

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO – UFRJ
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS – CCJE
FACULDADE NACIONAL DE DIREITO – FND

**DESAFIOS REGULATÓRIOS ENFRENTADOS PELA COMISSÃO DE
VALORES MOBILIÁRIOS NA SUPERVISÃO DA ATIVIDADE DOS
*FINFLUENCERS***

MARIA EDUARDA SCHON LESSI

RIO DE JANEIRO

2024

MARIA EDUARDA SCHON LESSI

**DESAFIOS REGULATÓRIOS ENFRENTADOS PELA COMISSÃO DE
VALORES MOBILIÁRIOS NA SUPERVISÃO DA ATIVIDADE DOS
*FINFLUENCERS***

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito do curso de graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro – Faculdade Nacional de Direito, como pré-requisito para obtenção do grau de Bacharel em Direito, sob a orientação do Prof. Allan Nascimento Turano.

RIO DE JANEIRO

2024

CIP - Catalogação na Publicação

L639d Lessi, Maria Eduarda Schon
Desafios Regulatórios Enfrentados pela Comissão de Valores Mobiliários na Supervisão da Atividade dos Finfluencers / Maria Eduarda Schon Lessi. -- Rio de Janeiro, 2024.
97 f.

Orientador: Allan do Nascimento Turano.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2024.

1. Mercado Financeiro. 2. Mercado de Capitais. 3. Influenciadores Digitais. 4. Finfluencers. 5. Regulação. I. Turano, Allan do Nascimento, orient. II. Título.

MARIA EDUARDA SCHON LESSI

**DESAFIOS REGULATÓRIOS ENFRENTADOS PELA COMISSÃO DE
VALORES MOBILIÁRIOS NA SUPERVISÃO DA ATIVIDADE DOS
*FINFLUENCERS***

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito do curso de graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro – Faculdade Nacional de Direito, como pré-requisito para obtenção do grau de Bacharel em Direito, sob a orientação do Prof. Allan Nascimento Turano.

Data da Aprovação: 25 / 06 / 2024

Banca Examinadora:

Allan Nascimento Turano
Orientador

Carla Saback Dau
Membro da Banca

Fernanda Bokel Cardoso
Membro da Banca

RIO DE JANEIRO

2024

AGRADECIMENTOS

Vim para o Rio de Janeiro só para estudar na gloriosa Faculdade Nacional de Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, sem imaginar o quanto essa mudança afetaria a minha vida. Vim sozinha, sem família e sem amigos para me acompanhar nesta aventura, mas foi assim que eu me tornei uma pessoa que sabe sobreviver diante dos desafios da vida. Eu não vivi uma graduação, vivi uma transformação e me tornei uma nova pessoa. Foi sozinha no Rio que eu redescobri o amor que a minha família sente por mim, o esforço que cada parente meu faz para me ver feliz e a falta que fazem no meu dia a dia, principalmente meus pais, Karla Viviane Schon Lessi e Eduardo de Mello Lessi, e minha irmã, Ana Luiza Schon Lessi, com quem eu felizmente divido um lar hoje em dia.

Ainda assim, a vida no Rio me deu os melhores amigos que eu poderia ter, que fizeram de tudo, tanto para me ajudar nos piores momentos, quanto para celebrar comigo os momentos de alegria. Em cinco anos de FND-UFRJ, eu aprendi a construir um novo lar no Rio de Janeiro e me sinto abraçada por essa cidade ensolarada e pelas pessoas maravilhosas que estão comigo aqui. Em especial, deixo meus agradecimentos pelo amor e pelo carinho a Nathalia Lopes, Pedro Sholl, Júlia Edwiges, Gabriela Oliveira, Alissa Ishakewitsch, Leonardo Leme, Daniel Kolouboff e Isabel Cardoso. Vocês são uma família para mim.

Meu namorado, João Gabriel de Oliveira Freitas, merece um parágrafo unicamente para ele. Somente ele sabe todos os desafios que eu vivi tanto na elaboração deste trabalho, quanto em diversos outros aspectos que comprometeram minha saúde mental e física durante este processo. Ele nunca me deixou sozinha e toda a força que eu tenho também vem dele. Deixo meus mais sinceros agradecimentos ao homem que me ajuda a levantar todos os dias.

Por fim, agradeço também a todas as pessoas que me deram oportunidades de crescimento profissional e me guiaram até o caminho da advocacia. Nunca foi fácil cursar esta graduação sendo uma pessoa que veio de uma família que não conhece o Direito, portanto, é extremamente gratificante reconhecer que finalmente me torno uma advogada, apesar de todos os percalços do caminho. Neste sentido, gostaria de agradecer meu orientador, professor Allan Nascimento Turano, não só pela oportunidade de orientação neste trabalho, mas por todos os outros conselhos dados sobre a carreira e a graduação, bem como por ser um mentor para mim e para meus colegas da Liga Acadêmica de Direito Societário (LADS-UFRJ), que compartilham comigo o profundo interesse em Direito Empresarial.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo investigar a atuação dos influenciadores digitais que, de alguma forma, abordam conteúdos de mercado de capitais e mercado financeiros em suas publicações, denominados assim como *finfluencers*, bem como entender como tem sido realizada a regulação da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) sobre as atividades desses influenciadores. As metodologias adotadas na elaboração deste trabalho foram predominantemente qualitativas e descritivas, com abordagens dedutivas e exploratórias realizadas por meio de uma revisão bibliográfica abrangente sobre a atuação dos influenciadores digitais no mercado financeiro. Para compreender os desafios regulatórios enfrentados pela CVM na supervisão dos *finfluencers*, utilizou-se a análise documental de normativas, resoluções e relatórios emitidos pela autarquia. Essa combinação metodológica permitiu uma análise aprofundada dos aspectos práticos e teóricos envolvidos na regulação dos *finfluencers*, bem como dos potenciais conflitos de interesse que podem surgir na atuação desses agentes. Em síntese, tendo em vista que a CVM ainda está desenvolvendo um arcabouço regulatório sobre o assunto, buscou-se verificar: (i) como o tema foi tratado até o presente momento, levando em consideração o contexto fático e jurídico brasileiro; e (ii) quais aspectos devem ser contemplados pela CVM na elaboração das normas regulatórias, de acordo com os entendimentos dos participantes do mercado.

