de situações de relevância regulatória.

3.7 O POTENCIAL PARA ARBITRAGEM REGULATÓRIA

O panorama jurídico atual oferece terreno fértil para a arbitragem regulatória àqueles interessados em exercer a atividade de influenciador financeiro digital. Oportunidades de arbitragem regulatória[392] aparecem quando um ente, normalmente uma instituição, encontra-se em posição de optar por um regime regulatório mais favorável, seja por ele ser menos oneroso, mais célere, ou de qualquer outra forma mais adequado ou benéfico para os negócios.

Trata-se precisamente da situação atual da *finfluência*. Num estrito cálculo de custo-benefício, não haveria sentido em cogitar a adoção do regime regulado em detrimento à não regulação. Contudo, para melhor equilibrar esta equação em benefício à sociedade, mister seria que as agências regulatórias se mostrassem ativas e alterassem a conta econômica por meio de um sistema adequado de incentivos, o que não vem ocorrendo na prática. Isto porque a regulação não precisa, necessariamente, mostrar-se como mais benéfica economicamente para o ente, bastando que o descumprimento da regulação seja mais oneroso do que os custos de *compliance* com a regulação, ambos apurados com base nas expectativas de custo de *compliance* regulatório *versus* o prejuízo esperado em razão do descumprimento.

Conclusão natural é que a adoção dos regimes regulados das RCVM 19, 20 e 21 é infrequente, porquanto se mostra mais onerosa

392 Do inglês "*regulatory arbitrage*", para não ser confundido com "*regulatory arbitration*". Arbitragem regulatória pode ser definida como "[...] *those financial transactions designed specifically to reduce costs or capture profit opportunities created by different regulations or laws*". PARTNOY, Frank, Financial Derivatives and the Cost of Regulatory Arbitrage, **Journal of Corporate Law**, v. 22, p. 211-256, 1997. p. 227

do que a continuidade das atividades de influenciador de forma não regulada, ao que se adiciona a fraca fiscalização da CVM e demais agências regulatórias nesta seara. Com efeito, à exceção de figuras públicas notórias da área, não se nota uma guinada em direção à adoção do regime regulado pelos influenciadores, reforçando a necessidade de reforma do regime regulatório atual.

3.8 FINFLUENCIADORES REGULADOS COMO JORNALISTAS?

Antes de avançarmos para os deveres específicos dos influenciadores, incumbe tratarmos mui brevemente de um último ponto. Por que colocar em pé de igualdade influenciadores financeiros e profissionais regulados, sendo que os influenciadores financeiros exerceriam atividades de natureza tão distinta? Não deveriam os influenciadores serem considerados como "*jornalistas*"[393] e sujeitos à típica autorregulação setorial que permeia esta seara no Brasil e mundo afora?

Trazemos à baila este último ponto para ilustrar uma fundamental diferença que permeia o nosso raciocínio e que demanda reforço.

Com efeito, parte significativa da atuação dos influenciadores possui interlocução com o jornalismo, sobretudo se aceitarmos as definições modernas de jornalista, que abrangem personalidades da internet que divulgam notícias, fazem jornalismo independente, entre outros. Os influenciadores vivem da sua "*expressão*", estando

393 A figura do "*jornalista*", apesar do pouco apreço no Brasil, é concomitantemente relevante e nexo de imputação de um feixe de direitos e obrigações qualificadas. Por exemplo, ao jornalista é permitido não revelar as suas fontes, assim como ao jornalista deve ser assegurada a liberdade de expressão em grau máximo, tratando-se, é claro, de matéria jornalística sobre tema que contribua para o interesse público. Uma definição adequada de jornalista, ao nosso ver, é aquela sugerida pelo Conselho da Europa, como tipicamente uma pessoa natural (que trabalha para uma empresa de mídia) que trabalha regular e profissionalmente como jornalista, recebendo remuneração pela sua atuação na coleta e disseminação de informação ao público, por qualquer meio de comunicação em massa. Cf. CONSELHO DA EUROPA, **Explanatory Memorandum to Recommendation No. R (00) 7 of the Committee of Ministers to member states on the right of journalists not to disclose their sources of information**, 08 de março de 2000. Disponível em: https://rm.coe.int/16805e2c13. Acesso em 24 nov. 2024.

protegidos, evidentemente, pelas regras atinentes à liberdade de expressão, embora seja discutível se estão ou não vinculados aos deveres típicos do jornalista.

Ocorre que, quando propomos a criação de uma nova categoria regulatória e a imputação de deveres qualificados, não estamos visando agregar uma imensa carga regulatória aos profissionais que se dedicam exclusivamente a atividades tipicamente jornalísticas, como relatos de notícias financeiras ou a exposição de temas estritamente educativos e didáticos. Não desejamos que a atividade de "*influenciador*", por si só, seja atividade privativa ou regulada no Brasil, o que, convenhamos, seria despiciendo.

O cerne da questão é a regulação da atuação de influenciadores cujas atividades já se sobrepõem, ainda que em parte, com as atividades reguladas, ou que promovam produtos, serviços ou plataformas diretamente relacionadas à negociação de valores mobiliários.

