

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
FACULDADE NACIONAL DE DIREITO

**OS MECANISMOS DE PROTEÇÃO AO PEQUENO INVESTIDOR NO MERCADO
DE CAPITAIS BRASILEIRO: PROPAGANDA ABUSIVA E DESENHOS
INSTITUCIONAIS**

MATHEUS GONÇALVES BORGES DE SOUZA

Rio de Janeiro

2021

MATHEUS GONÇALVES BORGES DE SOUZA

**OS MECANISMOS DE PROTEÇÃO AO PEQUENO INVESTIDOR NO MERCADO
DE CAPITAIS BRASILEIRO: PROPAGANDA ABUSIVA E DESENHOS
INSTITUCIONAIS.**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Dr. João Marcelo de Lima Assafim**

Rio de Janeiro

2021

MATHEUS GONÇALVES BORGES DE SOUZA

**OS MECANISMOS DE PROTEÇÃO AO PEQUENO INVESTIDOR NO MERCADO
DE CAPITAIS BRASILEIRO: PROPAGANDA ABUSIVA E DESENHOS
INSTITUCIONAIS.**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Dr. João Marcelo de Lima Assafim**

Data da Aprovação: _/_/___.

Banca Examinadora:

Orientador

Membro da Banca

Membro da Banca

Rio de Janeiro

2021

CIP - Catalogação na Publicação

dS729m de Souza, Matheus Gonçalves Borges
Os mecanismos de proteção ao pequeno investidor
no mercado de capitais brasileiro: Propaganda
abusiva e desenhos institucionais / Matheus
Gonçalves Borges de Souza. -- Rio de Janeiro, 2021.
37 f.

Orientador: João Marcelo de Lima Assafim.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2021.

1. Mercado de capitais. 2. Publicidade. 3.
Direito regulatório. 4. Direito do consumidor. I. de
Lima Assafim, João Marcelo, orient. II. Título.

RESUMO

Nos últimos anos, o mercado financeiro brasileiro experimentou um crescimento vertiginoso no número de pequenos investidores cadastrados e habilitados a negociar em bolsa. A tecnologia não só propiciou o acesso facilitado do público em geral ao mercado financeiro como também facilitou o acesso dos agentes do mercado ao público, o que se traduziu no expressivo crescimento do setor de publicidade direcionada ao mercado financeiro. Nesse contexto, é natural que abusos sejam cometidos e que a publicidade direcionada a esses pequenos investidores deva ter o acompanhamento atento da Comissão de Valores Mobiliários. O presente trabalho busca reunir elementos conducentes a determinar a natureza jurídica dos recursos utilizados na publicidade direcionada ao pequeno investidor frente a obrigação do Estado de defender a Ordem Pública Econômica e analisar os mecanismos à disposição do regulador brasileiro para coibir práticas abusivas referentes à propaganda no mercado financeiro a partir de um panorama histórico da regulação da propaganda no Brasil e de restrições impostas em outros setores. Ao final, conclui-se pela necessidade de aprimorar o arcabouço jurídico brasileiro de forma a promover um efetivo controle social a liberdade de expressão comercial a fim de evitar danos aos consumidores e à Ordem Pública Econômica.

Palavras chave: Publicidade, Mercado Financeiro, Comissão de Valores Mobiliários, Direito Econômico, Direito do Consumidor.

ABSTRACT

In the last few years, the Brazilian financial market has experienced a steep increase in the number of small investors registered and enabled to trade in the stock market. Technology has not only allowed the easing of access of the general public to the exchanges but has also enabled the access of the market to the public, which has led to an expressive growth of targeted advertising. With this in mind, it is only natural that false advertisement would become commonplace, which should incite a response from the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM). The present essay seeks to gather the main elements leading to determinate the legal identity of the resources utilized by the marketing companies that target the small investor in regards to the regulator's duty to defend the Economic Public Order, based on an overview of the history of advertisement regulation in Brazil and the restrictions imposed on different sectors of the economy. In the end, we conclude that a refinement of the Brazilian legal framework regarding advertisement regulations is urgently necessary in order to mitigate potential damages to consumers and to the Economic Public Order.

Keywords: False-advertisement, Stock Markets, Securities and Exchange Commission, Regulation Law, Consumer Law.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	8
2 PANORAMA REGULATÓRIO DA PUBLICIDADE NO BRASIL.....	17
2.1 O início da regulação da propaganda no Brasil.....	17
2.2 O controle social da liberdade de expressão comercial.....	20
2.3 As normas da CVM sobre publicidade no mercado financeiro.....	23
2.3.1 A noção de veracidade na propaganda comercial.....	23
2.3.2 Linguagem serena e moderada.....	27
2.3.3 Promessa de rentabilidade e isenção de riscos.....	28
2.4 A propaganda na educação financeira e outras modalidades.....	29
2.5 Conclusão parcial.....	31
3 A OMISSÃO DA CVM E SUAS POSSÍVEIS CAUSAS.....	32
3.1 Introdução.....	32
3.2 Conflito entre objetivos institucionais.....	32
3.3 Captura regulatória.....	35
3.4 Infraestrutura fiscalizatória escassa.....	36
4. CONCLUSÃO.....	38
REFERÊNCIAS.....	40

INTRODUÇÃO

1.1 Apresentação do tema

Em 2020, seguindo uma tendência já observada nos anos anteriores, o número de investidores individuais que negociam diariamente no mercado de derivativos teve um aumento expressivo. No caso do Mini-Dólar (WDO), o número de investidores individuais passou de 22 mil em janeiro de 2018 para 91 mil em abril de 2020. Para o Mini Índice (WIN) o salto foi ainda mais vertiginoso, indo de 27 mil investidores individuais em 2018 para 149 mil em 2020¹.

Alguns fatores contribuem para explicar o fenômeno, a baixa dos juros, por exemplo, que estimulou uma migração massiva da renda fixa para a renda variável em decorrência de uma busca por maior rentabilidade. Outro exemplo é a adoção e regulamentação do mecanismo de RLP (*Retail Liquidity Provider*). Trata-se de um esforço da CVM para aumentar a liquidez das operações em contratos de mini índice e mini dólar a fim de atrair e reter pequenos investidores por meio de negociações a preço de mercado feitas diretamente entre os investidores e a corretora.²

No entanto, um fator que passou ao largo de muitas das análises, inclusive do próprio órgão regulador, é o significativo aumento da propaganda direcionada a novos investidores, não apenas de serviços de corretagem e plataformas de operação, mas também de cursos, seminários e livros que prometem métodos infalíveis para a obtenção de vultosos ganhos em curto espaço de tempo e risco mínimo, quase sempre voltadas para o mercado de derivativos em operações diárias (day-trade).

Além de não transmitir um recorte realista da situação dos pequenos investidores no mercado de ações e derivativos, sobretudo na modalidade de investimento conhecido como day-trade, muitos dos anúncios podem ser considerados de pronto mentirosos ou abusivos. Em estudo desenvolvido pelos pesquisadores Fernando Chague e Bruno Giovannetti da FGV-SP, intitulado “É possível viver de day-trade em ações?” a partir de dados fornecidos pela própria

¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Memorando nº 25/2020-CVM/SMI. Dispõe sobre Alterações ao Regulamento de Negociação e ao Manual de Procedimentos Operacionais da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão

² B3; http://www.b3.com.br/pt_br/solucoes/plataformas/puma-trading-system/para-participantes-e-traders/regras-e-parametros-de-negociao/novo-tipo-de-oferta-retail-liquidity-provider-rlp/. Acesso em 19/10/2020

CVM entre 2013 e 2016, em um universo de 98.378 investidores pessoas-físicas, os autores chegaram às seguintes conclusões:

- (i) 99,43% dos indivíduos não persistiram na atividade (apresentaram menos de 300 pregões com day-trades);
- (ii) considerando-se os day-traders que persistiram (operaram por mais de 300 pregões), a performance média foi negativa;
- (iii) apenas 127 indivíduos foram capazes de apresentar lucro bruto diário médio acima de 100 reais em mais de 300 pregões.³

Com relação ao mercado de derivativos, dados da própria CVM indicam que entre os anos de 2018 e 2020, cerca de 80% dos investidores individuais registraram perdas nos mercados de Mini-Índice e Mini-Dólar.⁴

Diante do desempenho fraco de grande parte dos pequenos investidores, como explicar esse influxo constante de novos investidores individuais registrados no mercado de ações e derivativos? Certamente a publicidade desempenha um papel chave no processo de convencimento e interferência nas escolhas de investimento nesse sentido.

A publicidade voltada para o mercado financeiro é potencialmente causa e consequência desse fenômeno social que observamos ao longo dos últimos anos de mistificação e fascínio pelo mercado financeiro. A tecnologia funciona de duas formas para encurtar as distâncias entre os pequenos investidores e o mercado financeiro: São elas (i) acessibilidade e (ii) marketing direcionado. Do lado da acessibilidade, a tecnologia permite um acesso facilitado dos investidores aos pregões, por meio de plataformas de investimento cada vez mais intuitivas e acessíveis a pessoas com menos expertise no mercado. A exemplo disso, podemos citar a corretora estadunidense Robinhood⁵, que oferece uma plataforma de negociação que opera a partir de um aplicativo de celular, de forma extremamente facilitada e até mesmo *gamificada*, oferecendo recompensas diárias para investidores que atingem determinadas metas, de maneira

³ CHAGUE, Fernando; GIOVANNETTI, Bruno. **É possível viver de day-trade em ações?** Brazilian Review of Finance (Online) 18(3), 2020

⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Memorando nº 25/2020-CVM/SMI. Dispõe sobre Alterações ao Regulamento de Negociação e ao Manual de Procedimentos Operacionais da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão

⁵ ROBINHOOD. Disponível em: <https://robinhood.com/us/en/>. Acesso em 19/10/2020

idêntica aos *achievements* que as desenvolvedoras de jogos de celular utilizam para garantir o retorno do usuário através de um senso de progresso, estimulando constantemente o centro de recompensas do cérebro, o que produz uma situação análoga à observada em pacientes com problemas relacionados a jogos de azar (ABREU, et al. 2008)⁶.

O segundo aspecto do uso da tecnologia está relacionado ao marketing digital direcionado. Os algoritmos de inteligência artificial, hoje praticamente onipresentes no espaço ambiente digital observam cada um de nossos movimentos na internet, objetivando perfilar os usuários conforme suas preferências e suscetibilidade a determinados tipos de publicidade. Nesse sentido, diferentes atores do mercado de capitais elaboram suas campanhas publicitárias conforme o perfil dos investidores que desejam atrair, a depender da forma como os serviços são estruturados e se há ou não alguma espécie de conflito de interesse com o investidor.