Palavras-chave: Mercado Financeiro. Mercado de Capitais. Influenciadores Digitais. *Finfluencers*. Regulação.

ABSTRACT

The present work aims to investigate the activities of digital influencers who, in some way, address capital markets and financial markets content in their publications, thus referred to as finfluencers, as well as understand how the Brazilian Securities and Exchange Commission (“CVM”) has been regulating the activities of these influencers. The methodologies adopted in the preparation of this work were predominantly qualitative and descriptive, with deductive and exploratory approaches conducted through a comprehensive literature review on the role of digital influencers in the financial market. To understand the regulatory challenges faced by the CVM in supervising finfluencers, document analysis of rules, resolutions, and reports issued by the agency was used. This methodological combination allowed for an in-depth analysis of the practical and theoretical aspects involved in the regulation of finfluencers, as well as the potential conflicts of interest that may arise from the activities of these agents. In summary, considering that the CVM is still developing a regulatory framework on the subject, the objective was to verify: (i) how the topic has been addressed up to the present moment, taking into account the Brazilian factual and legal context; and (ii) which aspects should be considered by the CVM in the elaboration of regulatory rules, according to the understandings of market participants.

Keywords: Financial Market. Capital Markets. Digital Influencers. Finfluencers. Regulation.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	8
CAPÍTULO I – DEFINIÇÃO DE INFLUENCIADORES DIGITAIS E SUAS ATIVIDADES	12
1.1. INTERPRETAÇÃO JURÍDICA DOS INFLUENCIADORES DIGITAIS	12
1.2. <i>FINFLUENCERS</i> : ESPÉCIE DE INFLUENCIADOR DIGITAL	17
1.3. <i>FINFLUENCERS</i> E ANALISTAS DE VALORES MOBILIÁRIOS	25
CAPÍTULO II – AS PARTICULARIDADES DA RELAÇÃO ENTRE OS INFLUENCIADORES DIGITAIS E OS PARTICIPANTES DO MERCADO	35
2.1. ASPECTOS DAS CONTRATAÇÕES DE INFLUENCIADORES DIGITAIS	35
2.2. DEVERES DOS INFLUENCIADORES DIGITAIS	45
2.3. DEVERES DOS PARTICIPANTES DO MERCADO.....	53
CAPÍTULO III – REGULAÇÃO SOBRE A ATIVIDADE DOS INFLUENCIADORES DIGITAIS: CONSULTA PÚBLICA SDM Nº 04/2023 DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	59
3.1. ASPECTOS INTRODUTÓRIOS À CONSULTA PÚBLICA SDM Nº 04/2023.....	59
3.2. QUESITOS DA CONSULTA PÚBLICA SDM Nº 04/2023.....	65
3.3. AS ENTIDADES AUTORREGULADORAS DE MERCADO NA INOVAÇÃO NORMATIVA	71
CONCLUSÃO	85
REFERÊNCIAS	93

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABRADI. Associação Brasileira dos Agentes Digitais.

ABA. Associação Brasileira de Anunciantes.

AIR. Análise de Impacto Regulatório.

ANBIMA. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.

APIMEC. Associação dos Analistas e Profissionais de Investimentos do Mercado de Capitais do Brasil.

ASA. Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos da Comissão de Valores Mobiliários.

art. Artigo.

B3. B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão.

BSM. BSM Supervisão de Mercados.

CBAP. Código Brasileiro de Autorregulamentação Publicitária.

CONAR. Conselho Nacional de Autorregulamentação Publicitária.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários.

IBPAD. Instituto Brasileiro de Pesquisa e Análise de Dados.

MCI. Marco Civil da Internet.

OCDE. Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico.

SEC. *Securities and Exchange Commission*.

SIN. Superintendência de Relações com Investidores Institucionais.

SOI. Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores.

SSA. Superintendência de Supervisão do Analista de Valores Mobiliários da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimentos do Mercado de Capitais do Brasil.

SSR. Superintendência de Supervisão de Riscos Estratégicos da Comissão de Valores Mobiliários.

INTRODUÇÃO

O número crescente de influenciadores digitais é uma tendência mundial decorrente do avanço das redes sociais. Esse fenômeno é observado em várias áreas do conhecimento, inclusive na educação financeira. Atualmente, há diversos influenciadores que disseminam conteúdo sobre mercado financeiro e mercado de capitais, os quais foram apelidados como *finfluencers*.

Uma vez que os posicionamentos desses influenciadores nas redes sociais atingem um público diverso, sua atuação referente aos mercados financeiro e de capitais se tornou uma preocupação dos órgãos reguladores de mercado ao redor do mundo. Evidentemente, os influenciadores consistem em agentes econômicos que incentivam seu público a participar do mercado, o que pode ser benéfico em diversos aspectos, tanto para os investidores em potencial, quanto para o desenvolvimento do mercado.

No entanto, essa influência deve ser feita de forma diligente, tendo em vista que envolve a propagação de informação de maneira dinâmica. Como será demonstrado, grande parte do público que consome conteúdo nas redes sociais é leigo, o que enseja um risco de que uma informação passada erroneamente leve um grupo significativo de pessoas a investir sem a devida diligência em ativos por vezes inadequados aos seus perfis de investidor. É em face dos riscos que os órgãos reguladores de mercado veem a necessidade de estabelecer regras para a atuação dos influenciadores digitais.

As metodologias adotadas na elaboração deste trabalho foram predominantemente qualitativas e descritivas, com abordagens dedutivas e exploratórias realizadas por meio de uma revisão bibliográfica abrangente sobre a atuação dos influenciadores digitais no mercado financeiro. Para compreender os desafios regulatórios enfrentados pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) na supervisão dos *finfluencers*, utilizou-se a análise documental de normativas, resoluções e relatórios emitidos pela autarquia. Essa combinação metodológica permitiu uma análise aprofundada dos aspectos práticos e teóricos envolvidos na regulação dos *finfluencers*, bem como dos potenciais conflitos de interesse que podem surgir na atuação desses agentes.

