

## “FINFLUENCERS”: REGULAÇÃO DE INFLUENCIADORES DIGITAIS FINANCEIROS NO MERCADO DE CAPITAIS

Vitor Camolesi Guimarães (Universidade de São Paulo - USP)<sup>95</sup>

**Resumo:** Este artigo explora a atuação dos influenciadores digitais financeiros (“*finfluencers*”) no mercado de capitais, através da análise de sua natureza, motivações e impacto sobre o mercado. O objetivo é identificar os riscos apresentados pelos *finfluencers* aos investidores de varejo e ao regular funcionamento do mercado, e as medidas tomadas pelas entidades reguladoras e autorreguladoras para endereçar esses riscos. O trabalho inclui uma análise de exemplos de ilícitos do mercado de capitais nos quais a atuação dos *finfluencers* pode, eventualmente, se enquadrar; e um levantamento de instrumentos normativos e não-normativos, emitidos no Brasil e em jurisdições internacionais, que guiam a regulação de *finfluencers*. Ao final, identifica-se um modelo regulatório pautado por (i) preocupação com a transparência das relações contratuais firmadas entre *finfluencers* e demais agentes de mercado; (ii) atribuição de responsabilidade aos agentes regulados que contratam *finfluencers*; e (iii) inclusão dos *finfluencers* no alcance de normas regulatórias e esforços de supervisão já existentes.

**Palavras-chave:** Influenciadores Digitais; Influência; Mercado de Capitais; Regulação; Autorregulação; Atividades Reguladas; Manipulação de Mercado.

**Abstract:** This paper explores the role of financial digital influencers (“*finfluencers*”) in capital markets, through an analysis of their nature, motivations, and impact on the markets. The objective is to identify the risks posed by *finfluencers* to retail investors and to the regular functioning of the market, as well as the measures adopted by regulatory and self-regulatory entities to address these risks. The study includes an analysis of examples of capital markets violations that

---

95 Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo. Advogado em São Paulo, atuante nas áreas de Direito Societário e Regulação de Mercado de Capitais.

may involve the activities of influencers and a survey of normative and non-normative instruments issued in Brazil and internationally that guide the regulation of influencers. Finally, a regulatory model is identified, based on (i) concern for transparency in contractual relationships between influencers and other market agents; (ii) assigning responsibility to regulated entities that engage influencers; and (iii) including influencers within the scope of existing regulatory frameworks and supervisory efforts.

**Keywords:** Digital Influencers; Influence; Capital Markets; Regulation; Self-Regulation; Regulated Activities; Market Manipulation.

## 1. INTRODUÇÃO

A expansão das redes sociais e da quantidade de seus usuários nas últimas décadas trouxe consigo uma ampla gama dos chamados influenciadores digitais. Esses indivíduos se destacam nas plataformas através da produção de conteúdos variados que conferem autoridade aos seus criadores em seus respectivos nichos dentro das redes. Dentre as diversas categorias temáticas de influenciadores digitais, é de especial interesse para nós aquela dos influenciadores financeiros, “*financial influencers*” ou, simplesmente, “*finfluencers*”.

Os *finfluencers* encontram nas redes sociais um ambiente fértil para a disseminação de seu conteúdo e populado por usuários atraídos por publicações que combinam entretenimento e educação financeira, sendo que a popularidade desses influenciadores é particularmente significativa entre usuários jovens que procuram uma fonte de informação para guiar suas decisões financeiras<sup>96-97</sup>.

---

96 Nesse sentido: “Content tagged with the hashtag #stocktok has been seen over a billion times. Charismatic influencers offering both financial entertainment and education are popular among young audiences. One survey found that about four in 10 Gen Zers—ranging in age from 18 to 26—get their investment information from TikTok.” (CHERDACK, Melanie. Pushes, Tweets, Emojis and Fintok: Emerging Tech Meets Old School Securities Regulation. **Piaba Bar Journal**, v. 30, n. 3, 2023, p. 341).

97 Conforme, também: “In the time they spend on social media, younger users—particularly those aged twenty to twenty-nine—are turning to these types of platforms for financial advice far more often than the older range of users, with each successive

Apesar dos potenciais benefícios que a atuação dos *finfluencers* oferece à democratização do acesso a educação financeira, a atividade desses agentes, especialmente quando ignorada ou deficientemente endereçada pelos reguladores do mercado de capitais, pode apresentar riscos à segurança dos investidores de varejo e ao regular funcionamento do mercado<sup>98</sup>. Por esse motivo, conforme evidenciaremos ao longo desse trabalho, as entidades reguladoras e autorreguladoras do mercado de capitais têm estudado e buscado aplicar sobre os *finfluencers* regras e princípios regulatórios já consolidados na disciplina do mercado de capitais.

Este artigo objetiva, então, explorar o papel exercido pelos *finfluencers* no mercado de capitais, a forma como esses indivíduos se relacionam com os demais participantes de mercado, os riscos apresentados pela atividade desses influenciadores, e as respectivas respostas – inclusive através da aplicação de instrumentos normativos preexistentes – da regulação e autorregulação de mercado a esses riscos. Além disso, almeja-se identificar se há características específicas que têm guiado, ou guiarão, a formação e aplicação de um modelo regulatório ideal ao endereçamento da atuação dos *finfluencers*.

---

age group relying on social media less for financial advice. [...] Around eighty percent of users aged twenty to twenty-nine seek out financial advice on social media rather than from a more traditional source.” (ARROWOOD, Spencer B. TikTok: Is it Time to Regulate “Finfluencer” Investment Advice on Social Media? **North Carolina Banking Institute**, v. 28, n. 1, 2024, p. 433).

98 Exemplificativamente: “Since 2020, user reported losses from fraud on social media platforms have ballooned due to scams. Fraud losses more than doubled from 2021 to 2022, rising from \$1.8 billion to \$3.8 billion in each respective year. This rapid increase in reported fraud presents a heightened need for financial consumer protection in the online space. [...] While losses resulting from online investment advice can be due to fraud, they can also result from legitimate advice about an investment that is not suitable for a particular investor. When investment advice is not suited to the individual investor, it can have the same practical effect as outright fraud with resulting financial harm.” (ARROWOOD, *op. cit.*, pp. 440-441).

## 2. INFLUENCIADORES DIGITAIS: BREVE CONTEXTUALIZAÇÃO

Um elemento recorrente nas tentativas de delimitação do termo “influenciador digital” é o caráter profissional, publicitário e lucrativo da atividade. Isto é, ainda que um produtor de conteúdo digital inicialmente atue de forma amadora, à medida que se aproximar da caracterização de “influenciador digital”, sua atividade, tanto na publicação de conteúdo quanto no gerenciamento por trás das publicações, será cada vez mais sofisticada e passará a incluir a promoção do consumo de produtos ou serviços próprios ou de terceiros<sup>99</sup>. Destacamos a definição proposta por Primo, Matos e Monteiro<sup>100</sup>, segundo a qual influenciadores digitais são:

aqueles criadores de conteúdo, na internet, voltados para um nicho específico, cujo processo produtivo constitui um negócio, sustentado por práticas de marketing, visando a promoção de produtos de terceiros e/ou venda dos próprios serviços e mercadorias – como cursos online, camisetas, canecas, livros, jogos, brinquedos, cursos online etc.

---

99 Cf. CAMARGO, Isadora; ESTEVANIM, Maynna; DA SILVEIRA, Stefanie C. Cultura participativa e convergente: o cenário que favorece o nascimento dos influenciadores digitais. **Revista Comunicare**, v. 17, ago. 2017, p. 110: “Estes usuários-produtores, a partir das ‘novidades’ das redes, do boom dos vídeos online e das plataformas de self-broadcast, como o Youtube, passam a se ‘profissionalizar’ em um primeiro momento de uma forma espontânea e até amadora – o uso das plataformas é um espaço para disseminar comentários, opiniões ou avaliações sobre determinados produtos, por exemplo. Assim, os chamados prosumers tornam-se personagens de atualização constante, com incorporação de roteiro, estratégias de frequência de publicações ou até de formas de disseminação/viralização por meio de amigos, em primeiro lugar, e depois de núcleos de amigos dos amigos até chegarem a comunidades desconhecidas, mas que se aglutinaram para acessar aquele conteúdo. [...] Daí percebe-se uma profissionalização inerente à presença desses atores nas plataformas sociais e à formação de seguidores ou fãs em torno dos conteúdos disseminados por eles.”

100 PRIMO, Alê; MATOS, Ludimila; MONTEIRO, Maria. **Dimensões para o Estudo dos Influenciadores Digitais**. Salvador: EDUFBA, 2021, p. 7.

Ao estudarmos influenciadores digitais, constatamos que a influência desses agentes está intimamente ligada à sua capacidade de afetar as decisões de consumo de suas audiências. Ao se especializarem em um campo específico e consistentemente produzirem conteúdo relacionado a esse nicho, os influenciadores digitais adquirem uma aura de credibilidade que reforça suas opiniões e recomendações, e se tornam capazes de, justamente, influenciar o sentimento do público frente a determinados produtos e serviços. Essa capacidade torna os influenciadores agentes de comunicação valiosos para marcas comerciais que desejam realizar publicidade direcionada a um determinado segmento demográfico, já que um influenciador digital que goza da confiança de seu público é capaz de influenciar positivamente a intenção de compra e o envolvimento do público com uma marca<sup>101</sup>.

Assim, valendo-se de seu poder de influência, influenciadores digitais são contratados para endossar marcas, produtos ou serviços em suas publicações, o que monetiza a atividade de influência e caracteriza a estratégia conhecida como “*influencer marketing*”<sup>102</sup>. Além disso, os influenciadores têm a opção de obter retornos financeiros a partir de

---

101 Nesse sentido: “Aqui, é natural e automática a menção ao denominado ‘poder de influência’ dos criadores de conteúdo nas redes sociais, justamente por isto designados como influenciadores digitais. Ora, ao reiteradamente produzir conteúdo em suas redes sociais, estes foram ao longo dos anos angariando um público fiel (seus seguidores), que está sempre atento ao que ali é publicado. E então, com a criação de verdadeiros laços afetivos entre estes criadores e seu público, esta audiência passa a levar em consideração todas as dicas e recomendações que os influenciadores dão em seus perfis. [...] Esta posição privilegiada de influência é determinante na contratação por anunciantes para a realização de publicidade online [...]” (MOSSE, Cassio N. G.; MACHADO, Dante V. O. A publicidade, o direito e as redes sociais. *In*: MOSSE, Cassio N. G. (Org.). **Social Media Law: O Direito nas Redes Sociais**. 2ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2022, p. 4).

102 Nesse sentido: “Influencer marketing is a marketing strategy that uses the influence of key individuals or opinion leaders to drive consumers’ brand awareness and/or their purchasing decisions. [...] In addition, social media influencers have usually already established themselves by specializing in specific areas. This means that consumers are more likely to accept or trust influencers’ opinions when those influencers collaborate with brands that correspond well to their personal areas of expertise”. (LOU, Chen; YUAN, Shupeí. Influencer Marketing: How Message Value and Credibility Affect Consumer Trust of Branded Content on Social Media. **Journal of Interactive Advertising**, v. 19, n. 1, 2019, p. 2).

incentivos monetários oferecidos pelas próprias plataformas em que atuam, com base em métricas de performance e engajamento<sup>103</sup>.

No âmbito do mercado de capitais, a ideia de que o conteúdo produzido por um indivíduo e transmitido aos investidores na forma de um material específico é capaz de influenciar decisões de investimento está presente, principalmente, na regulação dos analistas de valores mobiliários<sup>104</sup>, de forma que, conforme exporemos mais adiante, a preocupação regulatória se volta, dentre outros temas, a endereçar a sobreposição entre a atividade de influência e a atividade de análise de valores mobiliários.