Para estes, cuja atuação evidentemente não é somente jornalística, muito embora possa também incluir a coleta e disseminação de informação sobre o mercado financeiro ao público em geral, a autorregulação típica do jornalismo não nos parece suficiente, até mesmo porque ela já existe e já se mostrou pouco eficiente[394]. Igualmente, a proteção geral contra manipulação de mercado da RCVM 62[395] e proibição da realização de oferta irregular de valores mobiliários, extensíveis a todos participantes do mercado, parece-nos insuficiente para lidar com situações mais nuançadas, como, por exemplo, o influenciador financeiro que não declara conflito de interesses ou que não declara a existência de parceria paga para a divulgação de um produto financeiro.

394 Com efeito, a regulação atual que diretamente incide sobre os influenciadores é essencialmente prudencial, de cunho tipicamente jornalístico (no sentido de imputar obrigações adicionais ao emissor quando do exercício da sua liberdade de expressão), vide os guias, manuais e recomendações feitas pela ANBIMA, e que não impõe obrigações mais específicas, assim como não possui mecanismos apropriados de *enforcement*. Além de muito sucintas, as regras da ANBIMA, por exemplo, sequer impõem penalidades aos agentes descumpridores das recomendações.

395 CVM, op. cit., 2022.

Fechamos esta seção com a asserção de que é preciso, conforme aqui apresentado, que a categoria do influenciador financeiro seja regulada de forma apartada, não devendo esta categoria abranger os influenciadores que produzem conteúdo estritamente didático e/ou jornalístico. Qual seria a carga regulatória adequada? Trata-se precisamente do equilíbrio que deve buscar a eventual normativa da CVM. Passamos a apresentar a nossa visão sobre os deveres específicos dos influenciadores financeiros na próxima seção.

4. DEVERES ESPECÍFICOS DOS *FINFLUENCIADORES*

Nesta seção, passamos a detalhar deveres específicos que estariam adstritos aos *finfluenciadores* pelas atividades que eles exercem. Ressaltamos este enquadramento funcional, ou seja, que apenas demandaria o exercício de atividades típicas de influenciador financeiro.

Há um crescente dúplice consenso no sentido de que é necessária regulação (ou autorregulação) para a atuação dos influenciadores financeiros, assim como no sentido de que determinados temas sensíveis merecem regulação específica. Já tratamos sobre a necessidade de regulação; agora, enveredamo-nos em suas nuances.

Não obstante, em razão dos limites deste artigo, trataremos somente de forma perfunctória sobre o tema. Utilizamos como base os três pilares levantados pela CVM em recente Consulta Pública, feita sob a égide da Agenda Regulatória 2023[396], sobre a atuação dos influenciadores digitais, a CVM propôs que a regulação fosse baseada em três vertentes, as quais podem ser apresentadas conforme segue: (i) deveres de *due diligence* e medidas de transparência; (ii) deveres atinentes à linguagem e comunicação promocional; e (iii) deveres conexos a outras atividades reguladas, em particular a atividade de

396 GOV.BR, **Regulamentação específica de FIAGRO integra Agenda Regulatória 2023 da CVM**, 07 de dezembro de 2022. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2022/regulamentacao-especifica-de-fiagro-integra-agenda-regulatoria-2023-da-cvm. Acesso em 23 de novembro de 2024.

analista de valores mobiliários, e suas intersecções com o uso de plataformas e mídias digitais[397]. Vejamos.

4.1 DEVERES DE DUE DILIGENCE E MEDIDAS DE TRANSPARÊNCIA DO INFLUENCIADOR

A formação da conduta diligente, assevera Cavalieri Filho, envolve um momento cognitivo, onde se conhece o padrão de conduta desejável, e um momento de efetiva adoção da conduta. O Direito tipicamente imputa deveres de cuidado qualificados, como o dever de diligência, para figuras que, por suas responsabilidades, posições, qualificações, entre outros, encontram-se em posição privilegiada com relação à proteção de direitos de terceiros. Tal é o exemplo da responsabilidade profissional do médico (dever de cuidado qualificado em razão da qualificação do agente) ou até mesmo o dever de guarda do dono de um animal doméstico (dever de cuidado qualificado em razão da posição em que se encontra o agente)[398].

Argumentamos, aqui, que os influenciadores financeiros devem se quedar adstritos a deveres de cuidado qualificados, por motivos semelhantes aos quais os consultores e analistas de valores mobiliários estão sujeitos a tão extensiva carga regulatória, considerando particularmente os impactos que possuem na incolumidade do mercado de capitais.

Dividimos os deveres de *due diligence* que aqui sugerimos que sejam impostos em três categorias: pré-, durante e pós-publicação de conteúdo (comunicação ao público) e/ou divulgação de produto ou serviço.

Entre os deveres anteriores à comunicação ao público ou à apresentação de produto, desponta a sugestão de um dever de KYP – "*Know your partner*" -, ou seja, conheça o seu parceiro comercial.