Preliminarmente, para analisar como deve ser feita a regulação da atividade dos influenciadores digitais, é imperioso determinar quais são os influenciadores passíveis de regulamentação. Em resumo, podemos considerar que há dois tipos de influenciadores digitais que discutem educação financeira nas redes sociais: (i) influenciadores que são leigos em matéria de educação financeira, portanto, realizam meramente palpites baseados em suas

experiências pessoais; e (ii) influenciadores que possuem certo conhecimento técnico, seja por experiências profissionais ou formação em áreas de atuação correlatas aos mercados financeiro e de capitais.

Dentre os últimos, destacam-se especialmente os chamados *finfluencers*. Estes são os influenciadores que realizam influência por meio da disseminação de conceitos da educação financeira, bem como desenvolvem atividades que são, a rigor, privativas de profissionais regulados e certificados. Neste sentido, a obrigatoriedade de um registro profissional e certificado pode ser uma solução plausível para evitar que influenciadores que não tenham embasamento técnico propaguem informações de educação financeira de forma imprudente. Uma vez que esses influenciadores exercem atividade similar a de profissionais tutelados pela regulação atual, poderiam ser contemplados pela norma vigente e pelos credenciamentos referentes a essas profissões do mercado ou por uma regulação adicional a já existente, tendo em vista que as atividades dos *finfluencers* não são tão inéditas.

Em contrapartida, os influenciadores que produzem conteúdos meramente opinativos, com base em suas experiências pessoais, uma vez que propaguem essa informação de forma superficial e não objetivem ganho de audiência por meio desse conteúdo, não exercem atividade passível de regulação. Esse contexto é observado nos casos em que as atividades do influenciador não são focadas em indicar determinados investimentos – na hipótese em que o foco da atividade do influenciador não é disseminar educação financeira, podemos presumir que um posicionamento sobre algum investimento, quando realizado em uma entrevista ou em algum programa que tenha grande alcance, é mero palpite e não se origina de embasamento técnico. Portanto, não há uma necessidade de regular a atividade desse influenciador genérico, pois isso consistiria em um cerceamento da liberdade de expressão.

Uma das dificuldades no estudo da problemática dos influenciadores reside na relação que os influenciadores leigos, em contato com temas de educação financeira, decidem estabelecer com participantes do mercado, uma vez que visam o pagamento de remuneração. Quando um participante do mercado contrata um influenciador leigo para divulgar os produtos que oferece, este automaticamente precisa ter prudência na informação que está sendo passada no exercício de atividade publicitária para a instituição financeira contratante. Nesse sentido, o pronunciamento em uma publicação deixa de ser mera especulação ou palpite e passa a ser uma divulgação e um posicionamento motivado por interesse pessoal do influenciador, uma vez que este passou a ganhar um benefício para realizar determinado discurso.

Tendo em vista que os participantes do mercado precisam observar normas para realizar a divulgação e indicação de determinados produtos para seus clientes, quando contratam

influenciadores digitais para realizar essa atividade, não devem se eximir da responsabilidade de divulgar com diligência esses ativos. Notoriamente, a regulação da CVM estipula que profissionais do mercado devem atuar de acordo com diversos princípios e deveres – as recomendações de investimento são feitas de acordo com a diligência e a transparência informacional, no sentido de que os investidores devem ser devidamente cientificados pelos profissionais dos riscos que correm ao optar por investir em determinados produtos.

Entretanto, se um investidor em potencial recebe uma informação genérica por meio das redes sociais, deve ser cientificado de que a informação é oriunda de uma parceria entre o participante do mercado e o influenciador que a reproduziu em seu conteúdo. É necessária a atuação transparente do influenciador e do participante do mercado na propagação de informações na internet.

Diante da controvérsia que cerca os influenciadores digitais e sua atuação aproximada dos mercados financeiro e de capitais, a CVM produziu um parecer técnico de supervisão temática¹ e uma análise do custo-benefício da edição de regramento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários. A partir das informações demonstradas no Parecer Técnico da Superintendência de Supervisão de Riscos Estratégicos (“SSR”) e na Análise de Impacto Regulatório produzida pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (“ASA”)², a CVM decidiu abrir a Consulta Pública SDM 04/2023³, a fim de convocar os participantes do mercado e as entidades autorreguladoras para complementar os estudos da CVM e responder a uma série de questionamentos relevantes para a discussão dos influenciadores. O prazo para manifestação se encerrou em 1º de março de 2024, ao passo que a CVM permanece analisando o material da Consulta Pública e ainda não publicou relatório ou norma que reflita as ponderações feitas no âmbito deste procedimento.

Em síntese, há um problema evidente de monitoramento da atividade dos influenciadores digitais pela CVM que será analisado em três etapas. Inicialmente, no primeiro capítulo, explicou-se que é necessário delimitar quem são os influenciadores digitais, quais

¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco, 2023 -2024. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-de-supervisao-baseada-em-risco/2023-2024>

² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Influenciadores Digitais e o Mercado de Capitais Brasileiro. Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). Uma análise do custo-benefício da edição de regramento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários. Abril, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf>

³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Consulta Pública SDM nº 04/2023. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_Edital.pdf

agentes digitais precisam ser regulamentados pela CVM e em quais circunstâncias. Neste contexto, é imperioso avaliar quais atividades exercidas pelos influenciadores digitais ensejariam a necessidade de regulação, bem como os limites dessa atividade, a fim de evitar sua qualificação como exercício ilegal de profissões que devem ser credenciadas.

Em seguida, tendo em vista que há escassez de transparência sobre as relações comerciais estabelecidas entre os participantes do mercado e os influenciadores digitais, o segundo capítulo apresentou uma breve análise sobre os contratos celebrados pelos influenciadores digitais e quais são os deveres e obrigações, tanto desses influenciadores, quanto dos participantes que figuram no outro polo desses contratos. Também foram apresentadas soluções para dirimir a falta de informação sobre essas relações.