Enquanto fundos de investimento são remunerados com base em comissões sobre o desempenho da carteira, adicionando-se uma taxa de administração do fundo, as corretoras são remuneradas por operação realizada. Dessa forma, os fundos são diretamente interessados no desempenho de seus clientes, havendo em alguma medida certa confluência de interesses, já o modelo de corretagem acaba por estabelecer um conflito de interesse com o cliente, ou, no mínimo, uma desconexão de interesses. As corretoras se beneficiam diretamente de um número maior de clientes que realizem um número maior de operações diárias, independentemente do desempenho do investidor. O interesse das corretoras em atrair um perfil mais ativo de investidor e menos avesso aos riscos do mercado financeiro interfere diretamente no tipo de propaganda que é ofertada, que se torna menos voltada à educação financeira e mais focada na possibilidade de ganhos expressivos e de complementação de renda e profissionalização.

Em 2017, o STJ entendeu que os investidores do mercado de valores mobiliários são consumidores finais em uma relação de prestação de serviços, e que, portanto, aplicam-se as disposições da legislação consumerista às relações tidas entre os investidores e corretoras.⁷ Esse entendimento estendeu, em boa hora, aos investidores as proteções da legislação consumerista

⁶ABREU, Cristiano Nabuco et al. **Dependência de Internet e de jogos eletrônicos: uma revisão.** *Revista Brasileira de Psiquiatria*. v. 30, n. 2, p. 156-167, fev./mar. 2008.

⁷BRASIL, Superior Tribunal de Justiça. REsp 1599535/RS, Terceira Turma, Rel. Ministra Nancy Andrighi, julgado em 14/03/2017

e do sistema de defesa do consumidor. Permitindo, por exemplo, a atuação do Procon-SP em face da campanha publicitária da Empiricus, protagonizada por Bettina Rudolph.

Na peça publicitária, a apresentadora informa que teria acumulado patrimônio superior a R\$ 1 milhão em apenas 3 anos, partindo de um investimento inicial de R\$ 1.500. Por conta disso, o Procon-SP entendeu que “*A afirmação da empresa de garantias de resultados de investimentos sob sua orientação, via movimentações financeiras no mercado variável de ações, demonstra-se enganosa e capaz de induzir o consumidor a erro*”, indicando que a publicidade teria infringido o art. 37, § 1º, do CDC⁸, dessa forma, foi aplicada uma multa no valor de R\$ 58,2 mil, valor admitidamente módico diante da capacidade financeira da consultoria, segundo o diretor executivo do Procon-SP à época, Fernando Capez, uma vez que se tratara de um aviso, e que, em caso de violações futuras seriam aplicadas punições muito mais severas.⁹ A estratégia parece ter funcionado, uma vez que a consultoria foi forçada a reavaliar sua estratégia de captação de clientes após o episódio. Nota-se, no entanto, um certo silêncio eloquente por parte da CVM diante de episódios como o narrado acima, apesar de inseridos expressamente na competência regulamentar da CVM.

A Lei 6.385/76 estabelece em seu Art. 1º, VIII que os serviços de consultor e analista de valores mobiliários, atividade realizada pela Empiricus, está sujeita à disciplina e fiscalização da CVM. Com relação especificamente à propaganda, a CVM editou a ICVM nº 598/2018, vigente à época (posteriormente substituída pela ICVM nº 20/2021, sem alterações substanciais naquilo que interessa à presente análise), dispõe:

Art. 14. As informações ou comunicações de cunho institucional e publicitário relativas à prestação do serviço de analista de valores mobiliários devem:

- I – ser verdadeiras, consistentes e não induzir o investidor a erro; e
- II – utilizar linguagem serena e moderada.

§ 1º As informações ou comunicações de que trata o caput não podem conter promessa de rentabilidade futura ou assegurar ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou a isenção de risco para o investidor.

§ 2º As normas deste artigo alcançam as divulgações realizadas por meio de jornais, revistas, rede mundial de computadores, programas, aplicativos, mensagens eletrônicas ou qualquer outro meio de comunicação assemelhado.

⁸ Art. 37. § 1º É enganosa qualquer modalidade de informação ou comunicação de caráter publicitário, inteira ou parcialmente falsa, ou, por qualquer outro modo, mesmo por omissão, capaz de induzir em erro o consumidor a respeito da natureza, características, qualidade, quantidade, propriedades, origem, preço e quaisquer outros dados sobre produtos e serviços.

⁹ MIGALHAS: “Procon/SP multa Empiricus por propaganda da Bettina”. Disponível em <https://migalhas.uol.com.br/quentes/299545/procon-sp-multa-empiricus-por-propaganda-da-bettina>. Acesso em 19/10/2020.

Art. 15. Caso as informações ou comunicações a que se refere o art. 14 apresentem incorreções ou impropriedades que possam induzir o investidor a erro, a CVM ou a entidade credenciadora podem exigir:

I – a cessação da divulgação da informação; e

II – a veiculação, com igual destaque e por meio do veículo usado para divulgar a informação original, de retificações e esclarecimentos, devendo constar, de forma expressa, que a informação está sendo republicada por determinação da CVM ou da entidade credenciadora, conforme o caso, e, de forma destacada, qual é a informação que está sendo retificada ou esclarecida.

Fica evidente, portanto, que a CVM poderia ter atuado no sentido de determinar que a propaganda fosse retirada do ar e que uma retificação fosse feita. Pouco tempo depois, em resposta ao ocorrido, a CVM expediu o Ofício Circular CVM/SIN 6/19¹⁰, que esclareceu a aplicação da Instrução CVM n° 598. No entanto, a CVM não se pronunciou especificamente sobre o caso Empiricus, e não confirmou que a edição do ofício se deu por conta do episódio.

Comparado com outros tipos de infrações, como *insider trading*, é seguro dizer que a produção normativa da CVM com relação à propaganda abusiva no mercado de capitais é extremamente baixa, assim como sua resposta a um caso de repercussão como esse foi extremamente tímida, para não dizer omissa. O que explica, afinal, essa posição institucional da CVM?

1.2 – Objeto e apresentação do problema

Diante do exposto, será explorado como problema de pesquisa na presente dissertação a competência da CVM e sua possível omissão ao tratar da regulamentação e da fiscalização da propaganda voltada aos pequenos investidores no mercado de ações e derivativos. Trata-se de tema atinente predominantemente ao Direito Econômico, sendo a disciplina da captação da poupança popular no mercado de capitais o principal objeto de pesquisa.

Nesse sentido, a pergunta de partida é: **“A CVM tem sido omissa em sua função de coibir o uso de propaganda abusiva no mercado de capitais?”**

O presente trabalho buscará focar suas análises na propaganda institucional e específica, em outros termos, a propaganda elaborada por agentes de mercado regularmente estabelecidos

¹⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício Circular CVM/SIN 6/19, de 14 de junho de 2019. *Dispõe sobre a melhor forma de cumprir a Instrução CVM n° 598 (“ICVM 598”), mediante a apresentação de esclarecimentos sobre a correta observância de dispositivos da referida norma.*

e que prospectam clientes de forma explícita. Não se desconhece, no entanto, a prevalência nos dias atuais de outro tipo de abordagem por meio de *influencers* em redes sociais: pessoas físicas, muitas vezes não habilitadas, com enorme poder de influência nas redes sociais e que são capazes de movimentar substancialmente o valor de ativos através de suas recomendações. Esse fenômeno difere substancialmente das abordagens mais tradicionais de prospecção de clientes que serão detalhadas adiante. Em se tratando da atuação individual dos *influencers*, além de incidir as normas de habilitação profissional da CVM, o conflito em análise deixa de ser entre a liberdade de expressão comercial e a ordem pública econômica, ganhando contornos mais densos por se tratar da liberdade de expressão em seu sentido mais amplo, que é resguardado com maior rigor pelo ordenamento constitucional, e que em tese seria limitada somente pelo abuso de direito à livre expressão quando em conflito com outros princípios e valores constitucionais.

O tema que tangencia o presente trabalho é fascinante, mas requer uma abordagem distinta, com diferentes bases teóricas e metodológicas, merecendo uma dissertação própria para que se faça justiça à sua importância.

1.3 Objetivos

Assim sendo, são objetivos do presente trabalho:

- (i) Definir se de fato há omissão por parte da CVM no que se refere à regulamentação e fiscalização da propaganda voltada à captação de novos investidores.
- (ii) Reunir elementos conducentes a determinar a natureza jurídica dos recursos utilizados na publicidade direcionada ao pequeno investidor frente a obrigação do Estado de defender a Ordem Pública Econômica.
- (iii) Ao final, identificar as possíveis omissões da CVM com fins de, se necessário, propor soluções aos problemas identificados.

1.4 – Justificativa

O presente trabalho atende ao requisito de relevância social, diante da necessidade de existirem mecanismos aptos a garantir a proteção ao pequeno investidor que ingressa no mercado de capitais.

As repercussões negativas de uma regulamentação e fiscalização deficientes em matéria de publicidade direcionada ao mercado de capitais tem o condão de comprometer toda a estrutura do mercado, na medida em que diminui a confiança dos pequenos investidores, diminui com isso a capacidade das empresas de se capitalizarem para expandirem sua infraestrutura produtiva e investirem em pesquisa e desenvolvimento, tendo como consequência a estagnação econômica.

Além disso, uma fuga de pequenos investidores tem como efeito imediato a diminuição da liquidez do mercado, ou seja, a capacidade de transformar ativos em moeda corrente com rapidez e sem depreciação significativa do valor do ativo. Os esforços recentes da CVM em atrair novos investidores tem como principal objetivo aumentar a liquidez dos mercados, dando mais estabilidade aos preços e com isso trazendo mais confiança e segurança para todas as faixas de investidores. Todos os avanços obtidos pela CVM nesse sentido poderiam ser postos a perder caso a prospecção desses novos investidores seja feita de uma forma falaciosa e prejudicial, resultando na quebra das expectativas legítimas desses investidores e culminando no abandono definitivo e massivo do mercado de capitais.

Por fim, não se pode ignorar as repercussões sociais que a propaganda abusiva produz individualmente para cada investidor, e os inúmeros prejuízos pessoais que isso pode causar quando o investidor aplica parcela significativa de suas economias na esperança de obter uma complementação de sua renda investindo em ativos mais arriscados e que não estejam de acordo com o seu perfil.

1.5 – Metodologia

Para explorar o tema de pesquisa e cada uma das hipóteses propostas, será utilizado a metodologia de pesquisa sociojurídica empírica. Poderão ser realizados estudos de casos, análises de documentos, análises estatísticas e entrevistas no intuito de analisar a atuação da CVM com relação à publicidade enganosa.

Complementarmente poderão ser aplicadas outras metodologias, como pesquisa jurisprudencial e pesquisa sociojurídica teórica para a análise de cada uma das hipóteses a serem trabalhadas.

Ao final, a depender dos resultados obtidos, poderá ser aplicada a metodologia de *lege ferenda* a fim de propor soluções aos problemas pesquisados.