397 GOV.BR, op. cit., 2023

398 CAVALIERI FILHO, Sergio, **Programa de Responsabilidade Civil**, 11ª ed. rev. ampl., São Paulo: Atlas, 2014. p. 48

A Nota de Orientação BSM[399] propõe um conjunto de obrigações de KYP que seriam imputadas ao participante do mercado quando for contratar influenciador, subdividindo essas obrigações em 5, quais sejam, as obrigações de: (i) verificar inabilitações; (ii) verificar condenações por crimes ao sistema financeiro nacional; (iii) verificar sanções administrativas; (iv) verificar processos judiciais em curso em que o influenciador figure como acusado de crimes contra o sistema financeiro nacional; (v) verificar menções negativas na mídia (mídia adversa) relacionadas à atuação do influenciador; e (vi) verificar citações do influenciador em relatórios relacionados a crimes financeiro, nacionais e internacionais.

Sugerimos, aqui, que deveres similares a estes sejam imputados aos influenciadores financeiros, desde que sujeitos ao âmbito de competência e *expertise* do influenciador.

Quando o influenciador anuncia um produto ou provê uma recomendação, ele empresta a sua reputação àquele anunciante, estendendo a credibilidade da sua *persona* àquele produto anunciado. Este evidentemente não é fenômeno novo, visto que já há muito se sabe dos efeitos deletérios na reputação das grandes estrelas da televisão ou cinema quando divulgam produtos ruins ao seu público. Contudo, por ignorância acerca das novas tecnologias (como no caso Brady-FTX[400]) ou intencionalmente (como no caso Goblin Gang[401]), o

399 BSM, op. cit., 2023.

400 Tom Brady, *quarterback* aposentado, e diversas outras celebridades norte-americanas foram acusadas e processadas pela divulgação da falida *exchange* de criptoativos FTX, fundada por Sam Bankman-Friedman, correntemente preso por fraude financeira. A defesa pública das celebridades foi no sentido de que nenhuma delas era *experts* em criptoativos. Cf. FORBES, **Tom Brady And Other A-Listers Sued For Fumbling FTX Endorsements**, 02 de fevereiro de 2023. Disponível em: https://www.forbes.com/sites/ariredbord/2023/02/01/tom-brady-and-other-a-listers-fumble-ftx-endorsements-but-will-they-be-held-liable/. Acesso em 24 de novembro de 2024.

401 Oito indivíduos norteamericanos foram acusados de realizarem esquemas de *pump-and-dump* por meio da promoção de ativos sob a escusa de que eles seriam *experts* financeiros e que as suas recomendações eram sinceras. Não eram, de fato, e os indivíduos trabalhavam para inflacionar os preços dos ativos e vendê-los na alta. Cf. LA TIMES, **Eight finance influencers indicted in $100-million stock manipulation scheme**, 15 de dezembro de 2022. Disponível em: https://www.latimes.com/business/story/2022-12-15/finance-influencers-charged-in-100-million-stock-manipulation-

anúncio de maus produtos financeiros vem sendo um dos temas mais discutidos na responsabilização de influenciadores.

Deverá o influenciador verificar, dentro do âmbito de sua competência e *expertise*, tanto com relação à recomendação de produtos, serviço ou plataformas, quanto à promoção de parcerias pagas, ao menos, a situação registral do emissor e do título emitido e a existência de mídia adversa acerca daquele emissor ou título. Não poderá o influenciador se escusar ou se beneficiar da própria ignorância ou falta de pesquisa, prejudicando o público que confia em suas análises.

Não obstante, não vislumbramos que deverá ser exigida a mesma diligência que a Nota de Orientação sugere aos participantes do mercado quando da contratação de influenciadores. Por exemplo, o influenciador que não possui assessoria ou *background* jurídico não deveria ser obrigado a realizar uma pesquisa de demandas judiciais relacionadas ao anunciante. Por outro lado, todo influenciador deveria ser capaz de realizar uma simples pesquisa sobre mídia adversa na internet.

Com relação aos deveres durante a comunicação ao público de conteúdo, eles podem ser divididos em deveres de transparência e de comunicação. Trataremos dos deveres de comunicação, inclusive aqueles de moderação de linguagem promocional, na seção subsequente.

A imposição de deveres de transparência a influenciadores constou de relatório de área técnica da CVM[402], o qual apontou a necessidade de reduzir a tensão causada pela assimetria informacional entre investidores, influenciadores e demais participantes do mercado.

---

scheme. Acesso em 24 de novembro de 2024. FINTEL, **SEC Sues Eight Alleged "Atlas Trading" Social Media Pump & Dump Schemers**, 14 de dezembro de 2022. Disponível em: https://fintel.io/news/sec-sues-eight-alleged-social-media-pump-dump-schemers-630. Acesso em 24 de novembro de 2024.

402 CVM, op. cit. p. 40

Parece-nos que os deveres de transparência devem abranger, ao menos, duas situações: (i) o dever de revelação de parcerias pagas; e (ii) o dever de revelação de conflitos de interesses.