Por fim, tendo em vista que a CVM ainda está desenvolvendo um arcabouço regulatório sobre o assunto, o terceiro capítulo buscou verificar como a CVM tem tratado a questão dos influenciadores até o presente momento e como o tema foi tratado pelas entidades que se manifestaram no âmbito da Consulta Pública SDM 04/2023. O encerramento deste capítulo foi feito com a finalidade de esclarecer quais conceitos da autorregulação sobre influenciadores digitais devem ser respeitados pelo mercado e quais aspectos devem ser contemplados pela CVM na elaboração das normas regulatórias, de acordo com os entendimentos dos participantes do mercado.

CAPÍTULO I – DEFINIÇÃO DE INFLUENCIADORES DIGITAIS E SUAS ATIVIDADES

1.1. INTERPRETAÇÃO JURÍDICA DOS INFLUENCIADORES DIGITAIS

Em razão do desenvolvimento da internet e das redes sociais, a figura do influenciador digital surgiu como um usuário que exerce a atividade de divulgação de conteúdo em plataformas e aplicativos de mídias sociais, mediante o recebimento de valor remuneratório ou não. O elemento distintivo de sua atividade reside no potencial de exercer influência em massa sobre um público difuso no espaço virtual. Neste sentido, influenciadores são pessoas naturais ou jurídicas notoriamente reconhecidas pela sua capacidade de induzir comportamentos, bem como disseminar conteúdo informativo, educacional e publicitário, principalmente por meio das redes sociais.⁴

Inicialmente, o contexto das aplicações de rede social, bem como sua consequente regulação jurídica, devem ser explorados a fim de facilitar a análise acerca da atuação dos influenciadores digitais. As redes sociais são fruto do fenômeno da globalização, que também é um dos fatores de difusão do uso massivo da internet pela população, tendo em vista que o espaço virtual revolucionou a comunicação global e a propagação vertiginosa de informações. Neste contexto, as redes sociais são o conjunto de relações que se estabelecem no espaço virtual, a fim de conectar socialmente grupos diversos de pessoas que compartilham determinados padrões culturais. A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (“OCDE”) define redes sociais, em síntese, como plataformas de participação em rede:

Participative networked platforms facilitate social communication and information Exchange. They are services based on new Technologies such as the web, instant messaging, or mobile Technologies that enable users to contribute to developing, rating, collaborating and distributing Internet content and developing and customising Internet applications, or to conduct social networking. This category is intended to include social networking sites, video content sites, online gaming websites and virtual worlds.⁵

O desenvolvimento de tecnologias possibilita a evolução das redes sociais, que se manifestam em constante expansão no ambiente virtual e, conseqüentemente, rompem com limitações espaciais. As aplicações de relacionamento e de mídia digital se destacam no ecossistema digital por serem as grandes facilitadoras da comunicação entre usuários. Dentre

⁴ BSM Supervisão de Mercados. Nota de Orientação 20/2023-BSM. Disponível em <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/NO-BSM-20-2023-Influenciadores-Digitais.pdf>. Acesso em: 5 jun. 2024.

⁵ OCDE. The Economic and Social Role of Internet Intermediaries, abril 2010, p. 14.

as aplicações mais populares, figuram as plataformas *Instagram*, *Facebook*, *TikTok*, *WhatsApp*, dentre outras.

No que tange à disseminação de informação ao público, as redes sociais virtualmente criadas por meio das plataformas alteram a sistemática até então vigente pelos veículos de comunicação de massa tradicionais. A comunicação massiva por estes veículos é realizada na forma “um-para-todos”, isto é, o meio de comunicação emite a informação e dissemina em uma estrutura vertical. Por outro lado, com a comunicação em massa que ocorre na internet por meio das aplicações de relacionamento ou de mídia social, a informação é criada e propagada em um formato horizontal, pelos próprios atores, na forma “todos-para-todos”.⁶ Nesta lógica, o exercício da influência no espaço virtual alcança públicos difusos, uma vez que a informação é gerada e repassada por diversos vetores simultaneamente.

Tendo em vista que as aplicações de relacionamento e de mídia digital permanecem em um movimento constante de inovação, essas tecnologias apresentam um desafio regulatório. O ordenamento jurídico brasileiro recepcionou a questão das relações que se desenvolvem em âmbito virtual, em primeiro momento, a partir da promulgação da Lei nº 12.965, de 23 de abril de 2014, que estabelece princípios, garantias, direitos e deveres para o uso da internet no Brasil. A referida Lei, que ficou conhecida como o Marco Civil da Internet (“MCI”)⁷, disseminou a regularização do uso da internet no Brasil.

Em seu corpo legal, o MCI determina a natureza jurídica de diversos atores que estão inseridos na dinâmica virtual. Neste sentido, o MCI propõe a categorização dos entes que integram o ecossistema da internet em provedores de conexão e provedores de aplicação.

Os provedores de conexão, conforme a interpretação do que dispõe o art. 5º, inciso V, do MCI, são os agentes responsáveis por habilitar os usuários à conexão de internet, portanto, propagam o alcance da internet por intermédio da prestação de serviço de tecnologia, por meio da qual disponibilizam uma estrutura de acesso ao ambiente digital. As sociedades que operam em serviços de telecomunicações são, notadamente, os principais provedores de conexão⁸.

Os provedores de aplicações, de acordo com a normativa do art. 5º, inciso VII, do MCI, são os agentes que oferecem serviços já no âmbito da internet, portanto, promovem

⁶ LEMOS, A., LEVY, P. *O Futuro da Internet: em direção a uma ciberdemocracia*. São Paulo: Ed. Paulus, 2010, conforme citado por CÔRREA, Fabiano Simões. Um Estudo Qualitativo sobre as Representações Utilizadas por Professores e Alunos para Significar o Uso da Internet. Orientador: Sérgio Kodato. 2013. 172 f. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Psicologia) - Faculdade de Filosofia, Ciências e Letras de Ribeirão Preto/USP.

⁷ BRASIL. Lei nº 12.965, de 23 de abril de 2014. Estabelece princípios, garantias, direitos e deveres para o uso da Internet no Brasil. https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2014/lei/112965.htm. Acesso em: 3 jun. 2024.

⁸ Idem.

determinadas funções que podem ser acessadas pelos usuários no espaço virtual, tais como a publicação de conteúdo, a interação por mensagens e ligações, dentre outras atividades. Exemplificativamente, compõem este grupo as aplicações de relacionamento e de mídia social, as quais serão doravante tratadas neste trabalho por sua denominação jurídica de provedores de aplicação.