1.6 – Revisão de literatura

Tendo em vista que o tema é relativamente recente, uma vez que a primeira normatização expedida pela CVM que tratou do tema da publicidade no mercado de capitais é datada de maio de 2018 na forma da Instrução ICVM nº 598/2018, sendo posteriormente regulamentado pelo Ofício Circular CVM/SIN 6/19, tendo sido editado pouco tempo depois da situação que envolveu a campanha publicitária da Empiricus. Dessa forma, não foram localizados trabalhos acadêmicos que abordassem com especificidade a regulamentação da publicidade no mercado de capitais. No entanto, alguns estudos trataram de temas que tangenciam questões fundamentais para os objetivos do presente trabalho.

Um deles tratou da equiparação entre consumidores e investidores no sistema protetivo dos interesses coletivos no mercado de capitais. O autor destaca a existência de mecanismos jurídicos para a proteção dos investidores no microssistema de ações coletivas, descrevendo a relação dos mecanismos de tutela coletiva com a regulamentação do mercado de capitais. (SOUSA SILVA, 2008).

Em outro estudo, é feita uma análise da evolução do mercado de capitais brasileiro, e os fatores que levaram a uma maior popularização e à entrada de pequenos investidores nesses mercados. Dentre esses fatores o autor destaca a globalização do mercado, o crescimento e o desenvolvimento econômico do país experienciado nos anos 2000-2010, as contribuições que a evolução da regulamentação do mercado de capitais teve no sentido de aumentar a confiança dos pequenos investidores, os avanços tecnológicos que possibilitaram um acesso mais facilitado dos pequenos investidores e a busca por fontes alternativas de renda, diante da tendência de queda dos juros (PATRICIO LIMA, 2010).

Um outro trabalho se debruçou sobre a responsabilidade civil dos gestores de fundos perante os pequenos investidores. A autora detalhou as hipóteses de responsabilização objetiva e subjetiva dos gestores de fundo e dos administradores de companhias abertas, abordou a aplicabilidade do Código de Defesa do Consumidor às relações de investimento, descrevendo ainda os mecanismos para ressarcimento de eventuais prejuízos aferidos (AVELAR, 2015).

Em uma das obras de referência na área, os autores realizam uma sistematização detida sobre as normas que regem o mercado de capitais e a atuação da CVM, sistematizando todos os mecanismos administrativos à disposição da agência para reprimir irregularidades no mercado de capitais no âmbito do regular exercício do poder de polícia administrativa (EIZIRIK et al., 2019)

Por fim, é indispensável analisar de uma forma mais abrangente o mercado de opções, e futuros, de forma que a análise jurídica e empírica que se propõe não se descole em nenhum momento da realidade. Nesse sentido, tem-se outra obra de referência na área, que trata do fenômeno dos derivativos por meio de uma abordagem das ciências econômicas (HULL 2016).

CAPÍTULO I

PANORAMA REGULATÓRIO DA PUBLICIDADE NO BRASIL

2.1 O início da regulação da propaganda no Brasil

A publicidade pode ser entendida como o conjunto de técnicas de ação coletiva utilizadas no sentido de promover o lucro, conquistando, aumentando ou mantendo clientes (MALANGA, 1987, p.11).¹¹ Apesar de existir oficialmente no Brasil desde a abertura dos portos, em 1808, a atividade publicitária se organizou profissionalmente no século XX (SILVA et COUTINHO, 2010)¹², com a fundação da primeira agência de publicidade brasileira em 1913¹³.

A história da propaganda no Brasil sempre foi marcada por um certo descolamento entre o público e o privado. Um feito notável, considerando nossa tradição patrimonialista¹⁴ (FAORO, 1958). Ao menos no mérito, as legislações, regulamentações, portarias, ofícios, circulares, exaradas por agências, secretarias e ministérios pouco disseram a respeito do que se podia ou não veicular em uma campanha publicitária. O legislador brasileiro sempre pareceu mais preocupado com a forma e com o sujeito do que com o conteúdo.

Apesar da incidência das normas de direito civil e comercial em razão da natureza eminentemente mercantil da atividade, os institutos cuidavam da relação entre empresas que concorriam entre si no mercado aberto da propaganda, naquilo que a nascente doutrina da concorrência desleal vaticinava como sendo nocivo ao livre mercado e à livre concorrência. Além disso, o direito civil e obrigacional protegia de forma muito incipiente um consumidor ainda não legalmente identificado como hipossuficiente sob a égide do Código de Beviláqua, em uma perspectiva eminentemente obrigacional e rígida.

¹¹ MALANGA, Eugênio. **Publicidade**: Uma introdução. São Paulo, 1987

¹² SILVA, Fernando Mendes da; COUTINHO, Renata Corrêa. **Raízes Históricas da Propaganda no Brasil e no Mundo**.

¹³ A História da Publicidade e propaganda. ecdd.infnet.edu.br, 2021. Disponível em: <https://ecdd.infnet.edu.br/publicidade-e-propaganda/guia-a-historia-da-publicidade-e-propaganda/>. Acesso em: 13/12/2021

¹⁴ FAORO, Raymundo. **Os donos do poder: formação do patronato político brasileiro**. -5 ed. – São Paulo: Globo, 2012.

É nesse contexto que, ao final da década de 1950, as próprias agências que compunham o setor de publicidade, nascidas da era do rádio, se organizaram no I Congresso Brasileiro de Propaganda, e, na prática, implementaram regras consuetudinárias já adotadas na mesma época nos Estados Unidos (COSTA et COSTA,2008)¹⁵.

Essas mesmas regras serviriam de base para a Lei nº 4.680, de 18 de junho de 1965, que, em seu Art. 17 prevê expressamente a aplicação do Código de Ética aprovado pela Associação Brasileira de Agências de Propaganda em 1957:

Art. 17. A atividade publicitária nacional será regida pelos princípios e normas do Código de Ética dos Profissionais da Propaganda, instituído pelo I Congresso Brasileiro de Propaganda, realizado em outubro de 1957, na cidade do Rio de Janeiro¹⁶

Trata-se de uma rara deferência do legislador ao costume que vai muito além do costume *secundum legis*. Tradicionalmente, o legislador faz referência ao costume quando quer prestar deferência aos usos do local, ou permitir que o entendimento do intérprete não fique estanque no tempo e no espaço, funcionando o costume tanto quanto método de integração como de interpretação. Não é o caso em apreço. Aqui, o legislador tornou lei uma norma consuetudinária. E essa deferência não deve passar despercebida.

A transformação do Código de Ética dos Profissionais da Propaganda em lei formal, posteriormente reforçada pelo Decreto nº 57.690/66, que deu eficácia às Normas-Padrão de 1957, pavimentou o caminho para que a ABAP, o CENP e o CONAR, principais associações representativas do setor, se consolidassem como entidades de natureza inteiramente privadas, semelhantes a órgãos de classe de natureza autárquica¹⁷, sem, contudo, exercer o poder de polícia administrativa.

Segundo a versão oficial atualmente defendida pelo próprio CONAR, a entidade surgiu em razão de uma ameaça de regulamentação que partira do governo federal e que supostamente submeteria todo o mercado publicitário brasileiro a uma espécie de censura prévia¹⁸. No entanto, não há qualquer registro dessa suposta tentativa de censura, e mais, são fartos os

¹⁵COSTA, Henrique Araújo; COSTA, Alexandre Araújo. **Direito da Publicidade**. Brasília: Thesaurus, 2008

¹⁶ BRASIL. Lei nº4.680, de 18 de junho de 1965. Dispõe sobre o exercício da profissão de Publicitário e de Agenciador de Propaganda e dá outras providências. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 21/06/1965, p. 5748

¹⁷ COSTA, op cit.

¹⁸ Contra a censura na publicidade. Disponível em: <http://conar.org.br/>. Acesso em 10/02/2022

registros documentais da proximidade dos principais expoentes do mercado publicitário brasileiro com o regime militar (RODRIGUES, HEMAIS et COSTA).¹⁹

Basta uma breve análise do Código de Ética dos Profissionais da Propaganda, bem como da Lei nº 4.680/65, das regulamentações correlatas e do que viria a se tornar o atual Código de Autorregulamentação Publicitária para se perceber que praticamente não há normativa sobre o conteúdo das mensagens publicitárias em si, e o pouco que há se restringe a principiologia vaga e deferências ao bom senso. Aliás, uma das mensagens da resolução final do IV Congresso de Publicidade, realizado em 2008 pelo CENP em São Paulo, foi justamente o repúdio a *todas as iniciativas de censura à liberdade de expressão comercial, inclusive as bem intencionadas*²⁰. Forçoso dizer que há muito o mercado publicitário confunde qualquer tentativa de regulação com o cerceamento da liberdade de expressão. Como bem observa a colunista Valéria Brini De Santis, que, à época noticiou o referido congresso, a vida sob a égide de um regime constitucional implica necessariamente a limitação do direito de anunciar em face de outros direitos fundamentais, individuais e coletivos, inscritos na constituição (DE SANTIS, 2008)²¹.

De fato, a autorregulação empreendida no Brasil teve como preocupação desde sua origem a estruturação da carreira de publicitário e das agências de propaganda, e, acima de tudo, as formas de remuneração da publicidade. A autorregulação foi em verdade um pacto de não agressão entre as principais agências da época, um acordo de cavalheiros em que as agências concordavam em não competir em preço, formando uma espécie de cartel que criaria uma reserva de mercado, por meio do qual se passaria a dizer quem poderia ou não atuar naquele mercado. Tudo isso com a benção do regime militar recém investido.

Poucas instituições, em particular as voltadas à comunicação de massa, conseguiram passar tão incólumes pela censura dos anos de chumbo da ditadura como o mercado publicitário brasileiro. E, de fato, existe mérito em um mercado publicitário livre para pensar e inovar em métodos para atrair clientes e se conectar com o público, afinal de contas, há uma relação

¹⁹ Para um brilhante e detalhado relato documental do envolvimento do mercado publicitário com a ditadura e da tentativa do CONAR em reescrever sua própria história, ver: RODRIGUES, Laís; HEMAIS, Marcus Wilcox; COSTA, Alessandra de Sá Mello. **Censura, Luta contra a Opressão e Liberdade de Expressão? Identidade e História Não-Oficial da Origem do CONAR**. In: X Congresso Nacional de Administração e Contabilidade-AdCont 2019. IAG| PUC-Rio. 2019.

²⁰ Ibidem.