### **3. FINFLUENCERS**

Delineados os conceitos elementares da influência digital, passamos a restringir nossa análise e adentrar o campo dos “*financial influencers*”, ou “*finfluencers*”. Aqui, exploraremos a definição de “*finfluencer*”, o escopo de atuação desses agentes e peculiaridades de sua influência sobre o público.

#### **3.1 O FINFLUENCER LATO SENSU**

Parte da literatura entende que o termo “*finfluencer*” extrapola o âmbito dos influenciadores digitais como definidos no capítulo anterior. Essa corrente utiliza a denominação em questão para se referir a qualquer “pessoa ou entidade que tem grande impacto nas decisões

---

103 Nesse sentido: “Os influenciadores esforçam-se em manter a visualização dos conteúdos e as métricas de engajamento em crescimento constante, pois sua remuneração depende de porcentagem dos ganhos com publicidade compartilhada pelas plataformas e de contratos estabelecidos com agências e anunciantes.” (PRIMO, MATOS, MONTEIRO, *op. cit.*, p. 37).

104 Isso é evidenciado pela redação do art. 1º, §1º, da Resolução CVM nº 20/2021: “Para os fins da presente Resolução, a expressão ‘relatório de análise’ significa quaisquer textos, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários determinados que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento.”

de investidores através de influência nas redes sociais”<sup>105</sup>. Trata-se de uma definição ampla e que abarca, além de influenciadores digitais propriamente ditos, personalidades que não dedicam sua atividade digital exclusivamente à influência e produção de conteúdo financeiro, mas que, incidentalmente, alcançam resultados semelhantes, devido à influência que obtém a partir de meios e processos diferentes daqueles que se aplicam aos influenciadores digitais. Dessa forma, celebridades, figuras políticas, figuras corporativas e até mesmo influenciadores digitais de outros nichos, por exemplo, também seriam *finfluencers* em potencial<sup>106</sup>. Encaramos essa forma de conceituação como uma definição *lato sensu* de “*finfluencer*”.

### 3.2 O FINFLUENCER STRICTO SENSU

Conforme estabelecemos no capítulo anterior, influenciadores digitais se especializam em nichos específicos que ditam o conteúdo publicado em suas redes. Dessa forma, entendemos os *finfluencers* (em sentido estrito) como uma categoria de influenciadores digitais cujo nicho de atuação são finanças e os mercados financeiro e de capitais. Em geral, ao propor definições para essas figuras, a doutrina destaca: (i) o tipo de conteúdo produzido pelos *finfluencers*; e (ii) a influência dos *finfluencers* sobre as decisões financeiras (especialmente em

---

105 GUAN, Sue S. The Rise of the Finfluencer. **New York University Journal of Law & Business**, v. 19, n. 3, 2023, p. 493 (tradução nossa).

106 Cf. *Ibid.*, p. 493: “Various types of finfluencers exist in today’s markets, ranging from celebrities such as Kim Kardashian to corporate personalities like Elon Musk or Ryan Cohen to ordinary investors who develop followings on YouTube, TikTok, and other social media platforms.”

investimentos) de sua audiência<sup>107</sup>. Destacamos o conceito proposto por Rogge e Eynde<sup>108</sup>:

Finfluencers are social media influencers who focus on providing financial advice, education, recommendations and opinions, typically on platforms such as Instagram, TikTok, YouTube, Discord, Twitter, but also on self-made blogs and email newsletters, often in return for some form of direct or indirect remuneration. They aim to influence the financial behaviour and decisions of their followers and audiences through the content they create and share.

Sobre o conteúdo das publicações dos *finfluencers*, os autores destacam o compartilhamento de “*investment ideas, trading tips, budgeting advice and other financial content in a casual and relatable tone*”, além do uso de *hashtags* como “*#FinTok, #FinTwit, #StockTok, #Findependence*”<sup>109-110</sup>. A publicação desse tipo de conteúdo auxilia o

---

107 Nesse sentido: “Financial influencers, commonly known as finfluencers, are individuals who provide unsolicited investment advice on social media platforms. Many finfluencers have large followings and their recommendations can have a significant impact on the investment decisions made by retail investors” (KAKHBOD *et. al.* Finfluencers. **Swiss Finance Institute Research Paper Series**, n. 23-30, 2023, p. 1); e “A ‘Finfluencer’ is a social media influencer who promotes financial advice to their followers. Finfluencers, due to their popular or cultural status, influence financial decision-making through social media promotions or recommendations” (CHERDACK, *op. cit.*, p. 341).

108 ROGGE, Niels; EYNDE, Sinan Vanden. The Legal Implications of Disclaimers Used by Finfluencers. Ghent University Financial Law Institute Working Paper Series, Working Paper 2023-15, 2023, p. 1.

109 ROGGE, Niels; EYNDE, Sinan Vanden. The Legal Implications of Disclaimers Used by Finfluencers. **Ghent University Financial Law Institute Working Paper Series**, Working Paper 2023-15, 2023, p. 2.

110 Semelhantemente: “Generally, finfluencers discuss educational information on topics including investments, personal finance, credit card debt, 401(k)s, real estate, and negotiations. Finfluencers also often share their personal experiences with securities, advertise for specific financial products, and advise viewers on how they should invest their money” (MANFREDO, Tamra. How to Make \$1 Million in 30

*finfluencer* a construir uma aparência de autoridade no que diz respeito ao universo financeiro e a adquirir a confiança de seus seguidores<sup>111</sup>.

Em uma perspectiva nacional, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) conceitua os *finfluencers* como “aqueles influenciadores digitais que produzem conteúdo sobre investimentos, finanças pessoais e educação financeira, e engajam milhares de seguidores em diversas mídias sociais”<sup>112</sup>.

Assim como os influenciadores digitais em geral, os *finfluencers* monetizam sua atividade através de três “métodos” tradicionais:

- i. Incentivos monetários oferecidos pelas próprias plataformas de redes sociais, com base na performance e engajamento das publicações do *finfluencer*<sup>113-114</sup>;
- ii. Publicidade e venda de produtos e serviços próprios, como “sessões de coaching individual, cursos online, ou livros”. Essa publicidade pode envolver promessas de que “os consumidores obterão retornos futuros superiores após adquirirem os serviços ou produtos”, e contar com evidências

---

Seconds or Less: The Need for Regulations on Finfluencers. **Louisiana Law Review**, v. 84, n. 2, 2024, p. 823)

111 Cf. GUAN, *op. cit.*, p. 505: “Ordinary retail investors can also become influencers by developing followings on social media platforms such as Twitter, YouTube, TikTok, Instagram or Reddit that make it relatively easy to become this type of influencer. [...] Because they are usually not famous for separate reasons, they often build their influence by demonstrating their expertise to their followers by, for example, providing general investment advice. They may also promote specific stocks or financial products.”

112 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Influenciadores digitais e o mercado de capitais brasileiro: estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório**. Rio de Janeiro: CVM, 2023, p. 13.

113 MANFREDO, *op. cit.*

114 Cf., ainda, PFLÜCKE, Felix. Regulating Finfluencers. **Journal of European Consumer and Market Law**, v. 11, n. 6, 2022, p. 4: “Finfluencers discuss their well-intentioned investment strategies and decisions on social media. The audience of Finfluencers benefits from ‘free’ content, and Finfluencers generate revenue according to clicks via social media platforms, for example, the TikTok Creator Fund or YouTube AdSense.”

(reais ou não) da performance financeira positiva obtida pelo próprio *finfluencer*<sup>115-116</sup>; e

- iii. Publicidade de produtos e serviços de terceiros, em troca, por exemplo, de uma comissão paga pelo contratante ao *finfluencer* para cada cliente obtido a partir da publicidade realizada nas plataformas do *finfluencer*<sup>117</sup>.

### 3.3 DESEMPENHO DOS FINFLUENCERS

Por um lado, pode-se imaginar que, intuitivamente, a credibilidade, a popularidade e a performance de um *finfluencer* estariam ligadas à qualidade de suas recomendações financeiras: se suas sugestões fossem tecnicamente adequadas e bem fundamentadas, e consistentemente proporcionassem bons resultados aos seguidores, o *finfluencer* gozaria de um status positivo perante o público e apresentaria boas métricas de performance em suas plataformas; se não, o *finfluencer* seria visto pelo público como desconfiável, perderia seguidores e apresentaria métricas insatisfatórias. Por outro lado, essa dinâmica apresenta nuances adicionais que fazem com que a relação

---

115 *Ibid.*, p. 5 (tradução nossa).

116 A título exemplificativo, em 16/10/2024, a descrição do perfil do *finfluencer* Thiago Nigro (“O Primo Rico”) no Instagram contava com um link que direcionava o usuário para uma página com *banners* clicáveis convidando o usuário a adquirir: **(i)** ingressos para o evento de finanças “Finday 2024”; **(ii)** serviços de consultoria de investimentos da Portfel Consultoria Financeira e Corretora de Seguros Ltda. (empresa integrante do “Grupo Primo”, fundado por Thiago Nigro); **(iii)** serviços de “planejamento financeiro” da Grão Gestão de Recursos Ltda. (gestora de recursos independente, também integrante do Grupo Primo); e **(iv)** o livro “O Homem que Comprou o Tempo”, de autoria de Thiago Nigro.

117 Nesse sentido: “Finfluencers collaborate with third parties and advertise their products in return for a commission on sales. An example is affiliate links where Finfluencers get a commission in case their viewers sign up for an online broker. Advertising third-party products also include giveaways via affiliate links, for example, free stocks or a credit on retail investment platforms” (PFLÜCKE, *op. cit.*, p. 6); e “Often, they are compensated through affiliate marketing, where they receive compensation for each customer referred to a business through their marketing efforts. An affiliated influencer frequently uses a specific URL or a personalized code identifying them as a customer referral source. Customers can use that code when engaging with the promoted business.” (CHERDACK, *op. cit.*, p. 342).

qualidade/performance não seja tão simples. Isso é evidenciado por Kakhbod *et. al.*<sup>118</sup>, que constatam que “*unskilled and antiskilled influencers have more followers, more activity, and more influence on retail trading than skilled influencers*”, e que, nesse campo, “*skill is not a significant determinant of survival*”.

O primeiro fator a considerarmos é a criação de uma câmara de eco: se aqueles que consideram as informações publicadas tecnicamente incorretas, ou para quem adotar as recomendações de um *finfluencer* teve resultados negativos, deixarem de “seguir” aquele *finfluencer*, a comunidade ali restante será composta exclusivamente de seguidores que acreditam nas recomendações e/ou obtiveram bons resultados. Então, os membros dessa comunidade compartilharão suas experiências positivas e atrairão novos seguidores, gradualmente aumentando o engajamento, métricas e performance geral do *finfluencer* em questão<sup>119</sup>.

Além disso, o (relativamente) baixo nível de educação financeira e a busca por oportunidades de aumentar essa educação fazem com que o investidor de varejo médio tenda a acreditar no que um *finfluencer* tem a dizer<sup>120</sup>, ainda que as publicações não sejam adequadamente fundamentadas<sup>121</sup>, e especialmente se o *finfluencer*

---

118 KAKHBOD *et. al.* Finfluencers. Swiss Finance Institute Research Paper Series, n. 23-30, 2023, p. 1.

119 COBAN, Fidelya. **Are finfluencers the new experts in the field of investment advice?** Utrecht University School of Economics, Master thesis, 2023.