A natureza jurídica desses institutos é demonstrada a fim de facilitar a análise do panorama virtual em que estão inseridos os influenciadores digitais como agentes econômicos. Em virtude das diversas funcionalidades disponibilizadas pelos provedores de aplicação, novas profissões e atividades econômicas naturalmente se desenvolveram, a fim de atender as demandas que surgem a partir da criação de um novo espaço de interação social em massa. Dentre alguns exemplos notáveis, figuram os profissionais de *social media*, os *ghostwriters*, os *copywriters*, os gestores de tráfego e os influenciadores digitais, objeto do presente estudo.

O influenciador digital, em um primeiro momento, é meramente um usuário comum dos provedores de aplicação. No entanto, o influenciador se diferencia do usuário regular na medida em que sua atividade é baseada essencialmente na utilização da influência pessoal para a realização de marketing e de publicidade. Embora o marketing de influência já existisse antes do desenvolvimento da internet e das redes sociais, o alcance dessa atividade se ampliou exponencialmente na atualidade, em virtude da acessibilidade facilitada dos provedores de aplicação, tendo em vista que estas ferramentas reduzem drasticamente as fronteiras físicas e espaciais.

No ambiente virtual, os influenciadores digitais desenvolvem verdadeiras comunidades descentralizadas ao fomentar a aproximação de indivíduos que possuem interesses semelhantes e, conseqüentemente, são atraídos por determinado tipo de conteúdo produzido. Ocorre uma diferenciação entre os usuários ativos, que produzem conteúdo rotineiramente e exercem essa atividade de forma profissional e monetizada, e os usuários passivos, que consistem naqueles que exercem majoritariamente o consumo de conteúdo. Ainda que estes também publiquem conteúdo nas redes, enquanto sua atividade não propicia retorno econômico, portanto, é realizada para fins de comunicação nas redes, os usuários passivos não se qualificam como influenciadores.

O exercício de influência consiste na capacidade de angariar capital social. Por conseguinte, o indivíduo capaz de propagar informações amplamente em uma audiência generalizada acumula mais capital social e adquire reconhecimento e credibilidade desta audiência que consome seu conteúdo. Esta lógica explica por que o conceito de influenciador digital encontra razão de existência na atualidade – posto que as redes sociais promovem

continuamente trocas de informação no espaço virtual, a capacidade de influenciar pessoas de um indivíduo pode aumentar conforme seus conteúdos publicados ultrapassem barreiras físicas e temporais, dada a disseminação vertiginosa da informação divulgada nas redes. O filósofo Pierre Bordieu, conforme citado por Isaaf Karwahi, cunhou o conceito de capital social:

capital pode se apresentar em três formas fundamentais: como capital econômico que pode ser convertido, direta e imediatamente, em dinheiro e pode ser institucionalizado sob a forma de direitos de propriedade; como capital cultural que é convertível, sob certas condições, em capital econômico e pode ser institucionalizado sob a forma de qualificações educacionais; e como capital social, constituído por obrigações sociais (“conexões”), que é convertível, em determinadas condições, em capital econômico e pode ser institucionalizado sob a forma de um título de nobreza.⁹

Em síntese, a teoria de Bordieu explica que o capital social consiste no *“agregado de recursos reais ou potenciais que estão ligados à posse de uma rede duradoura de relações mais ou menos institucionalizadas de conhecimento e reconhecimento mútuos - ou seja, de pertencimento a um grupo”*.¹⁰

O exercício da influência é um fenômeno que se estende sobre o processo decisório do público em relação a gostos, comportamentos, produtos ou serviços. Neste sentido, o influenciador digital, em razão de popularidade e de credibilidade que adquire por meio da extensão e do engajamento de sua audiência no ambiente virtual, no exercício de sua influência, é capaz de direcionar os interesses dos usuários. Naturalmente, as sociedades buscam se beneficiar dessa influência no espaço virtual, portanto, contratam os influenciadores para estabelecer parcerias e realizar propagandas sobre seus produtos ou serviços.

Por conseguinte, ocorre o desenvolvimento de estrutura complexa na qual os influenciadores digitais atuam em atividades empresariais de marketing e de publicidade. Neste contexto, a produção de conteúdo na internet consiste em uma atividade profissional, organizada e remunerada, por meio da qual o influenciador realiza a prestação de serviço de marketing e de publicidade a outras sociedades ou em nome próprio, divulgando seus próprios produtos ou serviços.

O influenciador digital não necessariamente será remunerado pelo conteúdo publicado – principalmente no começo da carreira, enquanto os conteúdos publicados não possuem alcance e visibilidade, o influenciador comumente atua de forma voluntária. Entretanto, uma vez que o conteúdo começa a atingir grande alcance, o influenciador, na qualidade de vetor de

⁹ KARHAWI, Issaaf. Influenciadores Digitais: Conceitos e Práticas em Discussão. Revista Comunicare. Volume 17 – Edição especial de 70 anos da Faculdade Cásper Líbero. 2017, p. 55. Disponível em: <https://static.casperlibero.edu.br/uploads/sites/5/2020/12/comunicare17-especial.pdf>

¹⁰ Idem.

influência, atrai a atenção de sociedades que desejam divulgar seus produtos ou serviços por meio de suas atividades.

Uma vez que a atividade do influenciador digital extrapola a mera produção de conteúdo informal e opinativo, tendo em vista que sua atuação consiste no exercício de atividades próprias das áreas de publicidade e de marketing, a regulação das profissões correlatas a essas atividades recai sobre os influenciadores digitais. Neste sentido, o papel do Conselho Nacional de Autorregulamentação Publicitária (“CONAR”), que consiste em uma organização da sociedade civil que fiscaliza e regulamenta a veiculação de publicidades, é fundamental. Como se trata de uma organização privada com fins de autorregulação, o CONAR não possui caráter mandatório, mas desempenha um importante papel na liberdade publicitária e suas regras são amplamente aderidas no exercício da atividade publicitária.