²¹ DE SANTIS, Valéria Barini. **Regulamentação publicitária não coloca liberdade em risco**. Consultor Jurídico. 2008. Disponível em: https://www.conjur.com.br/2008-jul-23/regulamentacao_publicitaria_nao_coloca_liberdade_risco. Acesso em 15/12/2021.

umbilical entre a publicidade e a inovação, uma vez que a publicidade sempre busca ofertar algo novo, sendo movida pela inovação, enquanto o desejo por algo novo que é muitas vezes fabricado pela publicidade cria a demanda pela inovação (SATO et POMPEU, 2017)²². Sem entrar no mérito sobre os valores de uma sociedade voltada ao consumo, não há dúvidas de que a livre circulação de ideias, dentre as quais a propaganda comercial, favorece a inovação e a criação de produtos e serviços para atender a todo tipo de demanda da sociedade. Contudo, existem claras limitações a serem impostas pela ordem pública à conduta de quem busca prospectar clientes e, por contraditório que possa parecer, somente após a redemocratização alguns desses limites foram testados e colocados em prática.

2.2 O controle social da liberdade de expressão comercial

A Constituição de 88 ocupou-se de assegurar a liberdade de expressão e de estabelecer vedações expressas à censura prévia, ao mesmo tempo que criou limitações expressas e implícitas a esse mesmo direito. Segundo (BARROSO, 2001)²³, ao se referir ao núcleo essencial da liberdade de expressão tratado no Art. 220 da CFRB, é possível identificar um princípio e duas vedações: O princípio da liberdade de expressão, que como qualquer outro princípio pode ser limitado a partir do conflito com outro princípio constitucional relevante; a vedação à censura, entendida como a impossibilidade de o estado, no exercício do poder de polícia, restringir ou vedar a publicação de conteúdo por instituição privada; e a vedação à licença prévia. No mesmo sentido, (MENDES et BRANCO, 2017)²⁴ consignam que “*a liberdade de expressão encontra limites previstos diretamente pelo constituinte como também descobertos pela colisão desse direito com outros de mesmo status*”.

Em outras palavras, no mesmo fôlego em que o constituinte proclama a livre manifestação do pensamento, ele limita o exercício desse mesmo direito através da vedação ao anonimato²⁵, por exemplo, assegurando ainda o direito de resposta²⁶. E, naquilo que nos

²² SATO, Silvio Koiti; POMPEU, Bruno. **Inovação, tecnologia e publicidade: ativação de marcas no SXS.W**. Intercom–Sociedade Brasileira de Estudos Interdisciplinares da Comunicação 40º Congresso Brasileiro de Ciências da Comunicação–Curitiba-PR–04a09/09/2017

²³ BARROSO, Luís Roberto. **Temas de direito constitucional. Liberdade de expressão, censura e controle da programação de televisão na constituição de 1988**. p. 341 a 387. Renovar, 2001

²⁴ MENDES, Gilmar Ferreira; BRANCO, Paulo Gustavo Gonet. **Curso de direito constitucional**. p. 270. 12. Ed. Ver. E atual.- São Paulo: Saraiva, 2017.

²⁵ Art. 5º, IV da CF.

²⁶ Art. 5º, V da CF.

interessa para a presente análise, o constituinte não se furta de estabelecer a possibilidade de, por meio de lei federal, limitar a propaganda comercial, nos seguintes termos:

Art. 220. A manifestação do pensamento, a criação, a expressão e a informação, sob qualquer forma, processo ou veículo não sofrerão qualquer restrição, observado o disposto nesta Constituição.

§ 4º A propaganda comercial de tabaco, bebidas alcoólicas, agrotóxicos, medicamentos e terapias estará sujeita a restrições legais, nos termos do inciso II do parágrafo anterior, e conterá, sempre que necessário, advertência sobre os malefícios decorrentes de seu uso. (Grifei)

A primeira e única limitação constitucional material à livre expressão comercial se fez por meio de norma de eficácia limitada, na consagrada classificação de José Afonso da Silva²⁷, e, portanto, não produziria efeitos até a edição da Lei nº 9.294, de 15 de julho de 1996, regulamentada pelos Decretos nº 2018, de 1º.10.1996 e nº 3157, de 27.8.1999. Para os fins do presente trabalho, é interessante analisar o tratamento diferenciado que o legislador deu para cada modalidade que o constituinte buscou limitar.

Com relação aos produtos de tabaco, a publicidade foi vedada quase por completo, à exceção dos próprios locais de venda²⁸. Evidentemente que, em se tratando de produtos com o grau de nocividade do tabaco, a intenção de reduzir o consumo era expressa, e essa atuação legislativa acompanhou outras políticas públicas voltadas ao antitabagismo²⁹. Nesse sentido, foi-se além de uma restrição na propaganda, além da limitação material de associar o cigarro à prática de esportes, ao sucesso sexual, e a vedação à participação de jovens nos anúncios³⁰, houve a imposição de alertas aos riscos do cigarro nas embalagens.

A imposição de uma “contrapropaganda” é uma abordagem hoje conhecida na ciência comportamental como *nudge*, uma política pública tida como não invasiva, na medida em que induz o comportamento desejado sem eliminar a liberdade individual, conceito baseado no paternalismo libertário de (SUSTEIN et THALER, 2003)³¹. Além de induzir o comportamento

²⁷ SILVA, José Afonso da. **Curso de direito constitucional positivo**. 19. ed. revista e atualizada. São Paulo: Malheiros, 2000

²⁸ BRASIL. Lei nº 9.294, de 15 de julho de 1996. Dispõe sobre as restrições ao uso e à propaganda de produtos fumíferos, bebidas alcoólicas, medicamentos, terapias e defensivos agrícolas, nos termos do § 4º do art. 220 da Constituição Federal. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 16.7.1996.

²⁹ MINISTÉRIO DA SAÚDE: Instituto Nacional de Câncer José Alencar Gomes da Silva (INCA); Fundação Oswaldo Cruz (Fiocruz). **O controle do tabaco no Brasil: Uma trajetória**. Disponível em: <https://bvsm.sau.gov.br>. Acesso em: 27/12/2021

³⁰ Art. 3º, §1º, III, IV e VI da Leiº 9.249, de 15 de julho de 1996.

³¹ SUSTEIN, Cass R, THALER, Richar H. **Libertarian Paternalism**. The American Economic Review, Vol. 93, No. 2, Papers and Proceedings of the One Hundred Fifteenth Annual Meeting of the American Economic Association, Washington, DC, January 3-5, 2003. (May, 2003), pp. 175-179.

desejado, esse tipo de advertência visa corrigir uma assimetria informacional, sem a qual um consumidor não pode tomar uma decisão livre e informada.

Através desse esforço concentrado que tomou a forma de diferentes políticas públicas o poder público buscou dissociar o cigarro de uma ideia de rebeldia e emancipação que foi cuidadosamente construída ao longo das décadas de 70 e 80 pela indústria do tabaco através de anúncios diretamente voltados aos jovens e por meio de patrocínios a eventos artísticos e esportivos. Felizmente, a investida do poder público e da sociedade civil contra o tabaco funcionou. Entre 2006 e 2019 o Brasil conseguiu reduzir em 40% o número de fumantes, de 15,7% da população para 9,3%³².

Evidentemente que, em razão da miríade de políticas públicas adotadas pelo governo brasileiro para diminuir o consumo dos produtos de tabaco, que, além das expostas acima incluem, por exemplo, a sobretaxação e o oferecimento de programas de cessação do hábito de fumar pelo SUS, não há como medir o impacto que as restrições a propaganda e as advertências obrigatórias tiveram nessa redução de forma isolada. No máximo, é possível inferir que a limitação na propaganda tenha contribuído para diminuir o ingresso de novos fumantes no mercado.

A regulamentação da propaganda de bebidas alcóolicas em certa medida seguiu a mesma lógica da restrição à propaganda do cigarro, sendo que as restrições impostas à propaganda de bebidas alcóolicas foram bastante mais brandas que as imposições aos produtos de tabaco. A mesma proibição de associar as bebidas alcoólicas à prática esportiva e à sexualidade foi mantida, acrescentando-se a vedação de associar o consumo de bebidas alcóolicas com a condução de veículos automotores por razões óbvias³³. No entanto, tendo em vista que a publicidade ostensiva de bebidas alcóolicas não chegou a ser abolida por completo como quase o foi a propaganda de cigarros, outras restrições foram estabelecidas, como a restrição de horário entre 21 horas e 6 horas para as propagandas veiculadas em emissoras de rádio e televisão³⁴, exceto as inserções simples da marca ou slogan do produto em eventos alheios à programação normal.

³² WORLD HEALTH ORGANIZATION. **WHO Report on the global tobacco epidemic**, 2019.” Disponível em: <https://www.who.int/publications/i/item/WHO-NMH-PND-2019.5>. Acesso em: 27/12/2021

³³ Art. 4º, §1º da Leiº 9.249, de 15 de Julho de 1996.

³⁴ Art. 4º, caput da Leiº 9.249, de 15 de Julho de 1996.

Por fim o tratamento dispensado aos anúncios de medicamentos, em razão de suas peculiaridades obedeceu a parâmetros distintos dos demais produtos. O objetivo do legislador foi o de proibir a propaganda de medicamentos controlados ao grande público, permitindo-a somente em publicações especializadas dirigidas a profissionais e instituições de saúde.³⁵ Além disso, os medicamentos anódinos, assim chamados os de venda livre, poderiam ser anunciados normalmente desde que acompanhados de advertência relativa aos riscos do uso abusivo e da permanência de sintomas³⁶. Novamente, é interessante notar o uso de meios distintos da limitação material ao conteúdo propagandístico aplicado ao caso dos medicamentos. Optou-se por limitar a propaganda aos veículos direcionados aos profissionais de saúde, no caso dos medicamentos controlados, a fim de preservar a relação médico-paciente. Ainda assim, parece haver indícios de uma correlação positiva entre o abuso de substâncias controladas e o investimento realizado em publicidade direcionada a profissionais de saúde³⁷.

2.3 As normas da CVM sobre publicidade no mercado financeiro

Conforme já exposto na introdução do presente trabalho, as normas editadas pela CVM que tratam especificamente da publicidade no mercado financeiro são bastante escassas e tímidas. A principal delas, a Instrução CVM nº 598, de 3 de maio de 2018 traz apenas 3 exigências para as comunicações de cunho publicitário voltadas à atividade de analista de valores mobiliários³⁸, quais sejam: (i) A informação deve ser verdadeira, consistente e não induzir o investidor a erro; (ii) o anúncio deve utilizar linguagem serena e moderada e (iii) a comunicação não pode conter promessa de rentabilidade futura ou assegurar ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou a isenção de risco para o investidor. Não é difícil encontrar sérias deficiências em cada um dos requisitos estabelecidos na instrução, a começar pela exigência de que a informação veiculada seja verdadeira.

2.3.1 A noção de veracidade na propaganda comercial

³⁵ Art. 7º, caput da Leiº 9.249, de 15 de Julho de 1996

³⁶ Art. 7º, §1º da Leiº 9.249, de 15 de Julho de 1996

³⁷ NGUYEN, Thuy et al. Provider-directed marketing may increase prescribing of medications for opioid use disorder. **Journal of substance abuse treatment**, v. 104, p. 104-115, 2019.