A ausência de revelação de parcerias pagas foi central ao caso Kim Kardashian (que prefacia o nosso trabalho), assim como de recente caso envolvendo Jake Paul[403]. A revelação de parcerias pagas vem alcançando um status quase universal, a exemplo da Diretiva AMSD Europeia[404]. Não é demais que este tipo de obrigação seja estendido a influenciadores digitais brasileiros em caráter normativo mais relevante do que meras recomendações publicitárias ou boas práticas[405].

O influenciador que não divulgar parceria paga deverá responder a processo administrativo e as penalidades a ele impostas deverão incluir a proibição de apresentar novos produtos ao público, além de multa. Trata-se precisamente do approach da SEC neste tipo de caso, conforme vimos, e ele aparenta ser exitoso.

Com relação à revelação de conflitos de interesses, este tema veio recentemente à tona com a descoberta de uma pletora de relatórios de análise escusos feitos pela Citron Research, capitaneada pelo famoso *short seller* Andrew Left[406]. Com efeito, conflitos de interesses podem

403 Em fevereiro de 2021, Jake Paul, celebridade norteamericana, promoveu para os seus quase 4 milhões de seguidores no Twitter o criptoativo "*Tronix Tokens*" (TRX) como uma forma de investimento, encorajando a compra dos *tokens*, os quais porventura foram considerados pela SEC como valores mobiliários. Paul foi acusado de promoção irregular de valores mobiliários e pela não revelação de que havia recebido pagamento para promover os produtos. Paul aceitou um acordo com a SEC que envolvia a não divulgação, por 3 anos, de *crypto asset*. UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, **Administrative Proceeding File No. 3-21347 In the Matter of Jake Joseph Paul, Respondent**, 22 de março de 2023. Disponível em: https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2023/33-11171.pdf. Acesso em 24 nov. 2024.

404 A Diretiva Europeia, que revogou a regulamentação anterior, dispõe sobre um conjunto de regras de *sponsorship* e *product placement* em comunicações audiovisuais. UNIÃO EUROPEIA, **Directive (EU) 2018/1808 of the European Parliament and of the Council of 14 November 2018**, OJ L 303, 28.11.2018, p. 69–92, 2018.

405 À guisa de exemplo, cf. CONAR, op. cit.

406 Left correntemente responde a alegações de manipulação do mercado pela sua atuação na Citron Research. A Citron se destacou como uma empresa especializada na publicação de relatórios de análise com recomendações de venda mediante o expediente de investigar profundamente as empresas analisadas em buscas de traços

ser múltiplos e multifacetados, de forma que não caberia tratar das diversas hipóteses individualmente neste artigo.

O que podemos sugerir é a obrigação de revelar os conflitos de interesses, os quais poderão ser dispostos em uma espécie de lista de situações que ensejariam o dever de revelar. Trazemos esta ideia da prática arbitral, em particular das *guidelines* da IBA sobre conflitos de interesses, as quais dispõem uma lista quadrúplice, numa espécie de sistema semáforo de trânsito (vermelho-amarelo-verde, no Brasil, ou *red-orange-green* mundo afora). A lista vermelha inclui situações de conflito máximo em que mesmo o consentimento das partes não poderia afastar o conflito (*non-waivable red list*) e situações de conflito que, apesar da gravidade, poderiam ser aceitas pelas partes (*waivable red list*). As demais listas tratam de situações em que há potencial conflito e ele deve ser revelado (*orange list*) e situações em que não há conflito e não há dever de revelação (*green list*)[407].

As *guidelines* da IBA se mostraram particularmente pervasivas no discurso da arbitragem e são recorrentemente fonte de consulta para a verificação de conflitos. Como as *guidelines* são particularmente descritivas e longas, elas fornecem um guia assaz preciso para a multiplicidade de situações da vida que podem ensejar conflitos de interesses. Este tipo de regulação nos parece particularmente adequado para conflitos de interesses aplicáveis aos influenciadores

---

de fraude ou de descolamento do valor da empresa da sua análise fundamentalista. Contudo, Left aparentemente passou a aceitar remuneração para elaborar relatórios de venda, não revelando-a ao público, assim como passou a adquirir opções de venda pouco antes da publicação dos seus relatórios que recomendavam a venda, lucrando com as próprias recomendações. Não haveria dúvida, no Brasil, de que estas atividades de Left infringem a RCVM 20. Entretanto, não fosse Left um agente regulado, sendo apenas um influenciador, estaria ele ainda assim sujeito ao *lock-up* da RCVM 20? Sobre mais informações do caso, cf. US OFFICE OF PUBLIC AFFAIRS – DEPARTMENT OF JUSTICE, **Activist Short Seller Charged for $16M Stock Market Manipulation Scheme**,26 de julho de 2024. Disponível em: https://www.justice.gov/opa/pr/activist-short-seller-charged-16m-stock-market-manipulation-scheme. Acesso em 04 ago. 2024.