Considerando que os influenciadores digitais exercem uma atividade de publicidade, com o diferencial de realizá-la por meio de provedores de aplicação que propagam informações em alta velocidade no espaço virtual, a regulação do CONAR é essencial para regularizar a atuação dos influenciadores, a fim de evitar a disseminação de conteúdos impróprios em âmbito digital. A atividade publicitária dos influenciadores ainda é recente, portanto, frente a inexistência de legislações específicas e de órgãos fiscalizatórios que tutelem suas atuações, o CONAR exerce uma supervisão fundamental.

A questão da omissão legislativa e regulatória sobre as atividades dos influenciadores digitais em geral reverbera no âmbito dos mercados financeiro e de capitais, uma vez que os influenciadores exercem publicidade também para os participantes do mercado. A lacuna na regulação das publicidades dos influenciadores digitais que tratam de assuntos relacionados aos mercados financeiro e de capitais é ainda mais prejudicial, haja vista o impacto direto da atuação do influenciador sobre os interesses de sua audiência e, conseqüentemente, sobre os objetivos financeiros de cada usuário que o acompanha.

Sob uma ótica generalista, a influência é capaz de gerar impacto sobre a economia popular. Eventualmente, há casos em que influenciadores digitais recomendam ativos, sejam valores mobiliários ou não, ou incentivam a contratação de determinada instituição financeira. Neste sentido, é essencial uma análise de risco dessa atuação publicitária do influenciador.

Tendo em vista que o exercício de influência impacta no discernimento do público sobre determinados assuntos, conforme evidenciado, a análise proposta não deve envolver apenas o influenciador que divulga conteúdos relacionados especificamente ao mercado de capitais, mas também os influenciadores que não exercem esse tipo de conteúdo, mas são contratados por determinada instituição financeira para realizar publicações patrocinadas, tendo em vista o

notório alcance e engajamento de seu conteúdo. O presente trabalho se propõe a analisar se esse tipo de publicidade merece um tratamento regulatório adequado.

No entanto, a controvérsia apresenta situações mais gravosas nos casos em que o influenciador digital aborda conteúdo de investimentos – a responsabilidade pelo conteúdo divulgado deve ser devidamente tutelada, tendo em vista que a atividade profissional deste influenciador digital consiste na produção de conteúdo relacionado a educação financeira ou recomendação de ativos em uma frequência cotidiana, diferentemente da frequência eventual com que outros influenciadores poderão realizar essas atividades.

Consequentemente, a regulação deve incidir com maior veemência sobre aqueles que produzem conteúdos relacionados ao mercado de capitais, principalmente quando recomendam determinados ativos e instituições financeiras. Os influenciadores que exercem essas atividades próprias dos mercados financeiro e de capitais profissionalmente, por meio da divulgação de conteúdo no espaço virtual, são conhecidos atualmente como *finfluencers*.

1.2. *FINFLUENCERS*: ESPÉCIE DE INFLUENCIADOR DIGITAL

A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”), em parceria com o Instituto Brasileiro de Pesquisa e Análise de Dados (“IBPAD”), monitora os influenciadores digitais de investimentos desde 2020 e publica relatórios referentes aos dados coletados por meio desse monitoramento. Os *finfluencers*, segundo a ANBIMA, são:

Figuras públicas que se expressam e geram conteúdo sobre finanças e mercado de capitais por meio das redes sociais, impactando indivíduos e comunidades. Com sua credibilidade, ele influencia a decisão de pessoas no ambiente das mídias digitais.¹¹

O termo *finfluencer* é importado de estudos estrangeiros sobre a influência exercida no espaço virtual sobre o conhecimento geral da audiência com relação ao mercado de capitais. Neste sentido, é considerado *finfluencer* o influenciador digital que produz conteúdo que possa direcionar o processo de tomada de decisão a respeito de investimentos:

A finfluencer is a person who, by virtue of their popular or cultural status, has the ability to influence the financial decision-making process of others through promotions or recommendations on social media. They may influence potential buyers by publishing posts or videos to their social media accounts, often stylized to

¹¹ ANBIMA. FInfluence – Quem fala de investimentos nas redes sociais. 5ª edição, 2023. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos-5.htm

be entertaining so that the post or video will be shared with other potential buyers. The financial influencer may be compensated by the business offering the product or service, the platform on which the message appears, or an undisclosed financier.¹²

[...]

The term "finfluencer" refers to a person or entity that has outsize impact on investor decisions through social media influence. 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. These finfluencers are not traditional financial analysts. Instead, their audience is mostly composed of retail investors,⁷ and their message, if they have one, typically focuses on "democratizing" finance or increasing access to information.¹³

Conforme o entendimento da ANBIMA, os *finfluencers* contribuem ativamente para a visibilidade do mercado de capitais e para a educação financeira da população, tendo em vista que facilitam a divulgação de informações sobre o mercado por meio de conteúdos simples e de fácil acessibilidade. A relevância desses influenciadores, que permanece em constante crescimento com o passar dos anos, é demonstrada por meio dos dados divulgados na 6ª edição do relatório "FInfluence – quem fala de investimentos nas redes sociais", publicado semestralmente pela ANBIMA desde 2021:

Desde o início do monitoramento, em setembro de 2020, a quantidade de influenciadores mais que dobrou (de 266 para 534) e a de seguidores cresceu em um ritmo ainda mais expressivo, de 181% indo de 74 milhões para 208 milhões neste último recorte. Além de mais volumoso, o público é cada vez mais engajado. As interações médias (medidas por curtidas, comentários e compartilhamentos) subiram 11,6% na comparação entre o primeiro e o segundo semestre de 2023, apesar da queda de 2,8% no volume de publicações¹⁴.

Na visão da ANBIMA, o conceito de *finfluencer* está restrito aos influenciadores que necessariamente produzem conteúdo específico sobre mercado financeiro e de capitais. Para facilitar a análise sobre os conteúdos divulgados pelos influenciadores de finanças, a ANBIMA estabeleceu treze categorias de acordo com o tipo de conteúdo divulgado: produtor de conteúdo, investidor independente, assessoria/corretora, analista, trader, banco, regulador de mercado, portal de educação, especialista, educador financeiro, casa de análise, portal especializado e casa de software.