³⁸ Art. 14, I, II e §1º da ICVM nº 598/2018

À primeira vista, a exigência genérica de que o conteúdo veiculado seja verdadeiro parece uma tautologia desprovida de qualquer conteúdo normativo, no entanto, uma análise mais detida demonstra que a ausência de balizas para definir o que é uma veiculação publicitária com conteúdo verdadeiro é ainda mais problemática do que a ausência de qualquer exigência.

Poucos conceitos são tão elusivos em direito quanto o conceito de veracidade em uma propaganda comercial. Por se tratar de um meio de comunicação cujo objetivo é o incitamento do desejo de consumo, a publicidade tem o exagero como uma de suas características mais prevalentes. A publicidade quase sempre busca cativar por meio de uma representação fantasiosa da realidade, no intuito de criar uma memória associativa-emotiva com o consumidor, de forma a ir muito além de anunciar as qualidades e características do produto ou serviço anunciado. A intenção é criar uma identificação do consumidor com a marca para que ele deseje mais do que simplesmente o objeto anunciado, é preciso atizar um desejo de pertencimento e de satisfação do desejo em uma ordem subjetiva.

Em se tratando da publicidade voltada ao mercado financeiro, sobretudo aos pequenos investidores, os produtos e serviços financeiros ofertados ocupam o segundo plano. O que se anuncia de fato é uma perspectiva de sucesso profissional, pessoal e material, associado a produtos de luxo, carros importados, viagens internacionais. De certo modo, as corretoras, assessores individuais de investimento e instituições de ensino em educação financeira que anunciam seus produtos e serviços de forma séria e comedida enfrentam uma concorrência desleal pelos corações e mentes dos novos investidores diante da fantasia de ganhos vultosos e fáceis, e que sequer precisam ser anunciados como tais de forma expressa, bastando a construção da fantasia por associação. No entanto, por mais que seja aparente a distinção entre um anúncio sóbrio e um anúncio fantasioso, a distinção jurídica entre um anúncio fantasioso e um anúncio enganoso é uma tarefa ingrata.

Segundo a *Doctrine of Commercial Speech* estadunidense, a tendência ao exagero e à extrapolação, também chamada de *showboating*, é algo absolutamente natural da linguagem publicitária³⁹. Dessa forma, um anúncio de uma lanchonete que alega ter “o melhor sanduíche de frango da cidade” não pode ser tido como publicidade enganosa pelos consumidores ou mesmo pelos concorrentes, uma vez (i) tratar-se de alegação genérica e (ii) não falseável, tendo

³⁹ SCHMIDT JR, Richard M.; BURNS, Clifton Robert. **Proof or Consequences: False Advertising and the Doctrine of Commercial Speech**. U. Cin. L. Rev., v. 56, p. 1273, 1987.

em vista que não há como definir por critérios objetivos qual seria o melhor sanduíche de determinada localidade por se tratar de avaliação puramente subjetiva.

Não bastasse a dificuldade de distinguir uma informação verdadeira de uma informação falsa em uma peça publicitária, até mesmo as informações verdadeiras podem ser utilizadas em de forma a induzir o investidor a erro. Em um célebre comercial da Folha de S.Paulo de 1988 que viria a ser premiado com o Leão de Ouro do festival de Cannes, a mais alta honraria do mercado da propaganda, um narrador diante de um fundo preto e branco começa a narrar os feitos e as proezas de um personagem desconhecido, oferecendo ao espectador apenas dados frios e objetivos, em seguida, o enquadramento da imagem se abre para revelar a foto de Adolf Hitler, e o narrador adverte: “É possível contar um monte de mentiras dizendo só a verdade.”⁴⁰ Sobre o assunto, (MANCINI, TROTTA et al, 2007) ponderam que:

A propaganda da Folha trabalha habilmente com a questão do contrato de veridicção, mostrando que a verdade (parece e é), pode, por meio do fazer-persuasivo, transformar-se em um segredo (não parece mas é), em uma falsidade (não é mas parece), chegando finalmente a uma mentira (não parece e não é)⁴¹

Assim, por incrível que possa parecer, a noção de verdade ou veracidade praticamente não tem utilidade no momento de qualificar uma propaganda como enganosa. Uma propaganda verdadeira pode ser enganosa, e uma propaganda falsa também, mas uma propaganda falsa pode não ser enganosa, e por óbvio uma propaganda verdadeira será no mais das vezes não enganosa, tudo a depender da habilidade do publicitário e da intenção de quem patrocina a campanha.

No Brasil, por mais que o legislador tenha se esforçado para cercar a definição de propaganda enganosa, a definição mais completa de nosso ordenamento, dada pelo Código de Defesa do Consumidor passa ao largo da noção de veracidade, vejamos:

Art. 37, §1º É enganosa qualquer modalidade de informação ou comunicação de caráter publicitário, inteira ou parcialmente falsa, ou, por qualquer outro modo, mesmo por omissão, capaz de induzir em erro o consumidor a respeito da natureza, características, qualidade, quantidade, propriedades, origem, preço e quaisquer outros dados sobre produtos e serviços.

⁴⁰Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=3aeweCXBU0g>

⁴¹ MANCINI, Renata Ciampone; TROTTA, Mariana; SOUZA, Silvia Maria de. **Análise semiótica da propaganda Hitler, da Folha de São Paulo**. Caderno de discussão do Centro de Pesquisas Sociosemióticas, v. 1, p. 2, 2007.

Note-se que a qualificação da publicidade como enganosa é de natureza finalística. O que caracteriza a publicidade enganosa é a capacidade em abstrato de induzir o consumidor a erro, pouco importando a veracidade da informação veiculada, se se deu por omissão ou qualquer outro modo. É uma abordagem distinta que resolve alguns problemas enquanto inaugura outros. Se por um lado dispensa-se a análise da veracidade do conteúdo do anúncio, já que a lesividade pode ocorrer por omissão ou qualquer outro meio, de outro demanda uma investigação sobre o dolo do anunciante. Apesar de não estar expresso no artigo transcrito acima, o Art 67 do CDC⁴², que criminaliza a conduta de publicidade enganosa, utiliza a expressão “sabe ou deveria saber enganosa”, o que denota a necessidade de comprovação de dolo ou dolo eventual⁴³.

Ainda com relação à definição de publicidade enganosa a doutrina de Fabio Ulhôa Coelho ecoa a dificuldade de se identificar no caso concreto a fronteira entre as técnicas legítimas de persuasão comercial e a publicidade enganosa:

A publicidade pode ser falsa e não ser necessariamente enganosa. Isso porque o instrumento principal da veiculação publicitária é a mobilização do imaginário do consumidor, com o objetivo de tornar o produto ou serviço desejado (COELHO, 2009).⁴⁴

No mesmo sentido, Giacomini leciona o seguinte:

São infundáveis os exemplos de propaganda enganosa, algumas apregoando o fim da calvície, o emagrecimento de vários quilos em poucos dias sem efeitos colaterais, o enriquecimento em uma semana, a vela que nunca apaga etc. Há porém anúncios mentirosos de forma não acintosa, como a animação de um produto inerte a pretexto de criar uma atmosfera “mais rica” para o produto, iludindo e frustrando principalmente as crianças (GIACOMINI FILHO, 1991)⁴⁵

A veracidade é tratada como princípio norteador da publicidade nas relações de consumo sem nunca ser definida de forma categórica, como na definição de (DE ALMEIDA,

⁴² Art. 67. Fazer ou promover publicidade que sabe ou deveria saber ser enganosa ou abusiva

⁴³ SANTANNA, Héctor Valverde; DE MELO MAGALHÃES, Roberta Cordeiro. **A controvérsia em torno do elemento subjetivo no crime de publicidade enganosa ou abusiva**. Revista de Direito do Consumidor, p. 357-383, 2020

⁴⁴ COELHO, Fábio Ulhoa. Direito de Empresa. _____. Manual de Direito Comercial, v. 23, 2009.

⁴⁵ GIACOMINI FILHO, Gino. Consumidor versus propaganda. Summus Editorial, 1991.

2017)⁴⁶: “A publicidade deve ser escoreta e honesta, segundo os requisitos legais. Deve conter uma apresentação verdadeira do produto ou serviço oferecido. Visa a manter corretamente informado o consumidor, para assegurar-lhe a escolha livre e consciente”.

Chega-se à natural conclusão de que a noção de veracidade é difícil de ser definida em termos abstratos e não muito menos difícil de ser subsumida no caso concreto. Portanto, a exigência feita pela CVM de que os anúncios contenham informações verdadeiras e consistentes não tem qualquer poder normativo real enquanto o aplicador da norma, no caso a própria CVM, não se dispõe a de fato aplicar a norma e formar precedentes administrativos. Sem uma atuação reiterada do regulador não há como formular as balizas práticas do instituto, de maneira a permitir que os atores de mercado compreendam o verdadeiro alcance do dever de veracidade, e, enquanto a inércia persistir, os limites do que é real ou irreal continuarão a ser testados pelos agentes de mercado, em prejuízo é claro do pequeno investidor.

2.3.2 Linguagem serena e moderada

A exigência contida no Art. 14, II da ICVM nº 598, de 3 de maio de 2018 de que a propaganda comercial voltada à prestação de serviço de analista de valores mobiliários deveria se dar em “linguagem serena e moderada” causou tanta consternação e insegurança jurídica que a autarquia se viu obrigada a expedir o Ofício Circular nº 6/20019 a fim de esclarecer o conteúdo daquilo que genericamente chamou de linguagem serena e moderada. Em síntese, a CVM definiu que cumprem o requisito de linguagem serena e moderada os anúncios nos quais (i) a opinião pessoal do analista, quando manifestada, o seja de forma expressa e inequívoca, (ii) haja advertência com relação ao risco do investimento abordado e (iii) que os termos utilizados para se referir a investimentos futuros denotem sempre a noção de uma possibilidade ou projeção (uso de termos como “possível”, “provável”, “projeção”, etc..).

Duas observações se fazem necessárias. Primeiramente, a CVM parece caminhar na direção de uma regulamentação material da propaganda no seu âmbito de atuação, ainda que de forma tímida e incipiente. As restrições aclaradas pelo ofício têm a mesma natureza das vedações feitas aos anúncios de cigarro e bebida no sentido de que há afirmações proibidas de serem feitas, notadamente a promessa de ganhos futuros sem que sejam feitas as ressalvas

⁴⁶ DE ALMEIDA, João Batista. **Manual de direito do consumidor**. Saraiva Educação SA, 2017.

devidas. Em segundo lugar, o ofício se baseia na terceira vedação feita pela CVM na Instrução nº 598/2019, qual seja, a vedação de promessa de rentabilidade futura ou isenção de risco⁴⁷, o que acaba incorrendo em um raciocínio circular, uma vez que para justificar a segunda vedação o regulador utiliza como base a terceira vedação, o que certamente acaba por esvaziar o próprio conceito de “linguagem serena e moderada”.