407 INTERNATIONAL BAR ASSOCIATION, **IBA Guidelines on Conflicts of Interest in International Arbitration**, 25 de maio de 2024. Disponível em: https://www.ibanet.org/document?id=Guidelines-on-Conflicts-of-Interest-in-International-Arbitration-2024. Acesso em 24 nov. 2024.

financeiros, cuja regulação certamente se beneficiaria de uma longa lista de situações que descreve minuciosamente os potenciais conflitos de interesses que surgem em situações concretas que eles possam estar envolvidos.

Após a divulgação do conteúdo, ainda assim o influenciador deveria estar adstrito a deveres específicos, os quais poderiam mimetizar a estrutura sugerida na Nota de Orientação[408] aplicável aos participantes do mercado que contratam influenciadores, que sugere o monitoramento das seguintes condutas: (i) possível atuação regulada sem a devida autorização; (ii) manifestações públicas que modifiquem o padrão de comportamento de ativos no mercado, possam fomentar práticas fraudulentas, ou que confiram vantagem indevida ao influenciador; (iii) divulgação de informações inverídicas, incompletas ou inconsistentes; (iv) uso de linguagem pouco clara ou dúbia; (v) tentativa de induzir investidores a erro sobre as suas decisões de investimento; (vi) comentários sobre tendências, com indicação da hora ou do momento adequado para comprar ou vender; e (vii) expressões que indiquem ou sugiram promessas de resultados financeiros irreais, desproporcionais ou incompatíveis.

O cerne das obrigações pós-divulgação consiste na devida atração de responsabilidade para os influenciadores. Entendemos que a devida diligência do influenciador não deve se encerrar numa pesquisa prévia e numa exposição de conteúdo com linguagem moderada. Deve o influenciador continuar a se informar sobre o tema, sobretudo se houver dúvida de fraude ou manipulação e, se essas situações ocorrerem, deverá o influenciador tomar medidas de mitigação.

Despontam dois exemplos deste mecanismo de responsabilização pós-conteúdo nos casos da promoção publicitária dos produtos

408 BSM, op. cit., 2023.

das empresas *BetterHelp*[409] e *Established Titles*[410] (não relacionados a influenciadores financeiros). Em ambos os casos, por pura pressão de seu público-alvo, os influenciadores passaram a eliminar o conteúdo publicitário que haviam feito sobre estas empresas depois de descobrirem a extensão da fraude e simulações que elas cometiam.

Caso, por exemplo, o influenciador descubra que anunciou produtos fraudulentos, parece-nos razoável que ele deva mitigar o prejuízo cometido, por exemplo, por meio da confecção de novos vídeos sobre o tema apontando a fraude, a exclusão do conteúdo fraudulento e, em casos mais graves, deverão ser penalizados pela manutenção no ar de conteúdo que possa induzir terceiros a erro.

4.2 DEVERES ATINENTES À LINGUAGEM E COMUNICAÇÃO PROMOCIONAL

Passamos, agora, a tratar do conjunto de deveres atinentes à linguagem e comunicação que deverão ser impostos a influenciadores financeiros. Neste ponto há, uma vez mais, forte interlocução entre regulação publicitária e finfluência.

A CVM já deixou claro que declarações de isenção de responsabilidade dos influenciadores não são suficientes *per se* e que devem ser ponderadas em relação ao conteúdo das manifestações

409 A BetterHelp é uma plataforma digital que funciona como um *marketplace* para psicólogos. A plataforma foi acusada de aceitar profissionais não qualificados em seu corpo de prestadores de serviço, assim como de práticas que eram, na verdade, deletérias para a saúde mental dos seus assinantes. Cf. POLYGON, **YouTube's BetterHelp mental health controversy, explained,** 04 de outubro de 2018. Disponível em: https://www.polygon.com/2018/10/4/17932862/betterhelp-app-youtube-sponsorship-controversy-explained. Acesso em 24 nov. 2024.

410 A *Established Titles* é uma empresa escocesa que supostamente oferecia o título de "*Lord*" para aqueles que adquirissem direitos fragmentários a propriedades escocesas. Quando descoberto que esta publicidade era falsa, a empresa se pronunciou asseverando que a venda dos títulos sempre foi feita em caráter jocoso. Cf. EURONEWS, **The dark side of 'fake' Scottish titles: An inside look at the plots of land you can purchase online**, 21 de abril de 2024. Disponível em: https://www.euronews.com/green/2022/04/21/the-dark-side-of-fake-scottish-titles-an-inside-look-at-the-plots-of-land-being-gifted-to-. Acesso em 24 nov. 2024.

realizadas a respeito de valores mobiliários[411]. Esta ponderação é necessária para evitar que os influenciadores se eximissem de responsabilidade por um mero aviso que recorrentemente passa despercebido pela audiência.