Os influenciadores mais populares, de acordo com o relatório da ANBIMA¹⁵, são aqueles que explicam conceitos básicos de economia, de finanças pessoais, de produtos de

¹² GUAN, Sue S. The Rise of the Finfluencer. Journal of Law and Business. New York University. Volume 19, Summer 2023, Number 3, p. 492

¹³ Idem, p. 493

¹⁴ ANBIMA. FInfluence – Quem fala de investimentos nas redes sociais. 6ª edição, 2024. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos-6.htm

¹⁵ Idem.

investimentos, bem como o funcionamento do mercado de capitais em linhas gerais. Com uma linguagem simples, os produtores de conteúdo conquistam uma audiência significativa:

Produtor de Conteúdo

Sem se aprofundar nas análises, o produtor de conteúdo normalmente fala de investimentos e finanças em geral, às vezes entrando em outros assuntos, como política. Com 164 influenciadores, a categoria ocupa a primeira posição em engajamento médio e a segunda em quantidade de postagens, apesar de ter diminuído o volume de publicações em 27%. Seguindo tendência geral, os influenciadores da categoria reduziram o uso do X em 11 pontos percentuais, passando a priorizar o Instagram em 38% das publicações.

Anualmente, a ANBIMA publica outro relatório que trata sobre o comportamento da população brasileira com relação aos seus investimentos, este denominado “Raio X do Investidor Brasileiro”, elaborado por meio de parceria com o Datafolha. Na 7ª edição, publicada em abril de 2024, a ANBIMA ressalta que “*O YouTube segue como o principal canal de informação de investidores e investidoras, utilizado por 34% dessas pessoas.*”¹⁶

Neste sentido, uma vez que esses influenciadores fomentam o conhecimento geral da população sobre os mercados financeiro e de capitais, os *finfluencers* possuem relação direta com a capacidade dos investidores que os acompanham por meio das redes sociais de tomar decisões sobre investimentos.

Os *finfluencers* são capazes de induzir o processo decisório de sua audiência, composta majoritariamente por investidores em potencial usuários de redes sociais, por meio de promoções e recomendações de investimentos. Para além da disseminação da educação financeira para o público em geral, os *finfluencers* aproximam o mercado de capitais dos investidores de varejo, em um movimento de democratização do mercado¹⁷.

A repercussão generalizada das atividades dos *finfluencers* notoriamente despertou o interesse da CVM em estudar os parâmetros da atuação desses influenciadores financeiros. Neste contexto, a Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (“ASA”) elaborou uma Análise de Impacto Regulatório (“AIR”), publicada em 2023, que buscou analisar o custo-benefício da edição de regramento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e os participantes do mercado de valores mobiliários.¹⁸

¹⁶ ANBIMA. Raio X do Investidor Brasileiro. 7ª edição, 2024. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/raio-x-do-investidor-brasileiro.htm

¹⁷ NASCIMENTO, João Pedro. Influenciadores digitais & o Mercado de Capitais. Revista Relações com Investidores, v. 281. Maio, 2024. p. 24. Disponível em: <https://www.revistari.com.br/281/2206>

¹⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Influenciadores Digitais e o Mercado de Capitais Brasileiro. Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). Uma análise do custo-benefício da edição de regramento para ampliar a transparência da relação

O relatório da ASA foi elaborado em parceria com diversas entidades do mercado, dentre elas, a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”), que levantou dados no relatório “A Descoberta da Bolsa pelo Investidor Brasileiro” sobre a relação dos brasileiros com investimentos, por meio de pesquisas e entrevistas. Neste estudo, a B3 apresentou que 73% dos entrevistados responderam que aprenderam a investir por meio de influenciadores e canais do YouTube, enquanto 43% declararam também ter feito uso de plataformas online para aprimorar esses estudos. Dentre os entrevistados, quando questionados sobre como se mantêm atualizados com relação aos temas de investimentos, 73% responderam que acompanham conteúdos publicados na Internet em geral e 60% citaram novamente que fazem este acompanhamento também pelo YouTube e demais influenciadores.¹⁹

Os influenciadores digitais de diferentes nichos podem abordar, mesmo que brevemente, algum conteúdo de mercado de capitais em suas publicações, o que resulta na influência sobre o processo decisório dos investidores que os acompanhem. Contudo, o cerne da definição de *finfluencer* consiste no tipo de conteúdo propagado, não no impacto que esse conteúdo gera no público. Esta distinção é necessária para estabelecer uma delimitação sobre a regulação das atividades dos influenciadores, a fim de evitar um excesso regulatório que inviabilize o trabalho do influenciador.

Evidentemente, um influenciador digital que não divulgue frequentemente conteúdos de mercado financeiro e de capitais e que não seja enquadrado como *finfluencer* não está isento de regulação e de responsabilidade quando da verificação de condutas desviantes. A fiscalização sobre as publicações de quaisquer influenciadores digitais e seu impacto sobre os usuários é necessária, tendo em vista que a possibilidade de os influenciadores digitais e os *finfluencers* recomendarem investimento perpassa pelo risco de indução a esquemas fraudulentos, a conflitos de interesse, a manipulação de mercado, dentre outras condutas ilícitas. Conforme explica João Pedro Nascimento, atual presidente da Comissão de Valores Mobiliários²⁰:

O primeiro risco é a atuação sem registro e invasão do perímetro de atuação de outros agentes regulados do Mercado de Capitais, como são, por exemplo, os analistas e os assessores de investimento.

O segundo risco, considerado maior do que o primeiro, está relacionado à atuação dos Influenciadores Digitais em condutas típicas de ilícitos do Mercado de Capitais, como

comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários. Abril, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf>

¹⁹ B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. A Descoberta da Bolsa pelo Investidor Brasileiro. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/DE/47/57/09/B3866710D32004679C094EA8/Pesquisa%20PF_Apresentacao_final_11_12_20_.pdf

²⁰ NASCIMENTO, João Pedro. Influenciadores digitais & o Mercado de Capitais. Revista Relações com Investidores, v. 281. Maio, 2024. p. 24. Disponível em: <https://www.revistari.com.br/281/2206>

– por exemplo – a Manipulação de Mercado, a Manipulação Informacional e, até mesmo, o Uso de Informação Privilegiada.