120 Nesse sentido: “These relationships of trust are deepened by the fact that the typical retail investor has low financial literacy, leading him or her to more easily believe what the influencers say. Many retail investors recognize their low financial literacy and desire more educational opportunities. [...] To TikTok viewers, finfluencers appear to know a good deal about the stock market. However, viewers with low financial literacy and no financial education will likely fail to discern whether a finfluencer is actually knowledgeable about the stock market rather than just appearing to be knowledgeable. If retail investors were better educated about investing, they would likely know to be skeptical when influencers say something that seems too good to be true and would verify the information using reliable sources before acting on it.” (MANFREDO, *op. cit.*, pp. 854-855).

121 Nesse sentido: “This increased access to unverified information may increase the probability of taking a wrong trading decision and, by consequence, incurring financial losses. In this context, the risks of substantial detriment remain high, especially for less-informed investors or investors with limited means, knowledge and

já tiver uma comunidade de seguidores estabelecida<sup>122</sup>. Mesmo após um investidor adotar e “testar” as recomendações de um *finfluencer*, avaliar a qualidade das informações disseminadas pelo *finfluencer* continua sendo uma tarefa complexa e que envolve mais nuances do que a avaliação tradicional sobre um influenciador digital de outro nicho<sup>123</sup>.

Ao se deparar com o perfil de um *finfluencer* que faz publicações com alta frequência e conteúdo apelativo (como oportunidades de investimento com retorno rápido, por exemplo), um investidor pode acreditar que essas são evidências de boa qualificação do *finfluencer*. Porém, Kakhbod *et. al.* constatam que “*skilled finfluencers are less active than unskilled and antiskilled influencers*”, e que “*skilled finfluencers are return-, social sentiment-, and news-contrarian*”, enquanto “*antiskilled finfluencers ride return momentum and social sentiment momentum and are likely to chase returns*”<sup>124</sup>.

#### 4. OS RISCOS DA ATUAÇÃO DESREGULADA DOS **FINFLUENCERS**

No final do capítulo anterior, começamos a dar forma aos riscos que podem ser apresentados pelos *finfluencers* aos investidores de varejo, especialmente no que tange à disseminação de informação e

---

experience. The lack of financial skills might lead them to follow (non-professional) influencers’ recommendation with the risk to be exposed to manipulative schemes such as, for example, pump and dump. This equates to a high probability of taking the wrong trading decision and incurring in substantial losses.” (EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. **Social media sentiment: influence on EU equity prices.** ESMA50-524821-3157. Paris: ESMA, 2024, p. 4. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/trv-article-social-media-sentiment-influence-eu-equity-prices>. Acesso em: 23 nov. 2024).

122 ARROWOOD, *op. cit.*

123 Nesse sentido: “To the extent they are sharing investment advice or market information, finfluencers may experience even less of a direct link between reputation and honest performance. When a traditional brand influencer promotes a product, their followers can test it out and assess the influencer’s honesty and trustworthiness. But assessing investment advice is notoriously noisy. The behavior and performance of traditional broker-dealers and financial advisors is already difficult to monitor.” (GUAN, *op. cit.*, p. 550).

124 KAKHBOD *et. al.*, *op. cit.*, p. 3.

conselhos financeiros de baixa qualidade técnica. Neste capítulo, nos aprofundaremos nos riscos da atuação desregulada dos *finfluencers* sob a luz de quatro potenciais condutas ilícitas que já são objeto de atenção da regulação do mercado de capitais, a saber: (i) conflito de interesses; (ii) exercício de atividade regulada sem registro; (iii) oferta pública irregular; e (iv) manipulação de preços.

#### 4.1 CONFLITO DE INTERESSES E TRANSPARÊNCIA

Conforme já exposto, é comum que ao menos parte da audiência dos *finfluencers* disponha de uma educação financeira limitada, o que leva esse público a buscar, nas recomendações dos *finfluencers*, um “manual” de gestão financeira e investimentos. Porém, como também já constatamos, o conteúdo publicado pelos *finfluencers* nem sempre tem solidez técnica, já que a motivação monetária desses criadores é baseada nas métricas de visualização e engajamento e em parcerias comerciais para publicidade.

Dessa forma, o conflito de interesses pode surgir na medida em que as informações, “dicas” e recomendações publicadas refletem não o melhor interesse do público que as consumirá e colocará em aplicação, mas meramente o esforço de maximização do lucro que o *finfluencer* aferirá a partir daquele conteúdo. Uma publicação que recomenda aos seguidores que utilizem uma plataforma *online* de investimentos pode ser feita não porque o *finfluencer* avaliou e identificou boa qualidade naquela plataforma, mas porque o *finfluencer* receberá um certo valor monetário para cada usuário que passar a utilizar a plataforma devido àquela publicidade<sup>125</sup> – que não necessariamente foi apresentada com transparência ao público. A divulgação de um curso de investimentos oferecido pelo próprio *finfluencer* pode ser feita não porque aquele

---

125 Nesse sentido: “Additional evidence emerged that some Finfluencers received a commission based on how much money consumers invested with these broker platforms. This commission-based system led to a significant increase in advertisements for high-risk financial products, such as contracts for difference (CFD) trading, allowing investors to work with leverage.” (PFLÜCKE, *op. cit.*, p. 6).

curso tem, de fato, alto valor educacional, mas porque, evidentemente, o *finfluencer* lucrará com a venda de matrículas no curso.

Os conflitos de interesses dos *finfluencers*, presentes em quase todos os casos em que há incentivos financeiros, podem ter consequências graves aos investidores que, acatando recomendações inadequadas aos seus perfis, vêm a sofrer danos financeiros<sup>126</sup>.

Refletindo essa preocupação, a CVM entende que:

Quando falamos de investimento e valores mobiliários específicos, a falta de transparência acerca do fato de que tal opinião consiste em conteúdo patrocinado, pode gerar danos a investidores [...] porque podem ser influenciados a adquirir produtos e serviços inadequados ao seu perfil, ou então executar operações financeiras as quais não executariam caso contrário, acarretando em uma situação comparativamente desfavorável.<sup>127</sup>

## 4.2 EXERCÍCIO DE ATIVIDADE REGULADA SEM REGISTRO

Uma das principais preocupações dos órgãos reguladores em relação aos *finfluencers* é o eventual exercício, por esses criadores, de atividades que, materialmente, vão de encontro àquelas reguladas por

---

<sup>126</sup> PFLÜCKE, *op. cit.*

<sup>127</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Influenciadores digitais e o mercado de capitais brasileiro: estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório**. Rio de Janeiro: CVM, 2023, p. 11.

esses órgãos e que exigem, para o seu exercício formal, autorizações e/ou certificações específicas<sup>128,129</sup>.

A CVM identifica as três principais atividades regulamentadas que os *finfluencers*, apesar de não serem regulamentados, assumem<sup>130</sup> informalmente:

- i. *Assessor de Investimentos ou Agente Autônomo de Investimentos*. A Resolução CVM nº 178/2023 exige que os assessores de investimento, atuando como prepostos de intermediários integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, possuam registro perante a CVM<sup>131</sup> e credenciamento feito por entidades credenciadoras autorizadas pela CVM<sup>132</sup>. A norma inclui nas atividades do assessor de investimento:
  - a) prospecção e captação de clientes; b) recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis; e c) prestação de

---

128 Nesse sentido, a CVM pontua que “[...] é importante ressaltar que nem todos os influenciadores financeiros são efetivamente especialistas ou têm qualificações profissionais, como é o caso de analistas de valores mobiliários, consultores, assessores de investimento, entre outros, que exercem atividades reguladas que demandam autorizações por parte desta Autarquia. Nesse sentido, é válido destacar que as normas emitidas pela CVM se aplicam a todos os profissionais que exercem, em sua essência, as atividades que recaem dentro do perímetro da regulação da Autarquia, independentemente das formas de apresentação, divulgação e disseminação do trabalho destes profissionais” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Edital de consulta pública SDM nº 04/2023**. Rio de Janeiro, 2023).

129 Semelhantemente, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), dos Estados Unidos, “has been concerned about finfluencers, particularly because most of them provide investment advice or recommendations to the public without being registered as investment advisers or brokers” (KAKHBOD *et. al.*, *op. cit.*, p. 1).

130 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Influenciadores digitais e o mercado de capitais brasileiro: estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório**. Rio de Janeiro: CVM, 2023.

131 “Art. 11. O assessor de investimento deve ser registrado na forma desta Resolução.”

132 “Art. 12. O registro para o exercício da atividade de assessor de investimento será concedido automaticamente pela CVM à pessoa natural e à pessoa jurídica credenciadas na forma desta Resolução”; “Art. 13. O credenciamento dos assessores de investimento é obrigatório”; e “Art. 14. O credenciamento de assessores de investimento é feito por entidades credenciadoras autorizadas pela CVM, na forma dos arts. 15 e 16 desta Resolução.”

informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pelos intermediários em nome dos quais atue<sup>133</sup>. Um *finfluencer*, ao realizar uma publicação que divulga os serviços de uma entidade de intermediação de valores mobiliários (como uma corretora e distribuidora, por exemplo), e convidar seus seguidores a utilizar a plataforma daquela entidade, pode invadir a competência de “prospecção e captação de clientes”, reservada aos assessores de investimento. Essa mesma publicação, a depender do nível de detalhamento, pode caracterizar “prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pelos intermediários”;

- ii. *Consultor de Valores Mobiliários*. A Resolução CVM nº 19/2021 reserva a consultoria de valores mobiliários aos consultores autorizados ou reconhecidos pela CVM<sup>134</sup>, e define a atividade como “a prestação dos serviços de orientação, recomendação e aconselhamento, de forma profissional, independente e individualizada, sobre investimentos no mercado de valores mobiliários, cuja adoção e implementação sejam exclusivas do cliente”<sup>135</sup>. A prestação desses serviços pode se dar por meio de orientação, recomendação e aconselhamento sobre: a) classes de ativos e valores mobiliários; b) títulos e valores mobiliários específicos; c) prestadores de serviços no âmbito do mercado de valores mobiliários; e d) outros aspectos relacionados às atividades abarcadas pela definição apresentada<sup>136</sup>. Não é difícil imaginar que, ao realizar publicações em que analisa e recomenda certas carteiras ou opções de investimento, um *finfluencer*

---

133 Art. 3º, incisos I a III.

134 “Art. 2º A consultoria de valores mobiliários é atividade privativa de consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, no caso de consultores domiciliados no Brasil, ou por ela reconhecidos, no caso de consultores domiciliados no exterior.”

135 Art. 1º, *caput*.

136 Art. 1º, §1º, incisos I a IV.

possa invadir a competência reservada aos consultores de valores mobiliários. Esse nem sempre é o caso, já que a publicação de conteúdo genérico e destinado à coletividade de seguidores remove o caráter “individualizado” da suposta orientação, recomendação ou aconselhamento. Porém, essa individualização pode ser caracterizada no âmbito de cursos particulares ou sessões de perguntas e respostas (e.g. em “lives” ou através de caixas de perguntas nos “stories” do Instagram), por exemplo<sup>137</sup>; e

- iii. *Analista de Valores Mobiliários*. A Resolução CVM nº 20/2021 reserva a atividade de análise de valores mobiliários aos analistas de valores mobiliários credenciados em entidade autorizada pela CVM<sup>138</sup>, e caracterizados como “a[s] pessoa[s] natura[is] ou jurídica[s] que, em caráter profissional, elabora[m] relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes”<sup>139</sup>. Um elemento central dessa atividade é o “relatório de análise”, que “significa quaisquer textos, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários determinados que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento”. A Resolução CVM nº 20 também equipara a relatórios de análise as “exposições públicas, apresentações, vídeos, reuniões, conferências telefônicas e quaisquer outras manifestações não escritas, cujo conteúdo seja típico

---

137 Nesse sentido: “Conversely, the provision of objective information, such as facts or figures, without any comment or suggestion to the viewer, is not a recommendation. As influencers often communicate in broad and general terms, their content will often fall outside the scope of a personal recommendation and therefore will not qualify as investment advice. However, there may be situations where a finfluencer’s ‘tips’ are tailored to an individual’s situation, such as through specific courses or Q&A sessions, which may lead to a circumstance where that tip could be considered a ‘personal recommendation’”. (ROGGE, EYNDE, *op. cit.*, p. 4)

138 Art. 2º.

139 Art. 1º, *caput*.

de relatório de análise”<sup>140</sup>. A amplitude do conceito de relatório de análise, somada ao fato de que, diferentemente do que ocorre na consultoria de valores mobiliários, não há necessidade de que o conteúdo seja personalizado a uma orientação individual, aumenta as chances de intersecção entre a atividade de análise de valores mobiliários e a produção de conteúdo típica dos *finfluencers*<sup>141</sup>. Além disso, a multiplicidade de formas de monetização da atividade dos *finfluencers* facilita a caracterização da potencial produção de relatórios de análise como “profissional”<sup>142</sup>.