Com relação à obrigação de transparência com relação à opinião do analista, parece-nos algo natural, especialmente em se tratando de projeções futuras. É uma exigência própria de uma relação *intuitu personae* entre analista e investidor, que raramente é transponível para a publicidade institucional. Ainda que instituições financeiras possam emitir opiniões na forma de relatórios sobre tendências da economia, a maneira de elaboração e divulgação desses relatórios não estão associados à ideia de publicidade prospectiva, tratando-se na verdade de uma exigência regulatória no âmbito da transparência e governança, o que refoge ao escopo do presente trabalho.

Por fim, a exigência de uma advertência é possivelmente a medida mais concreta e eficaz dentro dos desdobramentos trazidos pelo Ofício Circular nº6/2019/CVM/SIN. No entanto, sendo apenas isso, um esclarecimento de um conceito jurídico aberto dentro de um ofício sem força normativa, a diretiva deixa a desejar no quesito eficácia. Conforme analisado previamente, a existência de um *disclaimer* ou alerta de consumo é medida idônea e eficaz para conciliar a liberdade individual do consumidor, no caso, do pequeno investidor, e sua proteção social, ao corrigir uma assimetria informacional capaz de induzir o investidor a erro, e impulsionar o consumidor na direção de um comportamento prudente⁴⁸. Ocorre que a resolução e o ofício novamente pecam por não estabelecerem concretamente a exigência do aviso e o conteúdo do aviso de forma uniforme para todos os anunciantes do mercado financeiro.

2.3.3 Promessa de rentabilidade e isenção de riscos

A vedação à promessa de rentabilidade e isenção de riscos é outra proposta promissora. Trata-se de uma limitação concreta e verificável de pronto, ao contrário, por exemplo, do compromisso de veracidade, que invariavelmente demanda algum nível de instrução probatória.

⁴⁷ Art. 14, §1º da ICVM nº 598/2018

⁴⁸ Para um estudo mais aprofundado sobre a eficácia do *nudge* como política pública ver: SUNSTEIN, Cass R.; REISCH, Lucia A. **The economics of nudge**. Routledge, 2017.

Uma promessa de rentabilidade ou isenção de risco, para estar caracterizada como tal precisa transmitir ao consumidor algum nível de certeza, ainda que de forma implícita ou por omissão, mas é necessário que esteja caracterizado o dolo do anunciante de transmitir a segurança de rentabilidade dissociando-se do risco. O mercado financeiro possui uma enorme diversidade de ativos que ocupam o espectro de risco-rentabilidade. De modo geral, quanto maior a rentabilidade potencial do ativo, maior é o risco associado, e, de forma contrária, quando menor o risco menor a rentabilidade. Não há qualquer problema em anunciar um ativo de alto risco com base em sua rentabilidade, desde que o risco associado não seja escamoteado de forma proposital para inibir a deliberação racional do investidor. Do mesmo modo, não há problema em oferecer um investimento com retorno garantido, desde que o retorno prometido seja compatível com o retorno esperado de ativos da mesma natureza.

De certo modo, o cumprimento da exigência anterior (*disclaimer* ou alerta ao investidor) torna redundante a presente. Contanto que o anunciante advirta o investidor do risco ou da rentabilidade associada restará descaracterizada a promessa de rentabilidade e isenção de risco, mas a recíproca não é verdadeira. O fato de não haver um *disclaimer*, não configura por si só uma promessa de rendimento ou isenção de risco.

2.4 A propaganda na educação financeira e outras modalidades

Uma leitura panorâmica da ICVM nº 598/2018 (posteriormente substituída pela ICVM nº 20/2021, sem alterações significativas), que está sendo analisada no presente trabalho como a principal normativa da CVM para tratar da publicidade no mercado financeiro bastará para perceber que a instrução não tem como foco a publicidade e sim a atividade de analista de valores mobiliários. Os dispositivos que se referem a publicidade em estudo são tratados de maneira tangencial e sob uma perspectiva de conduta ética profissional.

De certo modo, o tratamento dispensado pela CVM é coerente com o tratamento que a publicidade tem recebido do ordenamento brasileiro. Conforme exposto no Capítulo I, sempre houve enorme desinteresse, quando não resistência, em regular a publicidade no Brasil, e os esforços que existiram sempre focaram mais na forma e nos sujeitos da publicidade do que no conteúdo em si.

Em se tratando de mercado financeiro, a esparsa regulação que existe acaba por abranger um único segmento, o de assessores individuais de investimento, o que deixa outros agentes de mercado atuarem de forma relativamente desinibida. Em especial, e a despeito da ausência de dados estatísticos que comprovem a hipótese em razão da inação dos reguladores, o setor de educação financeira parece ser o principal infrator em termos de publicidade enganosa. No caso analisado no início da presente dissertação, apesar de a empresa *Empiricus* ser regularmente constituída perante a CVM como uma consultoria financeira, o produto oferecido na campanha protagonizada por Bettina Rudolph era na verdade um curso de investimentos em renda variável. Talvez isso explique em parte a inércia da CVM, uma vez que, sob esse prisma, seria possível concluir que não haveria base regulatória para coibir a atuação da empresa.

Ainda há um certo nível de hesitação a respeito da competência regulatória e fiscalizatória da CVM para atuar no mercado de educação financeira, uma vez que não está entre as competências expressas da autarquia conforme instituídas pela Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, sendo que o assunto não é abordado em parte alguma da referida lei. A despeito disso, há notícia de que a CVM se prepara para lançar uma base regulatória para a educação financeira em parceria com o Ministério da Educação já para 2022, segundo declarações do atual presidente da autarquia, Marcelo Barbosa, em evento organizado em parceria com a OCDE⁴⁹. As propostas ainda são incipientes, mas aquilo que se propõe, em síntese, não aborda as empresas do setor privado já atuantes no mercado da educação financeira. Trata-se na verdade de um programa de capacitação e certificação de professores para serem habilitados a lecionar educação financeira na rede pública de ensino. Apesar de ser uma proposta interessante, é necessário aguardar o teor da regulação para saber de fato qual impacto ela terá no mercado de educação preexistente e conseqüentemente na propaganda voltada para esse nicho.

Conforme já salientado, na opinião deste autor, a publicidade enganosa no mercado financeiro, independentemente do fato de ser voltada para a educação financeira, prejudica não só os consumidores individualmente considerados mas também a própria confiança no mercado, o que tem por conseqüência a inibição do fluxo de capitais, uma vez que pequenos investidores lesados ou que tenham suas expectativas frustradas tendem a abandonar o mercado financeiro, o que dificulta a capitalização dos empreendimentos produtivos por meio da

⁴⁹ FRANCO, Vera. **Educação financeira é prioridade da CVM**. Digital Money Informe. Disponível em: <https://www.digitalmoneyinforme.com.br/educacao-financeira-e-prioridade-da-cvm/>. Acesso em 02/01/

poupança popular. Sendo assim, a publicidade no mercado financeiro deve ser foco de tratamento específico e atento do regulador, seja em sua competência regulamentar como em sua competência fiscalizatória. No entanto, ainda que seja possível compreender a educação financeira como inclusa na competência regulatória da CVM para fiscalizar as atividades e serviços do mercado de valores mobiliários⁵⁰, por se tratar de serviço correlato à atividade fim, seria ideal uma alteração legislativa para incluir a educação financeira de forma específica no escopo regulatório e fiscalizatório da CVM, de forma a evitar judicializações que certamente virão caso a autarquia se movimente no futuro no sentido de coibir as práticas acima descritas.

2.5 Conclusão parcial

Dessa forma, parece sim haver uma omissão específica por parte da CVM em relação à publicidade, e que se explica em parte por conta da ausência de um marco regulatório específico e por uma regulação escassa e deficiente.

⁵⁰ Art. 8º, III da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

CAPÍTULO II

A OMISSÃO DA CVM E SUAS POSSÍVEIS CAUSAS

3.1 Introdução

No presente capítulo iremos explorar de forma breve outras causas em potencial que explicam a atuação omissa da CVM em relação à publicidade. Tratando especificamente de 3 hipóteses: (i) conflito entre objetivos institucionais, (ii) captura regulatória e (iii) infraestrutura escassa.

3.2 Conflito entre objetivos institucionais

A CVM, por se tratar de um ente da Administração Pública tem sua atuação limitada explicitamente pelos ditames legais, em especial às atribuições estabelecidas pela Lei 6.385/76. Apesar de existir desde 1976 e ser dotada de relativa autonomia normativa e decisória deste então, apenas em 2002, com a edição da MP nº 8, posteriormente convertida na Lei nº 10.411/2002, é que a autarquia foi elevada à condição de entidade autárquica em regime especial⁵¹.

Essa transformação, juntamente com a de outros órgãos da Administração Pública se deu ainda no contexto de prevalência neoliberalismo e da busca por maior eficiência na administração pública, buscando reduzir a atuação direta do estado na economia, substituindo-a por uma atuação regulatória, fiscalizatória e sobretudo técnica⁵².

As críticas ao modelo de estado regulador são diversas. A principal delas pode ser sintetizada da seguinte forma: Se por um lado, o afastamento do controle político sobre as decisões das agências reguladoras providenciaria, em tese, maior impessoalidade e menor casuísmo, bem como melhor qualidade técnica, por outro, a inexistência de um controle político pode ser vista em si como um demérito, uma vez que dissocia a atuação dessas agências dos poderes constituídos e, com isso, distancia a atuação das agências da legitimidade democrática.

⁵¹ EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de Capitais. Regime Jurídico**. 4. Ed. São Paulo: Quarter Latin, 2019. Pg 362-365

⁵² EROS ROBERTO GRAU. **A Ordem Econômica na Constituição de 1998: Interpretação e crítica**. São Paulo; Malheiros, 2004, pp. 148-151

Na opinião deste autor, a crítica não procede uma vez que a legitimidade e o controle político democrático se faz observar em praticamente todas as etapas da atuação das agências reguladoras, desde a escolha de seus diretores por meio de indicação do chefe do executivo e sabatina do senado, pelo controle finalístico exercido pelo ministério ao qual as agências se encontram vinculadas, pela participação da sociedade civil nas audiências públicas e a possibilidade de controle judicial no âmbito da legalidade das decisões e atos normativos exarados pelas agências. Não há como dizer, dessa forma, que as agências reguladoras estão completamente dissociadas dos anseios da sociedade ou imunes a qualquer forma de controle⁵³.