Entendemos que deverão ser impostas obrigações qualificadas referentes à comunicação dos influenciadores, as quais se justificam pela atuação dos influenciadores (uma atuação destinada a público geral e irrestrita) e pelo alcance deles no público, sendo capazes de efetivamente influenciar condutas e decisões de investimento. É conhecido o fenômeno da "*bragging language*" (linguagem de alarde) e "*high-arousal language*" (linguagem de alta excitação), onde os influenciadores buscam ativar os mecanismos psicológicos de inveja para a divulgação dos produtos[412].

Estas obrigações de linguagem devem ser agregadas àquelas já previstas na RCVM 20 (replicados verbatim em outras resoluções), quais seja, a obrigação de publicar informações verdadeiras, consistentes e não induzir a erro o investidor, a obrigação de usar linguagem serena e moderada e a obrigação de que as comunicações não devem conter promessa de rentabilidade futura.

O que mais poderia, então, ser agregado?

Um dever adicional que poderia ser imposto é o dever de apresentação fidedigna de riscos e ressalvas, sobretudo em se tratando de ativos de risco elevado. Um exemplo de comunicação inadequada de riscos é o caso *Fxtrends*, onde *influencers* britânicos proviam aconselhamento para compra de contratos de diferença (CFDs) sem que fossem levantadas suficientes ressalvas e apresentados os riscos fidedignamente[413].

411 CVM, op. cit., 2020.

412 FENG, Wenting, CHANG, Dihui, SUN, Hogjie, The impact of social media influencers' bragging language styles on consumers' attitudes toward luxury brands: The dual mediation of envy and trustworthiness, **Frontiers in Psychology**, v. 13, Jan/2023. RIZZO, Giovanni, ORDENES, Francisco, COSTABILE, Michele, How High-Arousal Language Shapes Micro- Versus Macro-Influencers' Impact, **Journal of Marketing**, v. 88, n. 4, Out/2023.

413 Cf. FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, **'Finfluencers' charged for promoting unauthorised trading scheme**, 03 de julho de 2024. Disponível em: https://www.fca.

Outros deveres informacionais podem incluir a própria obrigação de informar que não se trata de aconselhamento financeiro, o dever de recomendação de profissionais especializados e a recomendação de fazer a própria pesquisa para a tomada de decisões de investimentos (incluindo a sugestão de fontes de pesquisa, quando aplicável). Abstratamente, vislumbramos como adequado imputar um grau maior de responsabilidade aos influenciadores que ativamente recomendam vendas ou compras de ativo, independente do status regulatório que se encontram.

Por fim, poderia ser imputado ao influenciador um dever qualificado de proibição de exploração de audiências vulneráveis por meio de subterfúgios publicitários. Muitos influenciadores financeiros exploram o chamado FOMO ("*Fear of missing out*"), qualificando as decisões de investimento que sugerem como oportunidades únicas, como decisões de vida ou morte. Este tipo de conduta é particularmente reprovável e pode ocasionar forte prejuízo financeiro aos investidores varejo. Assim, ainda na seara de regulação da comunicação, entendemos que seria cabível a imposição de uma obrigação específica, na mesma estrutura regulatória da RCVM 62 (aplicável a todos participantes do mercado), que vise coibir este tipo de conteúdo publicitário quando referente a valores mobiliários.

4.3 DEVERES CONEXOS A ATIVIDADES REGULADAS

Em linha com o terceiro pilar regulatório sugerido pela Consulta Pública da CVM sobre o tema, tratamos brevemente de deveres conexos às atividades já reguladas pela CVM, em particular a atividade de analista de valores mobiliários.

O pilar regulatório foi proposto como forma de tomada de subsídios para uma possível alteração da própria RCVM 20. A reforma da RCVM 20 não é objeto deste artigo, motivo pelo qual abstemo-nos,

org.uk/news/press-releases/finfluencers-charged-promoting-unauthorised-trading-scheme. Acesso em 24 nov. 2024.

ao menos pelo momento, de propor sugestões normativas para a regulação dos analistas.

Não obstante, a sugestão deste pilar regulatório pela Consulta Pública e as perguntas em relação a ele formuladas deram ensejo ao seguinte breve conjunto de sugestões para a regulação de influenciadores financeiros.

Na esteira da nossa sugestão de regulação, que preveria que a atividade de influenciador não é privativa e pode ser combinada com atividades reguladas, poderia ser imposto ao influenciador o dever de comunicar o seu status regulatório, inclusive se ele é consultor ou analista ou não possui qualquer credenciamento, com o fito de informar a sua audiência.