Apesar de destacar as três atividades regulamentadas citadas acima, a CVM se preocupa, de maneira similar, com a invasão, pelos *finfluencers*, de atividades privativas de outras figuras regulamentadas pela autarquia<sup>143</sup>.

---

140 Art. 1, §2º.

141 Nesse sentido: “É válido reforçar que a CVM entende que a disseminação de opiniões sobre valores mobiliários específicos por intermédio de plataformas de mídias e redes sociais, bem como a divulgação de carteiras recomendadas pode caracterizar a atividade de analista de valores mobiliários. Tal enquadramento ocorre porque, ao contrário das demais categorias de agentes regulados, a opinião do analista não é direcionada para um destinatário específico, mas se destina ao mercado e a todos os investidores indiscriminadamente, ao passo que as demais categorias de agentes regulados, tais como consultores, gestores de carteiras administradas, intermediários e assessores de investimento, precisam, para a adequada prestação de suas atividades reguladas, conhecer o cliente, aplicar o *suitability* e oferecer, assim, um serviço customizado.” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Edital de Consulta Pública SDM nº 04/23**. Rio de Janeiro, 2023)

142 Em consonância com esses pontos, o Ofício Circular nº 2/2019/SIN/CVM, da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN), veiculou entendimento de que transmissões ao vivo e acompanhamento diário durante o pregão online, por exemplo, seja por meio de sites da internet ou por redes sociais, podem ultrapassar o cunho educacional e se inserirem no conceito de relatório de análise, se exercidas de forma profissional, com obtenção de qualquer benefício, remuneração ou vantagem.

143 Nesse sentido, ver o PAS CVM nº 19957.002344/2021-15, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 25/10/2022, no âmbito do qual o Colegiado da CVM condenou um influenciador e *trader* pelo exercício de atividade de administração profissional de carteira de valores mobiliários sem prévia autorização da CVM, em infração ao art. 23 da Lei no 6.385/1976 c/c art. 2º da Instrução CVM nº 558/2015. O processo se originou a partir de

Ainda, a preocupação da CVM com a sobreposição entre a atividade exercida pelos *finfluencers* e as atividades reservadas a profissionais regulados está diretamente relacionada à disciplina dos conflitos de interesses. Isso porque o risco de atuação sob conflito de interesses se intensifica quando os *finfluencers* extrapolam o âmbito meramente educacional de sua produção de conteúdo e adentram o escopo profissional reservado pela regulamentação a agentes regulados<sup>144</sup>. Quando um *finfluencer* exerce atividade privativa de figuras regulamentadas sem, contudo, obter a autorização necessária na forma da norma aplicável, ele atua, irregularmente, à margem das regras que disciplinam o tratamento de conflitos de interesses no exercício daquelas atividades<sup>145</sup>.

---

denúncias de que o acusado estaria ofertando fundo de investimento com promessa de rentabilidade através de sua página no *Instagram*.

144 Cf.: “A atuação destes influenciadores coloca questões sobre a possível ausência de qualificação dos mesmos para opinar sobre investimentos. Há nessa atuação um enorme potencial para ocorrência de conflitos de interesse, ausência de transparência, fraudes e atuação que transita entre opinião pessoal, atividade educacional e atividade regulada (por exemplo, analista e consultor de investimentos)” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Influenciadores digitais e o mercado de capitais brasileiro: estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório**. Rio de Janeiro: CVM, 2023, p. 11).

145 Exemplificativamente, podemos citar: (i) “Art. 9º A informação transmitida aos investidores, nos termos do art. 8º, deve ser acompanhada de alerta específico sobre potenciais conflitos de interesse a que o assessor de investimento possa estar sujeito em razão da celebração do novo contrato, incluindo os decorrentes de diferenças de remuneração do assessor de investimento pela oferta de produtos e serviços e de incentivos financeiros associados à prospecção e captação, para o novo intermediário, de investidores com relacionamento comercial prévio junto ao intermediário original” (Resolução CVM nº 178/2023); (ii) “Art. 18. É vedado ao consultor de valores mobiliários: [...] IV – omitir informações sobre conflito de interesses e riscos relativos ao objeto da consultoria prestada” (Resolução CVM nº 19/2021); e (iii) “Art. 13. É vedado ao analista de valores mobiliários, pessoa natural e jurídica, bem como aos demais profissionais que efetivamente participem da formulação dos relatórios de análise: [...] II – omitir informação sobre conflito de interesses nas informações e comunicações de que trata o art. 14, nos relatórios de análise e em qualquer meio em relação ao qual o analista se manifeste sobre o relatório de análise” (Resolução CVM nº 20/2021).

### 4.3 OFERTA PÚBLICA IRREGULAR

A Lei nº 6.385/1976 determina que nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na CVM<sup>146</sup>, e lista, entre os elementos caracterizadores de “emissão pública”, a utilização de prospectos ou anúncios destinados ao público<sup>147</sup>, bem como a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores<sup>148</sup>.

De forma semelhante, a Resolução CVM nº 160/2022 estabelece que “toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários, cujos destinatários sejam investidores residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deve ser submetida previamente a registro ou objeto de dispensa junto à CVM”<sup>149</sup>. Nos termos dessa mesma norma, configura oferta pública de distribuição “o ato de comunicação oriundo do ofertante, do emissor, quando este não for o ofertante, ou ainda de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições intermediárias, disseminado por qualquer meio ou forma que permita o alcance de diversos destinatários, e cujo conteúdo e contexto representem tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores para a realização de investimento em determinados valores mobiliários”<sup>150</sup>.

Ainda, a Resolução CVM nº 160/2022 exemplifica como atos que caracterizam uma oferta como pública “a procura, no todo ou em parte, de investidores indeterminados para os valores mobiliários, por meio de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições participantes do consórcio

---

146 Art. 19, *caput*.

147 Art. 19, §3º, I.

148 Art. 19, §3º, II.

149 Art. 4º.

150 Art. 3º, *caput*.

de distribuição”<sup>151</sup>, e “a utilização de material publicitário dirigido ao público investidor em geral”<sup>152</sup>. Em relação a esse segundo caso, note-se também que caracterizam material publicitário anúncios, avisos, mensagens e similares, por meio de comunicação de massa eletrônico – incluindo as redes sociais<sup>153</sup> –, com estratégia mercadológica e comercial dirigida ao público investidor em geral com o fim de promover a subscrição ou aquisição de valores mobiliários<sup>154</sup>.

Assim, ao divulgar, em nome próprio ou por contratação de terceiros, valores mobiliários ao seu público nas redes sociais, em uma tentativa de “despertar o interesse ou prospectar investidores”, *finfluencers* podem dar forma a uma oferta pública de valores mobiliários que, caso não tenha sido devidamente registrada na CVM, é irregular, em infração ao art. 19 da Lei nº 6.385/1976 e ao art. 4º da Resolução CVM nº 160/2022.

A oferta pública irregular divulgada por *finfluencers*, além de violar a regulamentação do mercado de capitais, oferece um risco aos investidores, uma vez que:

[o] registro da oferta é a segurança que o investidor tem de que ela ocorre de acordo com os preceitos estabelecidos na legislação e na regulamentação. A intenção é garantir a divulgação ampla e abrangente de informações completas sobre o emissor e a oferta, e permitir que todos os investidores participem da oferta em igualdade de condições, para que possam tomar suas decisões de investimento de forma consciente. É uma forma de proteção ao investidor.<sup>155</sup>

---

151 Art. 3º, §1º, II.

152 Art. 3º, §1º, I.

153 Art. 2º, parágrafo único.

154 Art. 2º, XII.

155 BRASIL. Portal do Investidor. **O registro na CVM**. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/ofertas-publicas-de-distribuicao/o-registro-na-cvm>. Acesso em: 14 jun. 2025.

#### 4.4 MANIPULAÇÃO DE PREÇOS

O impacto do poder de influência exercido pelos *finfluencers* se manifesta não apenas nas decisões individuais de seus seguidores, mas pode se refletir, também, no nível macro de setores do mercado, e causar variações de preço em valores mobiliários.

A Resolução CVM nº 62/2022 veda, aos participantes do mercado de valores mobiliários, a manipulação de preços<sup>156</sup>, definida como “a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda”<sup>157</sup>. A vastidão da audiência – composta, principalmente, por investidores de varejo – de alguns *finfluencers* é capaz de transformar esse público em uma massa cujo comportamento no mercado, coordenado pelos *finfluencers*, funciona como ferramenta de manipulação de preços<sup>158</sup>. Se o conteúdo publicado por um *finfluencer* exerce, como já verificamos, influência nas decisões de investimento de seus seguidores, então um *finfluencer* com amplo alcance pode, facilmente, induzir contingentes significativos de investidores a comprar ou vender um certo valor mobiliário, resultando na elevação ou queda da cotação desse mesmo valor mobiliário.

Podemos investigar o fenômeno da manipulação de preços por *finfluencers* a partir da perspectiva da motivação. Um *finfluencer* pode, em suas publicações, avaliar um certo valor mobiliário (i) positivamente,

---

156 Art. 3º.

157 Art. 2º, II.

158 Nesse sentido: “[...] influencers can reach a wide audience and provide powerful coordination mechanisms across followers, amplifying the price impact of group-based or coordinated trading. Building trust with followers is central to influencer reach, which is amplified by the broad impact of retail traders, often the bulk of their following”; “Because retail traders make up the bulk of influencer followers, influencers act as powerful coordination mechanisms for retail investors and create a feedback loop, further amplifying price impact”; e “In this way, influencers can shape not only price movements, but social and market conceptions of information. In doing so, influencers and their followers stand to have significant impact on markets.” (GUAN, *op. cit.*, pp. 508, 515 e 529, respectivamente)

por contratação de seu emissor ou de outro agente a quem interesse a valorização daquele valor mobiliário; (ii) negativamente, por contratação de qualquer agente a quem interesse a desvalorização daquele valor mobiliário; (iii) positivamente, por ter interesse em vender, em uma alta de preços, os títulos daquele valor mobiliários detidos por ele mesmo; ou (iv) negativamente, por ter interesse em comprar, em uma baixa de preços, títulos daquele valor mobiliário. Nos dois primeiros casos, o *finfluencer* age em favor de interesses de terceiros, e obtém vantagem econômica derivada da publicidade para a qual foi contratado a fazer<sup>159</sup>. Nos dois últimos casos, o *finfluencer* age em favor próprio, e obtém vantagem econômica derivada diretamente da variação de preços provocada. Naturalmente, a possibilidade de um *finfluencer* produzir conteúdo enquanto oculta essas motivações potencializa o risco de atuação sob conflito de interesses que mencionamos anteriormente.