No entanto, existe mérito nas críticas feitas à atuação das agências reguladoras na medida que as decisões exaradas jamais serão completamente técnicas e apolíticas, por mais que a doutrina do Estado Regulador pretenda alçar as agências ao caráter de árbitro imparcial e neutro. A alocação de recursos escassos para realizar a fiscalização de certa conduta em detrimento de outra, por exemplo, é uma escolha de caráter político que se dá no âmbito interno das agências. A decisão emanada de um agente político encontra legitimidade no mandato e no princípio democrático e motiva-se pela conveniência e oportunidade, no entanto, a decisão de natureza técnica exarada por uma agência reguladora, apesar de ter seus atributos de competência, finalidade e forma definidos em lei sempre terá natureza política pois é impossível excluir a conveniência e a oportunidade por completo do processo decisório. Em síntese, a roupagem da decisão sempre poderá ser técnica, mas a decisão sempre será política.

Essa contradição aparente não retira a importância ou deslegitima a atuação das agências reguladoras, mas requer uma resposta na forma do dever de motivar. O motivo, como definido por (CARVALHO FILHO, 2012) é a situação de fato e de direito que provoca a atuação administrativa, do qual decorre o dever de motivação, que é o dever de justificar a prática do ato⁵⁴. O motivo que se encontra expresso na lei produz um ato vinculado, e, no que concerne a atuação de uma agência reguladora, motivar um ato vinculado é trivial, bastando simples referência à lei. Por outro lado, o ato discricionário, entendido aquele cujo motivo e objeto não

⁵³ Para uma exposição mais detalhada sobre legitimidade democrática e estado regulador, ver: JÚNIOR, Ricardo César Ferreira Duarte. **A legitimidade do Estado Regulador brasileiro: uma análise democrática**. A&C-Revista de Direito Administrativo & Constitucional, v. 11, n. 43, p. 135-166, 2011

⁵⁴ CARVALHO FILHO, José dos Santos. **Manual de direito administrativo**. São Paulo: Atlas, v. 2, p. 117, 2012.

são vinculados pela lei, encontra maiores dificuldades de justificação quando tomados na esfera de entes autônomos. É nesse contexto que surge a noção de missão institucional.

A missão institucional de um órgão ou entidade da administração pública nada mais é do que a resultante do arcabouço legal que a originou e que orienta a sua atuação entendido de forma sistêmica. Em outras palavras, para além de analisar as competências daquela entidade de forma individual, busca-se uma orientação de tudo aquilo que aquela entidade busca atingir (finalidade) para justificar sua ação quando os determinados fatos da vida (motivos) impulsionam o seu agir.

No caso da CVM, seus deveres institucionais estão atualmente estabelecidos no Art. 2º do Anexo I da Resolução CVN nº 24, de 5 de março de 2021. Dentre as finalidades descritas no dispositivo, destaca-se:

Art. 2º A CVM tem por finalidade:

- I – estimular a formação de poupança e a sua aplicação em valores mobiliários;
- II – promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;
- III – assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão
- V – evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;
- VI – assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
- VII – assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários

Observa-se que, a princípio, restrições à propaganda comercial de produtos e serviços iriam contra o mandamento de estimular a formação da poupança e sua aplicação em valores mobiliários, promover a expansão e estimular as aplicações permanentes em ações de companhias abertas. No entanto, a inércia a respeito do tema viola igualmente a finalidade institucional de evitar fraudes e manipulações e assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários.

Trata-se, portanto, de um conflito aparente entre princípios, o que demanda um exercício da ponderação, segundo a clássica teoria de (ALEXY, 1988)⁵⁵. No entanto, ao contrário de um contexto jurisdicional em que o intérprete é obrigado a realizar uma ponderação única para resolver um caso concreto em caráter de coisa julgada, para a Administração Pública, incluindo-

⁵⁵ ALEXY, Robert. *Sistema jurídico, principios jurídicos y razón práctica*. 1988.

se as autarquias especiais como a CVM, esse exercício de ponderação se dá diariamente na forma da própria atuação administrativa, por meio de um permanente juízo de conveniência e oportunidade.

A CVM, no regular exercício de polícia administrativa, atua para assegurar a devida forma aos negócios jurídicos empreendidos no mercado de capitais, para isso conta com mecanismos que visam assegurar a transparência e a reduzir as assimetrias informacionais entre investidores e o setor produtivo. As práticas que subvertem o processo legítimo de captação da poupança popular na forma de propagandas abusivas ou enganosas estão na verdade subvertendo os requisitos de forma e validade dos negócios empreendidos na bolsa. Trata-se, portanto de questão de ordem pública.

Dessa forma, conclui-se que não há nada no arcabouço legal institucional da CVM que a impeça de atuar para coibir a propaganda abusiva no mercado de ações. Ao contrário, é parte integrante da missão institucional do regulador brasileiro impedir as práticas descritas sob a ótica da defesa da validade dos negócios e da confiabilidade no mercado financeiro brasileiro.

3.3 Captura regulatória

O fenômeno da captura regulatória é discutido há décadas nos Estados Unidos da América, que adotou muito antes do Brasil o modelo de agências reguladoras⁵⁶. Um dos primeiros a identificar uma correlação positiva entre a existência de regulação em um determinado setor e a tendência à formação de monopólios foi (POSNER, 1974)⁵⁷. A explicação para esse fenômeno perpassa o trabalho de outros autores que o antecederam como (STIGLER, 1957)⁵⁸ e (JORDAN, 1972)⁵⁹. Em síntese, a teoria da captura regulatória aponta uma tendência de agências reguladoras serem frequentemente capturadas pelo capital dos setores que deveriam regular, tendo em vista que o setor regulado é evidentemente o maior interessado na matéria regulada, tem maior capacidade de se organizar e de influenciar decisões do regulador. Além

⁵⁶ BERNSTEIN, Marver H. **Regulating Business by Independent Commission**. Princeton: Princeton University Press, 1955

⁵⁷ POSNER, Richard A. **Theories of Economic Regulation**. The Bell Journal of Economics and Management Science. Coverage: v. 5, n. 2, p. 335-358, 1974

⁵⁸ STIGLER, George L. **The Theory of Economic Regulation**. The Bell Journal of Economics and Management Science. v. 2, n. 1, p. 03-21, 1971.

⁵⁹ JORDAN, William A. **Producer Protection, Prior Market Structure and the Effects of Government Regulation**. Journal of Law and Economics. v. 15, p. 151-176, 1972

disso, há o fenômeno conhecido como *revolving door* ou porta giratória, que aponta uma possível inibição por parte do regulador em adotar posturas mais rígidas contra o setor regulado tendo em vista que a maior parte dos profissionais que ocupam cargos de diretoria em agências reguladoras são profissionais com décadas de experiência nos setores regulados (no caso brasileiro, trata-se de uma exigência legal), e, após o término de seus mandatos, passado o período de quarentena, irão retornar ao setor para ocupar cargos de diretoria ou presidência de empresas reguladas.

Importante salientar que a captura regulatória é um fenômeno estudado da perspectiva do desenho institucional. Não cabe qualquer acusação dirigida de forma individualizada a qualquer dirigente de agência reguladora de que este ou aquele atua na defesa de seus próprios interesses ou de interesses particulares alheios ao interesse público. A teoria da captura regulatória é uma forma de pensar como atribuir maior autonomia às agências reguladoras com relação ao próprio setor regulado para o adequado cumprimento dos deveres institucionais de cada agência.

No entanto, não há formas hábeis e conclusivas de dizer se uma agência como a CVM foi ou não capturada pelos agentes do mercado de capitais interessados em promover formas de propaganda abusiva ou se o regulador está simplesmente exercitando algum nível de prudência baseado em outros compromissos institucionais, conforme abordado anteriormente.

3.4 Infraestrutura fiscalizatória escassa

Não é segredo que diversas autarquias federais possuem seu quadro de funcionários extremamente defasados. No caso da CVM, o último certame realizado para preenchimento de cargos efetivos se deu em 2010. Evidentemente que mais de uma década sem renovação no quadro de servidores cobra um preço na efetividade da atuação da autarquia. A atividade regulatória e fiscalizatória demanda mão de obra qualificada e especializada, e isso evidentemente representa alocação de recursos hoje escassos na administração pública federal em razão de diversos fatores.

Como dito anteriormente, a regulamentação e fiscalização nunca será um ato puramente vinculado, sempre haverá algum grau de escolha de prioridades. Apesar disso, a falta de infraestrutura fiscalizatória não serve para explicar uma possível omissão da CVM em torno da

questão da propaganda no mercado financeiro, uma vez que o decréscimo da eficiência esperada em uma autarquia que não recebe os recursos necessários para sua atuação deveria, em tese, ocorrer de forma horizontal para todas as atividades da autarquia, e, os problemas de alocação nos quais se prioriza determinada atividade em detrimento de outra explicam-se pela ponderação permanente entre as finalidades institucionais da CVM e o juízo de conveniência e oportunidade do gestor, conforme explicado nos itens acima.

CONCLUSÃO

A regulação da propaganda comercial no Brasil, desde as origens do setor sempre se deu de forma incipiente, prevalecendo os interesses corporativistas do setor, e com imensas resistências a quaisquer restrições à livre expressão comercial. A Constituição de 88 inaugurou um arcabouço legal que permitiria as primeiras limitações materiais à propaganda comercial. O arcabouço legislativo desenvolvido a partir de então se valeu de diversos instrumentos como a limitação horária e veicular de propagandas de cigarros, bebidas e medicamentos, bem como o *nudge* na forma de alertas de consumo, que em conjunto com outras políticas públicas se mostrou efetivo em afetar de forma positiva o comportamento do consumidor brasileiro.

A propaganda comercial voltada ao mercado financeiro, no entanto, permanece até os dias de hoje com parâmetros regulatórios extremamente escassos, vagos e insuficientes para atender a uma realidade de um crescimento vertiginoso de pequenos acionistas e investidores. A CVM, apesar de ter competência para atuar no mercado de forma a inibir a propaganda enganosa não o faz sobretudo em razão de não haver uma base legal que dê segurança para o regulador atuar de forma mais contundente, bem como não há uma normativa técnica que aborde o tema da propaganda no mercado financeiro de forma autônoma e sistêmica. As incertezas sobre a possibilidade de a CVM fiscalizar a atuação de empresas que ofertam serviços correlatos às matérias reguladas, em especial serviços de educação financeira, também parece inibir a atuação do regulador. Outras hipóteses que foram levantadas para explicar a razão para a atuação incipiente do regulador na matéria se mostraram insatisfatórias ou de difícil comprovação.

Por fim, ficou demonstrado que o combate às práticas lesivas ao bom funcionamento e à integridade do mercado de capitais, dentre as quais se inclui a propaganda abusiva, está entre as competências da CVM, ainda que o arcabouço jurídico para uma atuação mais efetiva do regulador mereça alguns reparos.