Outro ponto importante a se refletir é sobre a extensão de deveres regulatórios específicos aos influenciadores, como, por exemplo, o *lock-up* dos consultores de valores mobiliários do Artigo 13 da RCVM 20. Esta situação também foi discutida no caso da Citron Research, visto que Andrew Left comunicava publicamente que se manteria investido nos papéis até que alcançassem determinada meta, mas privadamente se desfazia dos papéis muito antes[414]. Nesse sentido, é possível que seja razoável impor um dever de comunicação de alterações relevantes de posição acionária para influenciadores que efetivamente comunicam que manter-se-ão comprados ou vendidos em determinada posição.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O crescimento dos influenciadores digitais no setor financeiro, ou *finfluenciadores*, tem transformado a dinâmica dos investimentos no mercado de capitais, especialmente entre os investidores de varejo, que buscam informações e orientações em plataformas digitais. Este fenômeno se mostra positivo, porquanto gera uma massiva

414 Cf. US OFFICE OF PUBLIC AFFAIRS – DEPARTMENT OF JUSTICE, **Activist Short Seller Charged for $16M Stock Market Manipulation Scheme**, 26 de julho de 2024. Disponível em: https://www.justice.gov/opa/pr/activist-short-seller-charged-16m-stock-market-manipulation-scheme. Acesso em 04 ago. 2024.

democratização do mercado de investimentos no Brasil. Contudo, exige cautela, afinal, as informações transmitidas pelos *finfluenciadores* são as que geralmente atingem as camadas mais vulneráveis da sociedade brasileira, que ficam à mercê de esquemas de *manipulação de preços* e outras fraudes.

A análise do panorama regulatório atual brasileiro revela uma lacuna significativa na legislação, que ainda não se equipara às práticas adotadas em outros países, como Estados Unidos e França, onde há regulamentações mais rigorosas. Sobretudo porque, não obstante a falta de uma legislação específica sobre o tema, a legislação existente, aplicável em relação a agentes regulados, não se adequa, em nossa visão, à atuação dos influenciadores digitais, seja porque carecem de formação profissional, seja porque não analisam ativos financeiros com habitualidade ou no formato adotado e previsto pela, ou ainda, em razão da remuneração diversa destes agentes, em geral indireta e não revelada.

É certo que se trata de imperativo à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) regular a atuação dos *"finfluenciadores"*, em linha com o previsto na Lei 6.385/76, que, afinal, influi diretamente no mercado de capitais brasileiro. Nesta medida, é importante que a autarquia avance na criação de diretrizes específicas para os finfluenciadores, estabelecendo normas que garantam transparência nas comunicações e protejam os investidores de práticas enganosas. Além disso, a promoção da educação financeira deve ser uma prioridade, capacitando os investidores a discernirem informações relevantes e confiáveis.

Em suma, o fenômeno da finfluência apresenta tanto oportunidades quanto riscos para o mercado financeiro. A implementação de uma regulação adequada não apenas protegerá os investidores de varejo, mas também contribuirá para um ambiente de investimento mais saudável e sustentável. Esperamos que este artigo contribua com as discussões sobre as mudanças necessárias na regulação da finfluência no Brasil.

BIBLIOGRAFIA

ANBIMA, **Regras e procedimentos para contratação de influenciadores digitais nº 10, de 13 de novembro de 2023**, São Paulo, 2023, disponível em <https://www.anbima.com.br/data/files/29/47/49/82/CDE8A810B1E0B8A8B82BA2A8/1.%20RP%20Influenciador%20digital_13.09.23.pdf>. Acesso em 24 nov. 2024.

ANBIMA. **Finfluence: quem fala de investimentos nas redes sociais,** 7ª ed. São Paulo: ANBIMA, 2024, disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/18/24/20/24/655239102C02B139B82BA2A8/Relatorio-FInFluence-7ed.pdf. Acesso em 20 nov. 2024.

B3, **A Descoberta da Bolsa pelo Investidor Brasileiro**, disponível em <https://www.b3.com.br/data/files/DE/47/57/09/B3866710D32004679C094EA8/Pesquisa%20

BRASIL, **Lei nº 6.345, de 07 de dezembro de 1976**, disponível em:<https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm>. Acesso em 22 de novembro de 2024.

B3. **Perfil de pessoas físicas**. São Paulo, 2024. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/. Acesso em: 24 nov. 2024.

BSM. **Nota de orientação: influenciadores digitais**, São Paulo, 2023. Disponível em, <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/NO-BSM-20-2023-Influenciadores-Digitais.pdf>. Acesso em 20 nov. 2024.

BSM, **Nota de Orientação referente às melhores práticas a serem adotadas pelos Participantes dos mercados organizados administrados da B3 ("Participantes") na relação contratual estabelecida com Influenciadores ("Nota de Orientação")**, 05 de setembro de 2023, disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.

br/assets/file/NO-BSM-20-2023-Influenciadores-Digitais.pdf>. Acesso em 24 nov. 2024.

CFA Institute Research & Policy Center, **The Finfluencer Appeal: Investing in the age of social media**, 2024, disponível em: <https://www.sec.gov/files/finfluenciadores-cfa-institute-0624.pdf >. Acesso em 22 nov. 2024.

CVM, **Edital de Consulta Pública SDM nº 04/23**, disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_Edital.pdf>. Acesso em 22 nov. 2024.

CVM, **Instrução CVM nº 592**, de 17 de novembro de 2017, disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst592.pdf>. Acesso em 22 nov. 2024.

CVM, **Instrução CVM nº 598**, de 03 de maio de 2018, disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst598.pdf>. Acesso em 22 nov. 2024.