O risco de manipulação de preços por *finfluencers* é habilmente ilustrado por Guan (2022, pp. 534 e 550) quando a autora defende que:

if influencers can control, influence, or simply predict price movements due to trading by their followers, they can profit off of that trading. Finfluencers need not engage in fraud or manipulation to predictably profit off of their followers' trades, nor do they necessarily need to disseminate valuable information. Finfluencers simply tweet, post or trade, their followers pile in, and stock prices can move. [...] As finfluencers act as informational bottlenecks and shape the types of "information" reflected in stock prices, their incentives can become skewed and the information reaching investors can be limited or worsened. Finfluencers might lie, create bubbles, keep information private for longer, or release

---

159 Cf. *Ibid.*, p. 524: "If corporations pay finfluencers to promote stocks, the finfluencer-driven information signal provided by price movements can reflect ad-based bias in addition to traditional information and non-traditional information."

information only once it becomes stale (and after the finfluencer has traded on it).

## 5. O QUE JÁ EXISTE NA REGULAÇÃO DE *FINFLUENCERS*

As diversas formas através das quais a atividade de um *finfluencer* pode, eventualmente, trazer danos aos seus seguidores, aos investidores de varejo e ao regular funcionamento do mercado evidenciam a importância de que a atenção regulatória se volte a esses profissionais. Neste capítulo, então, investigaremos as iniciativas regulatórias aplicáveis a *finfluencers* e já implementadas na jurisdição brasileira e em jurisdições estrangeiras. Na análise, majoritariamente expositiva, sobre a jurisdição nacional, nosso foco recairá, principalmente, sobre iniciativas regulatórias – tanto na forma de normas regulamentadoras quanto na forma de orientações não vinculantes – nas quais a entidade reguladora destacou, explicitamente, a aplicação aos *finfluencers* (ainda que, em alguns casos, a terminologia utilizada seja outra, como simplesmente “influenciadores digitais”). Esse método será repetido nas análises sobre jurisdições estrangeiras, mas estas contarão, também, com a menção de normas financeiras tradicionais dos respectivos países para entender a aplicação de tais normas aos *finfluencers*, tal como fizemos no capítulo anterior. Ao final, destacaremos diretrizes propostas pela *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO).

### 5.1 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)

Atualmente, não existe norma emitida pela CVM com o objetivo específico de regulamentar a atividade dos *finfluencers*. O tema, contudo, não é ignorado pela autarquia. Em 2014, a Assessoria de Análise e Pesquisa<sup>160</sup> publicou o “Levantamento preliminar sobre o

---

160 A então “Assessoria de Análise e Pesquisa” hoje leva o nome de “Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos”.

uso das mídias sociais em mercado de capitais em outros países”, que, apesar de não utilizar o termo “influenciadores”, já discutia questões relevantes à disciplina desses agentes.

Em novembro de 2020, para esclarecer suas interpretações sobre a atuação de pessoas (sejam elas *finfluencers* ou não) nas redes sociais na suposta oferta de serviços profissionais que dependam de registro na CVM, a SIN emitiu o Ofício-Circular nº 13/2020/CVM/SIN. O documento, publicado ainda durante a vigência da Instrução CVM nº 598/18 (que veio a ser substituída pela Resolução CVM nº 20/21), faz esclarecimentos quanto ao tipo de opinião sobre determinado valor mobiliário que poderia ser caracterizada como exercício da atividade de analista de valores mobiliários. Além disso, destaca (e grifamos) que:

[o] uso de avisos como “não se trata de recomendação de investimento”, “são opiniões apenas pessoais” ou com conteúdo semelhante serão ponderadas com a linguagem utilizada nas manifestações realizadas a respeito de valores mobiliários. De toda forma, *elas não tem poder de, por si apenas, descaracterizar o serviço de análise de valores mobiliários caso se constate indícios do exercício profissional da atividade.*

Em 2023, a CVM divulgou que a Gerência de Supervisão de Riscos Estratégicos 1 (GSR-1/SSR) “tem atuado neste âmbito juntamente com a Gerência de Acompanhamento de Mercado 1 (GMA-1), da Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI), e a [BSM Supervisão de Mercados] na análise de operações envolvendo influenciadores digitais em casos de oscilações atípicas de preços de ativos”; e que “a SMI recebe as informações, faz filtragem adicional e [encaminha à GSR-1], para [verificarem] se o influenciador fez alguma

postagem sobre o ativo em redes sociais ou fóruns, se recomendou o ativo e qual foi o alcance da postagem, por exemplo”<sup>161</sup>.

As Agendas Regulatórias CVM 2023 e 2024 incluíram “influenciadores digitais” como tema para consulta pública após elaboração de análise de impacto regulatório. Em abril de 2023, a Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA) publicou a análise de impacto regulatório “Influenciadores Digitais e o Mercado de Capitais Brasileiro”, que analisa o custo-benefício da edição de regramento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários. O relatório reconhece que:

a atuação destes influenciadores coloca questões sobre a possível ausência de qualificação dos mesmos para opinar sobre investimentos. Há nessa atuação um enorme potencial para ocorrência de conflitos de interesse, ausência de transparência, fraudes e atuação que transita entre opinião pessoal, atividade educacional e atividade regulada (por exemplo, analista e consultor de investimentos).<sup>162</sup>

Além disso, define o problema regulatório a ser endereçado como a “possível falta de transparência no relacionamento entre os influenciadores digitais e os participantes do mercado de valores mobiliários regulados pela CVM, gerando assimetria informacional entre os investidores e tais entidades”. Conforme veremos mais a frente, a opção regulatória privilegiada pelas conclusões da ASA é não

---

161 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. CVM divulga estudo sobre possível regulamentação envolvendo influenciadores digitais e o mercado de capitais. **Gov. br**, 3 nov. 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: 13 nov. 2024.

162 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Influenciadores digitais e o mercado de capitais brasileiro: estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório**. Rio de Janeiro: CVM, 2023, p. 11. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf>. Acesso em: 24 nov. 2024.

a criação de regras específicas para endereçar a atuação de *finfluencers* no mercado de capitais, mas a aplicação da regulamentação vigente à medida que a atuação dos *finfluencers* adentre o escopo de atividades e comportamentos já regulados e fiscalizados pela CVM.

A supervisão temática dos influenciadores digitais também constou no Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco 2023-2024, com o objetivo de identificar se: (i) “eles vem avançando sobre o perímetro regulatório da CVM, como por exemplo atuando em atividades que demandariam registro prévio, ou impactando o processo de formação de preços no mercado secundário”; (ii) “nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de maior relevância, pode haver uma possível vinculação com ofertantes ou intermediários em situação de conflito de interesses, que configuraria violação de regras da CVM sobre publicidade ou conduta de intermediários e ofertantes em tais ofertas”; e (iii) “há desvios relacionados a ilícitos de mercado porventura praticados por esses influenciadores de investimento”<sup>163</sup>.

Em novembro de 2023, a CVM iniciou a Consulta Pública SDM 04/2023, de natureza conceitual<sup>164</sup>, sobre a atuação de influenciadores digitais no âmbito do mercado de capitais, convidando o público a apresentar<sup>165</sup> “manifestações sobre as opções regulatórias relacionadas às repercussões da atuação dos influenciadores digitais sobre o mercado de capitais e eventuais aprimoramentos normativos”. Os questionamentos da consulta foram organizados de forma a “explorar opções regulatórias associadas a três aspectos principais”, a saber: (i)

---

163 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR) da CVM 2023-2024**. Rio de Janeiro, 2023.

164 O Edital de Consulta Pública SDM nº 04/23 esclarece que “este tipo de consulta de natureza conceitual, ao contrário das consultas públicas usualmente realizadas pela CVM, não está associada a uma minuta de resolução específica, mas a CVM entende que as ponderações e comentários do público podem ser de extrema valia na análise de possíveis opções regulatórias a serem consideradas, em especial em relação à elaboração de regulação prevendo obrigações e responsabilidades aos participantes regulados ao contratarem ou atuarem como influenciadores, bem como ao disseminarem informações por meio de plataformas de mídias e redes sociais.”

165 No momento de publicação deste artigo, a Consulta Pública SDM 04/2023 ainda constava, no site da CVM, como “em análise”, e não havia sido publicado Relatório de Consulta Pública consolidando e analisando as sugestões apresentadas.

contratação e transparência; (ii) promoção e divulgação de conteúdos por meio de plataformas de mídia e redes sociais; e (iii) influenciadores atuando como analista de valores mobiliários<sup>166</sup>.

## 5.2 ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA)

A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) chama de *finfluencer* “quem se dedica a divulgar conteúdos sobre finanças e investimentos nas redes sociais”<sup>167</sup>.

Para além da publicação periódica dos relatórios “*Finfluence*”, nos quais a associação registra as principais estatísticas e informações sobre o ecossistema de *finfluencers*, a atenção da ANBIMA se volta ao tema por meio das “Regras e Procedimentos para Contratação de Influenciadores” (“RPCI”)<sup>168</sup>, documento normativo que “tem por objetivo estabelecer as regras e os procedimentos que devem ser observados pelas [instituições Associadas à ANBIMA ou instituições aderentes ao Código ANBIMA de Autorregulação para Distribuição de Produtos de Investimento] na contratação de influenciadores digitais e/ou de agências que façam essa contratação para a realização de publicidades de produtos de investimentos, serviço de intermediação no exterior e/ou atividade de distribuição nos termos estabelecidos pelo [Código ANBIMA de Autorregulação para Distribuição de Produtos de Investimentos (“Código de Distribuição”)]”<sup>169</sup>.

Para seus próprios fins, as RPCI conceituam “influenciadores digitais financeiros ou influenciadores digitais” como “influenciadores digitais que produzem conteúdo sobre investimentos, finanças

---

166 De forma geral, os questionamentos da consulta refletem as preocupações e problemáticas apresentadas neste trabalho, sobretudo aquelas expostas no Capítulo 4.

167 ANBIMA. **Tá na rede: manual ANBIMA de melhores práticas para finfluencers.** Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/especial/manual-melhores-praticas-finfluencers.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/manual-melhores-praticas-finfluencers.htm). Acesso em 11 out. 2024.

168 No momento de publicação deste trabalho, a versão vigente das RPCI era aquela publicada em 13/09/2023.

169 Art. 1º, *caput*, das RPCI.

pessoais e educação financeira, podendo engajar investidores em mídias sociais diversas e/ou outros meios de divulgação”.

As RPCI disciplinam, principalmente, comportamentos e obrigações não dos influenciadores, mas das instituições associadas à ANBIMA (“instituições participantes”), no âmbito de contratos firmados com influenciadores.

Para tutelar a transparência da contratação de influenciadores por instituições participantes, as RPCI listam elementos essenciais que o contrato que rege tal relação deve conter<sup>170</sup>, dos quais destacamos:

1. Descrição detalhada do escopo e do tipo de publicidade a ser feita, incluindo, mas não se limitando a: (i) todos os tipos de produtos de investimento de forma geral e não específica que farão parte da publicidade, assim como dos serviços de intermediação no exterior ou atividade de distribuição, quando aplicável; (ii) quais os meios autorizados para divulgação da publicidade; e (iii) se o influenciador digital desempenhará atividade que seja regulada.
2. Obrigação de o influenciador digital explicitar em suas publicidades, de forma clara, que se trata de publicidade de produtos de investimento, serviços de intermediação no exterior ou atividade de distribuição, conforme aplicável, e o nome da instituição participante que o contratou<sup>171</sup>; e
3. Procedimento que será adotado pela instituição participante para monitorar a atuação do influenciador digital, de modo a garantir que o disposto no contrato, assim como nas RPCI, conforme aplicável, seja cumprido.