Dessa forma, propõe-se as seguintes medidas:

- a) Alteração na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 a fim de incluir entre as competências da CVM de forma expressa a regulamentação e a fiscalização da

propaganda voltada a produtos e serviços relativos a valores mobiliários, incluindo os serviços de educação financeira, quando voltados especificamente ao mercado de valores mobiliários.

b) A edição de uma resolução por parte da CVM que aborde o tema da propaganda no mercado financeiro de forma expressa e sistemática, dando prioridade a mecanismos que preservem a liberdade de escolha dos pequenos investidores, mas que sejam capazes de impedir abusos e assimetrias, dentre os quais destaca-se o alerta dos riscos envolvidos e de ausência de garantia de rentabilidade, que deverá ser padronizado para uso em todas as campanhas publicitárias voltadas ao setor.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

A História da Publicidade e propaganda. ecdd.infnet.edu.br, 2021. Disponível em: <https://ecdd.infnet.edu.br/publicidade-e-propaganda/guia-a-historia-da-publicidade-e-propaganda/>. Acesso em:13/12/2021

ALEXY, Robert. **Sistema jurídico, principios jurídicos y razón práctica**. 1988

ABREU, Cristiano Nabuco et al. Dependência de Internet e de jogos eletrônicos: uma revisão. *Revista Brasileira de Psiquiatria*. v. 30, n. 2, p. 156-167, fev./mar. 2008.

AVELAR, Luiza Macedo. Responsabilidade civil e o mercado de capitais. Análise dos instrumentos de ressarcimento de prejuízos para o investidor, decorrentes de aplicações infrutíferas em Fundos de Investimento. 82p. Trabalho de Conclusão de Curso (pós-graduação de Advocacia Empresarial, Contratos, Responsabilidade Civil e Família). Escola de Direito de Brasília/Instituto Brasiliense de Direito Público. Brasília, 2015. [Orientador: Prof. M. Janete Ricken Lopes de Barros]

BARROSO, Luís Roberto. **Temas de direito constitucional. Liberdade de expressão, censura e controle da programação de televisão na constituição de 1988**. p. 341 a 387. Renovar, 2001

BERNSTEIN, Marver H. **Regulating Business by Independent Commission**. Princeton: Princeton University Press, 1955

BRASIL, Superior Tribunal de Justiça. REsp 1599535/RS, Terceira Turma, Rel. Ministra Nancy Andrighi, julgado em 14/03/2017

BRASIL. Lei nº4.680, de 18 de junho de 1965. Dispõe sobre o exercício da profissão de Publicitário e de Agenciador de Propaganda e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 21/06/1965, p. 5748

BRASIL, Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o Mercado Valores Mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm Acesso em outubro de 2020.

BRASIL, Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990. Dispõe sobre a proteção do consumidor e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/Leis/L8078.htm. Acesso em outubro de 2020.

BRASIL. Lei nº 9.294, de 15 de julho de 1996. Dispõe sobre as restrições ao uso e à propaganda de produtos fumíferos, bebidas alcoólicas, medicamentos, terapias e defensivos agrícolas, nos termos do § 4º do art. 220 da Constituição Federal. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 16.7.1996.

B3; http://www.b3.com.br/pt_br/solucoes/plataformas/puma-trading-system/para-participantes-e-traders/regras-e-parametros-de-negociacao/novo-tipo-de-oferta-retail-liquidity-provider-rlp/. Acesso em 19/10/2020

CARVALHO FILHO, José dos Santos. **Manual de direito administrativo**. São Paulo: Atlas, v. 2, p. 117, 2012.

CHAGUE, Fernando; GIOVANNETTI, Bruno. É possível viver de day-trade em ações? *Brazilian Review of Finance (Online)*. v. 18, n. 3, p. 1–4, set. 2020.

COELHO, Fábio Ulhoa. Direito de Empresa. _____. **Manual de Direito Comercial**, v. 23, 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº 598/2018, de 03 de maio de 2018. Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício Circular CVM/SIN 6/19, de 14 de junho de 2019. Dispõe sobre a melhor forma de cumprir a Instrução CVM nº 598 (“ICVM 598”), mediante a apresentação de esclarecimentos sobre a correta observância de dispositivos da referida norma.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Memorando nº 25/2020-CVM/SMI de 29 de julho de 2020. Dispõe sobre Alterações ao Regulamento de Negociação e ao Manual de Procedimentos Operacionais da B3 S.A. – Brasil, Bolsa Balcão

Contra a censura na publicidade. Disponível em: <http://conar.org.br/>. Acesso em 10/02/2022

COSTA, Henrique Araújo; COSTA, Alexandre Araújo. **Direito da Publicidade**. Brasília: Thesaurus, 2008

DE ALMEIDA, João Batista. **Manual de direito do consumidor**. Saraiva Educação SA, 2017.

DE SANTIS, Valéria Barini. **Regulamentação publicitária não coloca liberdade em risco**. Consultor Jurídico. 2008. Disponível em: https://www.conjur.com.br/2008-jul-23/regulamentacao_publicitaria_nao_coloca_liberdade_risco . Acesso em 15/12/2021.

DE SOUSA SILVA, Plínio Marcos. **Mercado de capitais: Sistema protetivo dos interesses coletivos dos investidores e consumidores**. 165p. Dissertação (Mestrado em Direito). Universidade de Ribeirão Preto – UNAERP, Ribeirão Preto, 2008. [Orientador: Prof. Dr. Adalberto Simão Filho.

EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais. Regime Jurídico. 4. Ed. São Paulo: Quarter Latin, 2019.

EROS ROBERTO GRAU. **A Ordem Econômica na Constituição de 1998: Interpretação e crítica**. São Paulo; Malheiros, 2004, pp. 148-151

FAORO, Raymundo. Os donos do poder: formação do patronato político brasileiro. -5 ed. – São Paulo: Globo, 2012.

FRANCO, Vera. **Educação financeira é prioridade da CVM**. Digital Money Informe. Disponível em: <https://www.digitalmoneyinforme.com.br/educacao-financeira-e-prioridade-da-cvm/>. Acesso em 02/01/

GIACOMINI FILHO, Gino. **Consumidor versus propaganda**. Summus Editorial, 1991.

HULL, John C. **Opções, futuros e outros derivativos**. 9. Ed. Porto Alegre: Bookman, 2016.

JORDAN, Willian A. **Producer Protection, Prior Market Structure and the Effects of Government Regulation**. Journal of Law and Economics. v. 15, p. 151-176, 1972

JÚNIOR, Ricardo César Ferreira Duarte. **A legitimidade do Estado Regulador brasileiro: uma análise democrática**. A&C-Revista de Direito Administrativo & Constitucional, v. 11, n. 43, p. 135-166, 2011

LIMA, Francisco Starley Patricio. **A evolução do mercado de capitais brasileiro e sua popularização**. 74p. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Direito). Universidade Federal do Ceará. Fortaleza, 2010. [Orientador: Prof. José Alberto Rôla.]

MALANGA, Eugênio. **Publicidade: Uma introdução**. São Paulo, 1987 SILVA, Fernando Mendes da; COUTINHO, Renata Corrêa. Raízes Históricas da Propaganda no Brasil e no Mundo.

MANCINI, Renata Ciampone; TROTTA, Mariana; SOUZA, Silvia Maria de. **Análise semiótica da propaganda Hitler, da Folha de São Paulo**. Caderno de discussão do Centro de Pesquisas Sociosemióticas, v. 1, p. 2, 2007.

MENDES, Gilmar Ferreira; BRANCO, Paulo Gustavo Gonet. **Curso de direito constitucional**. p. 270. 12. Ed. Ver. E atual.- São Paulo: Saraiva, 2017.

MIGALHAS: Procon/SP multa Empiricus por propaganda da Bettina. Disponível em [:https://migalhas.uol.com.br/quentes/299545/procon-sp-multa-empiricus-por-propaganda-da-bettina](https://migalhas.uol.com.br/quentes/299545/procon-sp-multa-empiricus-por-propaganda-da-bettina). Acesso em 19/10/2020.

MINISTÉRIO DA SAÚDE: Instituto Nacional de Câncer José Alencar Gomes da Silva (INCA); Fundação Oswaldo Cruz (Fiocruz). **O controle do tabaco no Brasil: Uma trajetória**. Disponível em: <https://bvsmms.saude.gov.br>. Acesso em: 27/12/2021

NGUYEN, Thuy et al. **Provider-directed marketing may increase prescribing of medications for opioid use disorder**. Journal of substance abuse treatment, v. 104, p. 104-115, 2019.

POSNER, Richard A. **Theories of Economic Regulation**. The Bell Journal of Economics and Management Science. Coverage: v. 5, n. 2, p. 335-358, 1974

ROBINHOOD. Disponível em: <https://robinhood.com/us/en/>. Acesso em 19/10/2020

RODRIGUES, Laís; HEMAIS, Marcus Wilcox; COSTA, Alessandra de Sá Mello. **Censura, Luta contra a Opressão e Liberdade de Expressão? Identidade e História Não-Oficial da Origem do CONAR**. In: X Congresso Nacional de Administração e Contabilidade-AdCont 2019. IAG| PUC-Rio. 2019.

SANTANNA, Héctor Valverde; DE MELO MAGALHÃES, Roberta Cordeiro. **A controvérsia em torno do elemento subjetivo no crime de publicidade enganosa ou abusiva**. Revista de Direito do Consumidor, p. 357-383, 2020

SATO, Silvio Koiti; POMPEU, Bruno. **Inovação, tecnologia e publicidade: ativação de marcas no SXSW**. Intercom–Sociedade Brasileira de Estudos Interdisciplinares da Comunicação 40º Congresso Brasileiro de Ciências da Comunicação–Curitiba-PR–04a09/09/2017

SCHMIDT JR, Richard M.; BURNS, Clifton Robert. **Proof or Consequences: False Advertising and the Doctrine of Commercial Speech**. U. Cin. L. Rev., v. 56, p. 1273, 1987.

SILVA, José Afonso da. **Curso de direito constitucional positivo**. 19. ed. revista e atualizada. São Paulo: Malheiros, 2000

STIGLER, George L. **The Theory of Economic Regulation**. The Bell Journal of Economics and Management Science. v. 2, n. 1, p. 03-21, 1971.

SUNSTEIN, Cass R.; REISCH, Lucia A. **The economics of nudge**. Routledge, 2017

SUSTEIN, Cass R, THALER, Richar H. **Libertarian Paternalism**. The American Economic Review, Vol. 93, No. 2, Papers and Proceedings of the One Hundred Fifteenth Annual Meeting of the American Economic Association, Washington, DC, January 3-5, 2003. (May, 2003), pp. 175-179.

WORLD HEALTH ORGANIZATION. **WHO Report on the global tobacco epidemic, 2019**. Disponível em: <https://www.who.int/publications/i/item/WHO-NMH-PND-2019.5>. Acesso em: 27/12/2021