CVM, **Ofício Circular CVM/SRE 02/2019**, 27 de fevereiro de 2019, disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sre/oc-sre-0219.html>. Acesso em 24 nov. 2024.

CVM, **Ofício-Circular nº 13/2020/CVM/SIN**, 11 de novembro de 2020, disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/area-tecnica-da-cvm-esclarece-duvidas-sobre-atuacao-de-influenciadores-que-recomendam-investimentos-dddc1973876d4cc78c734b8ceeaaa740>. Acesso em 22 nov. 2024.

CVM, **Resolução CVM 178**, 14 de fevereiro de 2023, disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol178.html>. Acesso em 24 nov. 2024.

CVM, **Resolução CVM 19**, 25 de fevereiro de 2021, disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol019.html>. Acesso em 24 nov. 2024.

CVM, **Resolução CVM 20**, 25 de fevereiro de 2021, disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol020.html>. Acesso em 24 nov. 2024.

CVM, **Resolução CVM 21**, 25 de fevereiro de 2021, disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol021.pdf>. Acesso em 24 nov. 2024.

CVM. **Influenciadores Digitais e o Mercado De Capitais Brasileiro**, abril de 2023, disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2023/cvm-divulga-estudo-sobre-possivel-regulamentacao-envolvendo-influenciadores-digitais-e-o-mercado-de-capitais>. Acesso em 24 nov. 2024.

CONAR, **Guia de publicidade por influenciadores digitais**, 2021, disponível em: <http://conar.org.br/pdf/CONAR_Guia-de-Publicidade-Influenciadores_2021-03-11.pdf>. Acesso em 24 nov. 2024.

CONSELHO DA EUROPA, **Explanatory Memorandum to Recommendation No. R (00) 7 of the Committee of Ministers to member states on the right of journalists not to disclose their sources of information**, 08 de março de 2000, disponível em: <https://rm.coe.int/16805e2c13>. Acesso em 24 de novembro de 2024.

EDIÇÃO DO BRASIL. **Brasil é o terceiro país do mundo que mais utiliza as redes sociais.** 10 jun. 2022. Disponível em: https://edicaodobrasil.com.br/2022/06/10/brasil-e-o-terceiro-pais-do-mundo-que-mais-utiliza-as-redes-sociais/. Acesso em: 24 nov. 2024.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA, SECURITIES EXCHANGE COMMISSION, **Administrative Proceeding File No. 3-21197 In the**

Matter of KIMBERLY KARDASHIAN,03 de outubro de 2022 disponível em: <https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2022/33-11116.pdf>. Acesso em 21 nov. 2024.

FENG, Wenting, CHANG, Dihui, SUN, Hogjie, The impact of social media influencers' bragging language styles on consumers' attitudes toward luxury brands: The dual mediation of envy and trustworthiness, **Frontiers in Psychology**, v. 13, Jan/2023.

INTERNATIONAL BAR ASSOCIATION, **IBA Guidelines on Conflicts of Interest in International Arbitration**, 25 de maio de 2024, disponível em: <https://www.ibanet.org/document?id=Guidelines-on-Conflicts-of-Interest-in-International-Arbitration-2024>. Acesso em 24 nov. 2024.

MANFREDO, Tamra, How to Make $1 Million in 30 Seconds or Less: The Need for Regulations on Finfluenciadores, **Louisiana Law Review,** v. 84, n. 2, p. 791-866, 2024.

RIZZO, Giovanni, ORDENES, Francisco, COSTABILE, Michele, How High-Arousal Language Shapes Micro- Versus Macro-Influencers' Impact, **Journal of Marketing**, v. 88, n. 4, Out/2023.

REIS, Tiago. Tiago Reis. **Canal do YouTube**, 2024. Disponível em: https://www.youtube.com/@TiagoReisYT. Acesso em 24 nov. 2024.

SCHINAIDER, Anelise Daniela; BARBOSA, Isabelle Noga. Os Influenciadores Digitais no Processo de Tomada de Decisão de Seus Seguidores, **Revista de Administração, Sociedade e Inovação,** v. 5, n. 3, p. 98-115, 2019, disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/54663/os-influenciadoresdigitais-no-processo-de-toma>. Acesso em 24 nov. 2024.

UNIÃO EUROPEIA, **Directive (EU) 2018/1808 of the European Parliament and of the Council of 14 November 2018**, OJ L 303, 28.11.2018, p. 69–92, 2018.

UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, **Administrative Proceeding File No. 3-21347 In the Matter of Jake Joseph Paul, Respondent**, 22 de março de 2023, disponível em: <https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2023/33-11171.pdf>. Acesso em 24 nov. 2024.

WORLD ECONOMIC FORUM, **The Future of Capital Markets: Democratization of Retail Investing In collaboration with Accenture and BNY Mellon – Insight Report**, Agosto de 2022, disponível em: <https://www3.weforum.org/docs/WEF_Future_of_Capital_Markets_2022.pdf>. Acesso em 21 nov. 2024.