Chamamos atenção ao fato de que as RPCI alocam às instituições participantes a responsabilidade por “todas as publicidades

---

170 Art. 2º e respectivos incisos.

171 O §1º do art. 2º esclarece que “será considerada válida a menção verbal ou escrita na própria publicidade ou, ainda, a adição de hashtags mencionando minimamente que se trata de publicidade e vinculando ao distribuidor (#parceria e #nomedainstituição).”

relacionadas aos produtos de investimento, serviços de intermediação no exterior e/ou atividade de distribuição do [Código de Distribuição] divulgadas pelos influenciadores digitais contratados”. Dessa forma, as instituições participantes assumem o dever de “garantir, além do estabelecido em contrato, que os influenciadores digitais observem os requisitos previstos nas RPCI e nas regras de publicidade aplicáveis ao Código de Distribuição; e a veracidade das informações divulgadas e sua completude, de modo a não levar o investidor a erro”. Na mesma linha, cabe às instituições participantes garantir “que os influenciadores digitais contratados possuam, caso aplicável, as devidas certificações necessárias se o conteúdo a ser divulgado nas publicidades exija autorização e/ou certificações da regulação e/ou autorregulação vigente.”

Por fim, a ANBIMA mantém um Manual de Melhores Práticas para *Finfluencers*<sup>172</sup>, do qual destacamos as seções de “boas práticas” e de “educação continuada”. A seção de boas práticas alerta sobre a possibilidade de a atividade dos *finfluencers* ser enquadrada como análise de valores mobiliários; sobre as normas da regulação e da autorregulação para publicidade de produtos de investimento; e sobre a possibilidade de configuração de ilícitos de manipulação de mercado. A seção de educação continuada recomenda a obtenção de certificações como CPA-10, CPA-20, CEA, CNPIA, CFA, PQO, CFP e AI Ancord<sup>173</sup>, de acordo com a atividade exercida por cada *finfluencer*<sup>174</sup>.

---

172 ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Manual de melhores práticas para finfluencers**. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/especial/manual-melhores-praticas-finfluencers.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/manual-melhores-praticas-finfluencers.htm). Acesso em: 15 nov. 2024.

173 Respectivamente: Certificação Profissional ANBIMA Série 10, Certificação Profissional ANBIMA Série 20, Certificação ANBIMA de Especialistas em Investimento, Certificado Nacional do Profissional de Investimento, Chartered Financial Analyst, Programa de Qualificação Operacional, Certified Financial Planner e Exame de Certificação de Assessores de Investimento.

174 Para produtores de conteúdo e investidores independentes, a ANBIMA recomenda, idealmente, a obtenção da certificação CEA, CNPI ou CFP; ou, no mínimo, da CPA-20. Para analistas, aponta a obrigatoriedade de obtenção da certificação CNPI. Para traders, recomenda a obtenção da PQO. Para assessores de investimento, aponta a obrigatoriedade de obtenção da certificação AI Ancord, e recomenda a obtenção da CEA ou CFP.

### 5.3 BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS

Atualmente, a atividade normativa no âmbito da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”) sobre influenciadores se limita à Nota de Orientação 20/2023 (“Nota de Orientação” ou “Nota”) emitida pela BSM Supervisão de Mercados (“BSM”), o braço de autorregulação, supervisão e fiscalização dos mercados organizados administrados pela B3. A Nota de Orientação foi emitida para “convencionar direcionadores para as melhores práticas na contratação de Influenciadores pelos [Participantes dos mercados organizados administrados da B3 S.A.] e monitoramento de sua atuação durante a vigência do contrato, como parte de sua estratégia de educação, comunicação, publicidade e/ou marketing.” Em especial, busca identificar, prevenir e coibir infrações como: (i) exercício de atividade regulada sem autorização da CVM; (ii) conflitos de interesses relacionados aos deveres fiduciários que norteiam o exercício da atividade de intermediação; e (iii) ilícitos de mercado, tais como a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de ativos, manipulação de preços, realização de operações fraudulentas, uso de práticas não equitativas e outros ilícitos.

Para disciplinar essas relações contratuais, a BSM adota a definição de influenciadores 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”.

No momento pré-contratação, a Nota recomenda que o Participante realize a *due diligence* de análise reputacional e de conduta do Influenciador que pretende contratar, investigando as atividades desempenhadas pelo Influenciador anteriormente à contratação.

No momento da contratação, a BSM orienta o Participante a solicitar “informações sobre eventuais vínculos do Influenciador com emissores de ativos ou com qualquer outro Participante do mercado de capitais ou financeiro, e que sejam vínculos aptos a ensejar materialização de conflitos de interesse”. Essa informação

deverá, idealmente, ser divulgada no *site* do Participante e nos perfis dos Influenciadores, para que os investidores possam avaliar a possibilidade de que o Influenciador manifeste opiniões enviesadas.

Uma vez firmada relação contratual onerosa entre Participante e Influenciador, a Nota de Orientação recomenda a divulgação “ampla e transparente”, para que os investidores tenham ciência do vínculo. Uma forma de transmissão dessa informação é “por meio de aviso em todas as manifestações do Influenciador, de forma clara e facilmente visível”. Também é recomendado que, “quando o Influenciador mencionar serviço do Participante a que teve acesso de forma gratuita ou mediante concessão de desconto ou vantagens”, haja divulgação dessa informação pelo Participante.

É listada como boa prática que o Participante mantenha em seu *site* “a relação dos Influenciadores com os quais mantém contrato ativo” – seja diretamente ou através de agências de contratação ou assessor de investimentos – “para divulgação de produtos e serviços a eles atrelados”.

Com o intuito de identificar eventuais indícios de atipicidade ou alerta de monitoramento transacional, é recomendado que o Participante examine o conteúdo publicado pelo Influenciador contratado. Exemplificativamente, a Nota lista a possibilidade de identificação de: (i) possível atuação em atividade regulada sem a devida autorização, com destaque para a atividade de analista de valores mobiliários; (ii) manifestação sobre ativos, ainda que em caráter não profissional, que modifique o padrão de comportamento do ativo no mercado, acarretando criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de ativos, manipulação de preços ou outras práticas ilícitas; e (iii) tentativa de auferir vantagem de natureza irregular para o Influenciador ou para terceiros, por meio de manifestações tendenciosas de sua parte sobre ativos.

## 5.4 REGULADORES ESTRANGEIROS

### 5.4.1 ESTADOS UNIDOS

Nos Estados Unidos, a SEC, tal como a CVM, não emitiu novas normas para endereçar, com especificidade, a regulamentação das atividades exercidas pelos *finfluencers*. Por enquanto, “a SEC tem, em grande parte, limitado suas investigações ao uso de mídias sociais por consultores de investimento registrados ou corretores”<sup>175</sup>. A atuação da agência reguladora nesse campo, então, se dá, principalmente, com base no “*Securities Act of 1933*” (“Securities Act”) e no “*Securities and Exchange Act of 1934*” (“Securities and Exchange Act”)<sup>176</sup>.

A seção 17(b) do Securities Act<sup>177</sup>, por exemplo, se preocupa com a transparência das divulgações de valores mobiliários, e proíbe a promoção de um valor mobiliário mediante recebimento não divulgado de remuneração. A regra 10b-5 sob o Securities and Exchange Act<sup>178</sup>,

---

175 GUAN, *op. cit.*, p. 556 (tradução nossa).

176 Sobre esses instrumentos regulatórios, a CVM entendeu: “Sob a luz de tais regulações, a SEC tem enquadrado influenciadores digitais como qualquer outra atividade de promoção de valores mobiliários. Mesmo antes das redes sociais, dada a maior abrangência do seu mercado de valores mobiliários, os produtos de investimento já eram largamente anunciados nos meios de comunicação do país, daí a pertinência dessa regulação e a fácil aplicação dela aos influenciadores digitais. É apenas uma nova mídia, mas a mensagem continua a mesma” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Influenciadores digitais e o mercado de capitais brasileiro: estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório**. Rio de Janeiro: 2023, p. 24).

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

178 “It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice,

por sua vez, proíbe a fraude, a declaração falsa ou omissão de fato relevante, e o envolvimento em negócio que opere ou possa operar como fraude ou engano na negociação de valores mobiliários.

Em 2023, a “*Financial Industry Regulatory Authority*” (FINRA) publicou uma lista de práticas que “podem ajudar as empresas a avaliar se seus procedimentos e sistemas de supervisão estão razoavelmente estruturados para lidar com os riscos relacionados a programas de influenciadores digitais e indicação”<sup>179</sup>.

Quanto aos *finfluencers* que são, também, profissionais financeiros tradicionalmente regulados sob outras categorias, Manfredo (2024) reconhece três possibilidades de enquadramento: *investment advisers*, regulados pela SEC, na forma do “*Investment Advisers Act of 1940*”; *registered financial professionals*, regulados pela FINRA; e *financial planners*, também regulados pela FINRA.

## 5.4.2 REINO UNIDO

O Reino Unido, seguindo a tendência apresentada até aqui, também não dispõe de um instrumento normativo regulatório voltado especialmente à regulamentação dos *finfluencers*. Porém, o “*Financial Services and Markets Act 2000*” (FSMA) restringe a “promoção financeira”, e proíbe pessoas não autorizadas a exercer atividades reguladas de, no curso de negócios, realizar comunicação ou indução ao exercício de atividades de investimento, exceto quando a comunicação é aprovada

---

or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.”

179 FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY. **FINRA Provides Update on Sweep: Social Media Influencers, Customer Acquisition and Related Information Protection.** Disponível em: <https://www.finra.org/rules-guidance/guidance/targeted-examination-letters/sweep-update-feb2023>. Acesso em 21 nov. 2024 (tradução nossa). Dessas práticas, destacamos: “maintaining written supervisory procedures (WSPs) focusing on social media influencer and referral programs”; “evaluating potential social media influencers’ background and prior public social media activities for compliance and reputational risks before admitting them into their social media influencer programs.”; e “providing training and defining permitted and prohibited conduct for social media influencers.”

por uma pessoa autorizada<sup>180</sup>. Além disso, o FSMA reserva à *Financial Conduct Authority* (FCA) a faculdade de impedir que uma pessoa autorizada realize ou aprove uma comunicação, e de requisitar que uma pessoa autorizada remova uma comunicação<sup>181</sup>. Entendemos, então, que essas regras conferem à FCA poder para fiscalizar e exercer controle sobre as “comunicações” ou publicações de *finfluencers* aprovadas por entidades autorizadas no âmbito de contratos de divulgação, desde que as publicações em questão constituam convite ou indução ao exercício de atividades de investimento.

Em março de 2024, a FCA publicou a “*Finalised Guidance FG24/1*” (“FG24/1”), que aborda “*financial promotions on social media*”. No documento, a FCA esclarece que o exercício de atividades de investimento não se limita a serviços de investimento, mas abrange uma ampla gama de serviços e produtos financeiros; e que mesmo as comunicações de pessoas cuja atuação profissional não é condicionada à autorização pela FCA podem estar submetidas às restrições sobre promoção financeira.

Através da FG24/1, a FCA detalha boas práticas que devem ser aplicadas por seu público na promoção financeira realizada através de publicações em redes sociais. Além disso, o documento dedica um capítulo a orientações sobre a atividade de influenciadores digitais (incluindo *finfluencers*) em relação a promoções financeiras. Ali, o regulador confirma que “*all segments of the influencer market are capable of communicating a financial promotion*”, e que “[*u*]nauthorised influencers who are communicating financial promotions in the course of business without s21 approval from an appropriate authorised person are likely to be communicating an illegal financial promotion”; efetivamente

---

180 “[Section] 21 Restrictions on financial promotion. (1) A person (“A”) must not, in the course of business, communicate an invitation or inducement to (a) engage in investment activity [...] (2) But subsection (1) does not apply if— (a) A is an authorised person; or (b) the content of the communication is approved for the purposes of this section by an authorised person.”

181 “137S Financial promotion rules: directions given by FCA. [...] (2) A direction under this section may require the authorised person— (a) to withdraw the communication or approval; (b) to refrain from making the communication or giving the approval (whether or not it has previously been made or given).”

trazendo parte da atividade dos *finfluencers* para a alçada regulatória da FCA.

### 5.4.3 UNIÃO EUROPEIA

A União Europeia também não dispõe de uma regulamentação com aplicação específica a *finfluencers*, mas, tal como nos exemplos supracitados, já emitiu orientações que nos permitem interpretar a aplicação de normas tradicionais do mercado financeiro europeu à atividade dos *finfluencers*.

Destacamos os artigos 20<sup>182</sup>, 3(1)(34)<sup>183</sup> e 3(1)(35)<sup>184</sup> da “*Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council*” ou “*Market Abuse Regulation*” (MAR). Quando interpretamos os dispositivos do artigo 3 segundo o alerta emitido pela *European Securities and Markets Authority* (ESMA) em fevereiro de 2024, fica claro que as obrigações impostas pelo artigo 20 se aplicam aos *finfluencers*. Naquela ocasião, a ESMA esclareceu que comunicações em redes sociais em que “uma pessoa dê conselhos ou ideias, direta ou indiretamente, sobre a compra ou venda de um instrumento financeiro ou sobre como

---

182 “Persons who produce or disseminate investment recommendations or other information recommending or suggesting an investment strategy shall take reasonable care to ensure that such information is objectively presented, and to disclose their interests or indicate conflicts of interest concerning the financial instruments to which that information relates.”

183 Define “information recommending or suggesting an investment strategy” como informação “(i) produced by an independent analyst, an investment firm, a credit institution, any other person whose main business is to produce investment recommendations or a natural person working for them under a contract of employment or otherwise, which, directly or indirectly, expresses a particular investment proposal in respect of a financial instrument or an issuer; or (ii) produced by persons other than those referred to in point (i), which directly proposes a particular investment decision in respect of a financial instrument”.

184 Define “investment recommendations” como “information recommending or suggesting an investment strategy, explicitly or implicitly, concerning one or several financial instruments or the issuers, including any opinion as to the present or future value or price of such instruments, intended for distribution channels or for the public”.

compor um portfólio de instrumentos financeiros pode[m] constituir uma recomendação de investimento”<sup>185,186</sup>.

O alerta da ESMA também destaca o risco de que publicações em redes sociais constituam atos de manipulação de mercado, “*insider dealing*” ou divulgação ilegal de informações privilegiadas; e dá exemplos de estilos de comunicações e publicações em redes sociais adequadas e inadequadas às regras da MAR.

Em abril de 2022, a ESMA publicou o “*Final Report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection*”, no qual a autoridade recomenda que a responsabilidade decorrente da delegação, por uma empresa, de marketing financeiro a um influencer seja atribuída à própria empresa, que deveria monitorar o conteúdo publicado pelo influenciador, para assegurar que há conformidade com a regulamentação aplicável<sup>187</sup>.

## 5.5 DIRETRIZES DA IOSCO

Em novembro de 2024, a IOSCO publicou o “*Consultation Report 08/2024*” (“CR/08/2024”), um relatório que explora o cenário em evolução dos *finfluencers* e as reações regulatórias de diferentes

---

185 EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. **Warning on posting investment recommendations on social media**. ESMA74-1103241886-912. 6 fev. 2024. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/warning-posting-investment-recommendation-social-media>. Acesso em: 23 nov. 2024 (tradução nossa).

186 A atenção sobre os *finfluencers* é evidenciada também em: “When posting on social media, transparency and accuracy are key, especially when making recommendations about investments. That is why, if you are a finance influencer, a technical expert, or someone with just interest in financial investments, you need to be aware of the rules established under the MAR Framework and be able to recognise an investment recommendation.” (EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. **Requirements when posting investments recommendations on social media**. 6 fev. 2024. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/requirements-when-posting-investments-recommendations-social-media>. Acesso em: 23 nov. 2024)

187 EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. **Final report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection**. ESMA71-99-1935. Paris: ESMA, 2022, p. 35. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/esma-makes-recommendations-improve-investor-protection>. Acesso em: 23 nov. 2024.

jurisdições. Por meio do CR/08/2024, a IOSCO propõe uma série de boas práticas que podem guiar as autoridades regulatórias interessadas em proteger a integridade de seus mercados no que diz respeito à atuação de *finfluencers* e intermediários de mercado<sup>188</sup>. Note-se que, em geral, as diretrizes propostas não implicam a criação de regulamentações específicas à disciplina dos *finfluencers*, mas incentivam a aplicação, quando possível, de *frameworks* regulatórios já existentes. As medidas propostas são:

1. “Em conformidade com seus respectivos mandatos e âmbito regulatório, as autoridades reguladoras poderiam considerar maneiras de aplicar regulamentação e supervisão apropriadas e eficazes às atividades dos *finfluencers*, onde os *frameworks* regulatórios existentes atualmente não abrangem essas atividades”;
2. “Quando os *frameworks* regulatórios existentes abrangem as atividades dos *finfluencers*, as autoridades reguladoras poderiam considerar fornecer orientações adicionais explicando como esses *frameworks* regulatórios se aplicam às atividades dos *finfluencers*”;
3. “Em conformidade com as leis e regulamentações de sua jurisdição, as autoridades reguladoras poderiam considerar maneiras apropriadas de realizar a supervisão e o monitoramento das atividades de *finfluencers* e dos intermediários de mercado que utilizam *finfluencers* para promover mercados, valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. Isso poderia incluir o uso de análise de dados, ferramentas de monitoramento de redes sociais e auditorias regulares para garantir conformidade com a legislação e regulamentações relevantes”;

---

188 Adicionalmente, o relatório também propõe boas práticas a serem seguidas pelos próprios *finfluencers*, e pelos intermediários de mercado e investidores de varejo em interação com *finfluencers*.

4. “Em conformidade com seus respectivos mandatos, as autoridades reguladoras poderiam considerar onde as regras e regulamentos existentes são aplicáveis para identificar e abordar conflitos potenciais e reais de interesse associados às atividades dos *finfluencers* e ao uso de *finfluencers* por intermediários de mercado”;
5. “Em conformidade com as leis e regulamentações de sua jurisdição, as autoridades reguladoras poderiam considerar tomar ações de *enforcement* contra *finfluencers* e intermediários de mercado que utilizam *finfluencers* quando suas ações constituírem práticas abusivas, enganosas ou fraudulentas, incluindo casos em que realizem atividades reguladas sem as licenças exigidas”;
6. “Dado o potencial alcance transfronteiriço dos *finfluencers* e intermediários de mercado que os utilizam, as autoridades reguladoras poderiam considerar acordos para a troca de informações com autoridades domésticas e internacionais para garantir supervisão e aplicação eficazes em nível global”; e
7. “As autoridades reguladoras poderiam considerar desenvolver materiais educativos para investidores de varejo com foco em *finfluencers*, com o objetivo de alertá-los sobre os riscos existentes.”<sup>189</sup>

Além disso, em outubro de 2022, a IOSCO publicou o “*Report on Retail Distribution and Digitalisation*” (“FR/12/2022”), no qual a organização sugere aos seus membros que atribuam àqueles que contratam *finfluencers* a responsabilidade pela precisão das informações fornecidas pelos *finfluencers* a potenciais investidores

---

189 INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. **Consultation report: Finfluencers** (CR/08/24). Novembro de 2024, pp. 61-62. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD775.pdf>. Acesso em: 23 nov. 2024. (tradução nossa)

em nome do contratante, e pela divulgação de informações relativas a potenciais riscos e conflitos de interesses<sup>190</sup>.

## 6. CONCLUSÕES

### 6.1 MODELO REGULATÓRIO E O FUTURO DA REGULAÇÃO DE *FINFLUENCERS*

A partir da análise sobre a natureza da atividade dos *finfluencers*, sobre os riscos apresentados por essa atividade ao regular funcionamento mercado de capitais (conflito de interesses, exercício de atividades reguladas sem registro, oferta pública irregular e manipulação de preços), e sobre as respostas regulatórias adotadas no Brasil e em outras jurisdições até o momento, identificamos três elementos centrais que parecem pautar, em retrospectiva e em previsão, o modelo de regulação de *finfluencers* prevalecente. São eles: (i) preocupação com a transparência das relações contratuais firmadas entre *finfluencers* e demais agentes de mercado; (ii) atribuição de responsabilidade aos agentes regulados que contratam *finfluencers*; e (iii) inclusão dos *finfluencers* no alcance de normas regulatórias e esforços de supervisão já existentes.

Os elementos (i) e (ii) estão diretamente relacionados ao endereçamento de conflitos de interesse, tema que discutimos no Capítulo 4. Ao tutelar a transparência das referidas relações contratuais e o *disclosure*, ao mercado, das informações relevantes sobre essas relações, os reguladores criam um mecanismo de proteção aos investidores, que podem levar em consideração, no momento de

---

190 Cf.: “Measure 3: Responsibility for online marketing. IOSCO members should require, subject to a jurisdiction’s laws and regulations, that management assumes responsibility for the accuracy of the information provided to potential investors on behalf of the firm, including those provided via various social media channels, including influencers, and the timely disclosure of necessary information regarding potential risks and conflicts of interest to avoid potential financial consumer harm.” (INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. **Report on Retail Distribution and Digitalisation** (FR/12/2022). Outubro de 2022, p. 3. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD715.pdf>. Acesso em: 23 nov. 2024)

tomada de decisões financeiras e de investimento, as motivações por trás das recomendações e conselhos fornecidos pelos *finfluencers* no âmbito desses contratos<sup>191-192</sup>.

Além disso, o elemento (ii) já é refletido pelas RPCI da ANBIMA, que alocam às “instituições participantes” a responsabilidade por “todas as publicidades relacionadas aos produtos de investimento, serviços de intermediação no exterior e/ou atividade de distribuição do [Código de Distribuição] divulgadas pelos influenciadores digitais contratados”.

O elemento (iii), que está intimamente ligado aos outros dois, reflete a suficiência das normas já existentes para disciplinar ilícitos já reconhecidos. Dessa forma, ainda que a atividade dos *finfluencers* possua particularidades que podem influenciar o meio de cometimento de um ilícito, o resultado é tutelado da mesma forma como já acontece em relação a outros indivíduos atuantes no mercado de capitais. No mais, já há indicação, por parte dos reguladores, no sentido de não pretenderem criar uma categoria regulada específica aos *finfluencers*<sup>193</sup>.

---

191 Nesse sentido: “O fato de ser patrocinado pelo emissor/distribuidor do valor mobiliário objeto da divulgação não necessariamente determina que o influenciador possa levar o investidor a erro, mas com essa informação adicional o investidor poderá sopesar todo o conjunto de informações e decidir, de forma consciente, se acata a recomendação ou não.” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Influenciadores digitais e o mercado de capitais brasileiro: estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório**. Rio de Janeiro: CVM, 2023, p. 32. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf>. Acesso em: 24 nov. 2024)

192 Nessa linha, a análise de impacto regulatório “Influenciadores Digitais e o Mercado de Capitais Brasileiro”, da ASA, conclui “pela recomendação da inclusão no arcabouço normativo da CVM de dispositivo que preveja a exigência de transparência e divulgação ativa de quaisquer relações contratuais de publicidade e divulgação de valores mobiliários celebrados entre os regulados por esta CVM e aqueles denominados influenciadores digitais, sejam os últimos pessoas físicas ou plataformas de divulgação, desde que o contrato gere benefício direto ou indireto para estes” (*Ibid.*, p. 40).

193 Cf.: “A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) analisa atualmente os comentários feitos em sua consulta pública sobre a atividade de influenciadores digitais relacionados ao mercado de capitais. Para a diretora Marina Copola, é pouco provável que o resultado deste debate seja a regulação da atividade como uma prestação de serviço autônoma, sujeita a registro. [...] Copola enxerga que o mais relevante é a transparência nas relações entre os influenciadores e o mercado.” (ESTADÃO CONTEÚDO. Para diretora da CVM, consulta pública sobre influencers não deve

Então, a regulação dos *finfluencers* tende a ser realizada de maneira indireta, através dos demais agentes regulados, na hipótese em que estes interajam com *finfluencers*, como ilustrado pelo elemento (ii); e através de instrumentos como ofícios circulares, manuais e guias orientativos. Nesse sentido, a análise de impacto regulatório da ASA explica:

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

Vale destacar alguns pontos em comum entre as iniciativas adotadas por outras jurisdições. Em todos os casos analisados o foco principal encontra-se sobre o participante regulado. Nenhuma das jurisdições analisadas procuram de alguma forma incluir dentro do seu perímetro regulatório o influenciador financeiro em si. De modo geral, quando se tem um arcabouço regulatório vigente, há uma tendência a fazer uso de tais regras para fazer frente aos desafios impostos pelas novas formas de comunicação no mercado de capitais. [...]

Aqui já se frisa novamente o que foi posto acima: alternativas normativas que visem criar uma categoria de regulados na CVM para “influenciadores digitais” foram desconsideradas por serem impraticáveis economicamente, fora de qualquer convergência a padrões internacionais e de alto risco jurídico.<sup>194</sup>

---

resultar em regulação. **UOL Economia**, 19 abr. 2024. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/estadao-conteudo/2024/04/19/para-diretora-da-cvm-consulta-publica-sobre-influencers-nao-deve-resultar-em-regulacao.htm>. Acesso em: 24 nov. 2024.)

194 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Influenciadores digitais e o mercado de capitais brasileiro: estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto**

## 6.2 CONSIDERAÇÕES FINAIS: PONTOS EM ABERTO

Apesar do esforço expositivo e analítico realizado ao longo deste trabalho, o recorte escolhido deixa espaço para investigações complementares necessárias a um entendimento holístico do fenômeno da influência digital no âmbito do mercado de capitais. Futuros trabalhos devem analisar: (i) se as diferenças entre *finfluencers lato sensu* e *finfluencers stricto sensu* requerem respostas regulatórias diferentes a cada uma dessas categorias; (ii) se, e como, a regulação e autorregulação financeiras sobre *finfluencers* interagem, complementam, se sobrepõe ou até mesmo conflitam com a regulação e autorregulação publicitárias; (iii) se, e como, a regulação e autorregulação financeiras sobre *finfluencers* interagem com o direito à liberdade de expressão nas redes sociais; e (iv) o papel das administrações de plataformas de redes sociais na regulação e supervisão de *finfluencers*.

---

**Regulatório.** Rio de Janeiro: CVM, 2023, pp. 30, 31 e 33. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf>. Acesso em: 24 nov. 2024.

## BIBLIOGRAFIA

ARROWOOD, Spencer B. TikTok: Is it Time to Regulate “Finfluencer” Investment Advice on Social Media? *North Carolina Banking Institute*, v. 28, n. 1, 2024.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. *Tá na rede: manual ANBIMA de melhores práticas para finfluencers*. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/especial/manual-melhores-praticas-finfluencers.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/manual-melhores-praticas-finfluencers.htm). Último acesso em 11 out. 2024.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. *Regras e procedimentos para contratação de influenciadores digitais nº 10, de 13 de novembro de 2023*. São Paulo, 2023.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. *Código de Distribuição*. Aprovado em 8 jul. 2024.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. *Regras e procedimentos do Código de Distribuição*. Aprovado em 10 out. 2024.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. *Manual de melhores práticas para finfluencers*. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/especial/manual-melhores-praticas-finfluencers.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/manual-melhores-praticas-finfluencers.htm). Último acesso em: 15 nov. 2024.

BRASIL. *Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

BRASIL. Portal do Investidor. *O registro na CVM*. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/ofertas-publicas-de-distribuicao/o-registro-na-cvm>. Último acesso em: 14 jun. 2025.

BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS. *Nota de Orientação BSM nº 20/2023*. São Paulo, 5 set. 2023.

CAMARGO, Isadora; ESTEVANIM, Maynna; DA SILVEIRA, Stefanie C. Cultura participativa e convergente: o cenário que favorece o nascimento dos influenciadores digitais. *Revista Comunicare*, v. 17, ago. 2017.

CHERDACK, Melanie. Pushes, Tweets, Emojis and Fintok: Emerging Tech Meets Old School Securities Regulation. *Piaba Bar Journal*, v. 30, n. 3, 2023.

COBAN, Fidelya. *Are finfluencers the new experts in the field of investment advice?* Utrecht University School of Economics, Master thesis, 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *CVM divulga estudo sobre possível regulamentação envolvendo influenciadores digitais e o mercado de capitais*. Gov.br, 3 nov. 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>. Último acesso em: 13 nov. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de consulta pública SDM nº 04/2023*. Rio de Janeiro, 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Influenciadores digitais e o mercado de capitais brasileiro: estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório*. Rio de Janeiro: 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Levantamento preliminar sobre o uso das mídias sociais em mercado de capitais em outros países*. Rio de Janeiro, 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Ofício-Circular n° 13/2020/CVM/SIN*. Esclarecimentos sobre a atividade profissional de analista de valores mobiliários nos termos da Instrução CVM n° 598/18.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Ofício-Circular n° 02/2019/SIN*. Esclarecimentos sobre a atividade de analista de valores mobiliários e dispositivos da Instrução CVM n° 598.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *PAS CVM n° 19957.002344/2021-15*, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 25/10/2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR) da CVM 2023-2024*. Rio de Janeiro, 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Resolução CVM n° 160, de 2022*. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários e a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados, e revoga as Instruções CVM n° 400, de 29 de dezembro de 2003, CVM n° 471, de 8 de agosto de 2008, CVM n° 476, de 16 de janeiro de 2009, CVM n° 530, de 22 de novembro de 2012, e as Deliberações CVM n° 476, de 25 de janeiro de 2005, CVM n° 533, de 29 de janeiro de 2008, CVM n° 809, de 19 de fevereiro de 2019, CVM n° 818, de 30 de abril de 2019 e CVM n° 850, de 7 de abril de 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Resolução CVM n° 178, de 2023*. Dispõe sobre a atividade de assessor de investimento e revoga a Resolução CVM n° 16, de 9 de fevereiro de 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Resolução CVM n° 19, de 2021*. Dispõe sobre a atividade de consultoria de valores mobiliários e revoga a Instrução CVM n° 592, de 17 de novembro de 2017, a Instrução CVM n° 619, de 6 de fevereiro de 2020 e a Deliberação CVM n° 783, de 17 de novembro de 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Resolução CVM nº 20, de 2021*. Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários e revoga a Deliberação CVM nº 633, de 6 de julho de 2010, e a Instrução CVM nº 598, de 3 de maio de 2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Resolução CVM nº 62, de 2022*. Veda as práticas de 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, e revoga a Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979, e a Deliberação CVM nº 14, de 23 de dezembro de 1983.

ESTADÃO CONTEÚDO. Para diretora da CVM, consulta pública sobre influencers não deve resultar em regulação. *UOL Economia*, 19 abr. 2024. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/estadao-conteudo/2024/04/19/para-diretora-da-cvm-consulta-publica-sobre-influencers-nao-deve-resultar-em-regulacao.htm>. Último acesso em: 24 nov. 2024.

EUROPEAN COMMISSION. *Investigation of the Commission and consumer authorities finds that online influencers rarely disclose commercial content*. 6 fev. 2024. Disponível em: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_24\\_708](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_24_708). Último acesso em 23 nov. 2024.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. *Final report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection*. ESMA71-99-1935. Paris: ESMA, 2022. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/esma-makes-recommendations-improve-investor-protection>. Último acesso em: 23 nov. 2024.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. *Requirements when posting investments recommendations on social media*. 6 fev. 2024. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/>

requirements-when-posting-investments-recommendations-social-media. Último acesso em: 23 nov. 2024.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. *Social media sentiment: influence on EU equity prices*. ESMA50-524821-3157. Paris: ESMA, 2024. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/trv-article-social-media-sentiment-influence-eu-equity-prices>. Último acesso em: 23 nov. 2024.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. *Warning on posting investment recommendations on social media*. ESMA74-1103241886-912. 6 fev. 2024. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/warning-posting-investment-recommendation-social-media>. Último acesso em: 23 nov. 2024.

EUROPEAN UNION. *Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on Market Abuse (Market Abuse Regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC*.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. *FG24/1: Finalised Guidance on Financial Promotions on Social Media*. Londres, mar. 2024.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY. *FINRA Provides Update on Sweep: Social Media Influencers, Customer Acquisition and Related Information Protection*. Disponível em: <https://www.finra.org/rules-guidance/guidance/targeted-examination-letters/sweep-update-feb2023>. Último acesso em 21 nov. 2024.

GUAN, Sue S. The Rise of the Finfluencer. *New York University Journal of Law & Business*, v. 19, n. 3, 2023.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Consultation report: Finfluencers (CR/08/24)*. Novembro de 2024.

Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD775.pdf>. Último acesso em: 23 nov. 2024.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Report on Retail Distribution and Digitalisation* (FR/12/2022). Outubro de 2022. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD715.pdf>. Último acesso em: 23 nov. 2024.

KAKHBOD *et. al.* Finfluencers. *Swiss Finance Institute Research Paper Series*, n. 23-30, 2023.

LOU, Chen; YUAN, Shupe. Influencer Marketing: How Message Value and Credibility Affect Consumer Trust of Branded Content on Social Media. *Journal of Interactive Advertising*, v. 19, n. 1, 2019.

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, 2024.

MOSSE, Cassio N. G.; MACHADO, Dante V. O. A publicidade, o direito e as redes sociais. In: MOSSE, Cassio N. G. (Org.). *Social Media Law: O Direito nas Redes Sociais*. 2<sup>a</sup> ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2022.

PFLÜCKE, Felix. Regulating Finfluencers. *Journal of European Consumer and Market Law*, v. 11, n. 6, 2022.

PRIMO, Alê; MATOS, Ludimila; MONTEIRO, Maria. *Dimensões para o Estudo dos Influenciadores Digitais*. Salvador: EDUFBA, 2021.

ROGGE, Niels; EYNDE, Sinan Vanden. The Legal Implications of Disclaimers Used by Finfluencers. *Ghent University Financial Law Institute Working Paper Series*, Working Paper 2023-15, 2023.

UNITED KINGDOM. *Financial Services and Markets Act 2000*. Chapter 8, de 14 de junho de 2000.

UNITED STATES. *Securities Act of 1933*. Public Law nº 73-22, de 27 de maio de 1933.

UNITED STATES. *Securities Exchange Act of 1934*. Public Law nº 73-291, de 6 de junho de 1934.