A preocupação com relação à qualificação dos influenciadores na realização de atividades referentes a recomendação de investimentos em determinados produtos e ativos também é compartilhada pela ASA, conforme apresentado no AIR de 2023:

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).²¹

Um caso emblemático que demonstra o risco de influência negativa no mercado envolve o CEO da *Tesla Inc.*, CEO e *Chief Technology Officer (CTO)* da *SpaceX*, Elon Musk, e a criptomoeda Dogecoin. Em 2023, Elon Musk foi denunciado na *Securities and Exchange Commission* (“SEC”) dos Estados Unidos da América por manipulação de mercado e insider trading, sob a acusação de ter causado prejuízos a investidores que compraram Dogecoin.

Anteriormente, em 2021, Elon Musk havia realizado uma série de publicações no Twitter, rede social de sua propriedade, com palavras de apoio e postagens engraçadas sobre a Dogecoin, tendo, inclusive, substituído o logotipo do Twitter, conhecido por ser um pássaro azul, pelo logo da Dogecoin, um cachorro Shiba Inu, em referência ao meme “Doge”. Ademais, Musk pagou influenciadores para falar sobre esta criptomoeda, bem como apareceu em um programa de televisão falando acerca da Dogecoin. Musk também investiu \$1.5 bilhões na criptomoeda.²²

As atitudes de Musk trouxeram a criptomoeda em evidência, o que persuadiu diversos investidores a comprar a criptomoeda, conseqüentemente, elevando seu preço drasticamente. Como resultado, a moeda perdeu seu valor de mercado subitamente, ao passo em que Elon Musk supostamente auferia vantagem, não apenas na venda de Dogecoin que possuía, como também por meio do ganho de popularidade para si e para suas sociedades.

²¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Influenciadores Digitais e o Mercado de Capitais Brasileiro. Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). Uma análise do custo-benefício da edição de regramento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários.* Abril, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf>

²² NANI, Albi. *The doge worth 88 billion dollars: A case study of Dogecoin.* *Convergence: The International Journal of Research into New Media Technologies* 2022, Vol. 28(6) 1719–1736

Em termos de mensuração, antes do envolvimento de Musk, a criptomoeda não chegava a um volume de negociação de \$20 bilhões²³, porém, em maio de 2021, com o aporte de \$1.5 bilhões mencionado, a criptomoeda chegava ao valor de mercado de \$88 bilhões²⁴. Posteriormente, ao final dessas movimentações, a Dogecoin chegou rapidamente a cair em mais de 90% do seu valor de mercado.²⁵

Outros casos de interferência na dinâmica do mercado que devem ser analisados são aqueles em que ocorre o fenômeno “*pump and dump*”. Trata-se de um esquema fraudulento de manipulação de ativos, normalmente criptomoedas, em que, aproveitando-se da escassez de regulamentação e fiscalização, influenciadores recomendam que investidores comprem determinado ativo, assim inflando seu valor de mercado, até o momento em que o influenciador, que anteriormente já detinha posição no ativo, possa realizar a venda e lucrar com isso. Spencer B. Arrowood apresenta como o ilícito ocorre e contextualiza com o caso da criptomoeda “Save the Kids”:

In this type of scheme, social media influencers encourage their substantial audiences to purchase a type of cryptocurrency that the influencers own, and then the influencers sell their crypto assets at artificially inflated prices resulting from hype-driven purchases by their followers. By selling the cryptocurrency assets at the peak of their value following an initial investment period, those in the know on a “pump and dump” scheme can realize value on the sale of their coins while avoiding the risk of a steep decline in the value of the crypto asset. One example of this fraud in action occurred in 2021 when an esports team named FaZe Clan promoted a cryptocurrency, known as the “Save the Kids” token, to its substantial following as an opportunity to invest “to make the world a better place.” Within hours of the “Save the Kids” coin's initial launch, the value crashed, and investors were left holding investments that were essentially worthless. One investor’s initial \$94 investment was reduced to a value of \$5 within a matter of hours.²⁶

Em sua Análise de Impacto Regulatório de 2023, a ASA apresentou outros dois casos de manipulação do mercado de grande relevância. O primeiro caso citado refere-se ao que ocorreu com uma sociedade varejista de jogos físicos de videogame, denominada GameStop. A loja estava enfrentando queda nas receitas em razão do crescimento da tendência de comercialização online de jogos que não foi acompanhada pelos negócios da GameStop. Nessas

²³ United States District Court Southern District of New York. Plaintiffs’ Third Amended Class Action Complaint. Civil Action No.: 1:22-cv-05037-AKH. Disponível em: <https://fingfx.thomsonreuters.com/gfx/legaldocs/klpyzenyevg/frankel-dogecoinclassaction--DQreplybrief.pdf>

²⁴ NANI, Albi. The doge worth 88 billion dollars: A case study of Dogecoin. *Convergence: The International Journal of Research into New Media Technologies* 2022, Vol. 28(6) 1719–1736

²⁵ United States District Court Southern District of New York. Plaintiffs’ Third Amended Class Action Complaint. Civil Action No.: 1:22-cv-05037-AKH. Disponível em: <https://fingfx.thomsonreuters.com/gfx/legaldocs/klpyzenyevg/frankel-dogecoinclassaction--DQreplybrief.pdf>

²⁶ ARROWOOD, Spencer B. TikTok: Is it Time to Regulate “Finfluencer” Investment Advice on Social Media? *North Carolina Bank Institute* Volume 28, 2024.

circunstâncias, suas ações estavam sendo adquiridas em grandes quantidades por diversos fundos de investimento, que visavam assumir posições vendidas nos papéis da varejista.²⁷

Um grupo de fãs da GameStop que lamentavam sua decadência se organizou por meio do Reddit, uma rede social que funciona como uma espécie de fórum, para comprar papéis da sociedade e conservá-los a fim de evitar a queda de suas cotações. Esse movimento viralizou exponencialmente ao ponto de prejudicar as operações dos fundos e chamar a atenção da SEC ao caso:

Ora, os fundos de investimento, para manter sua posição vendida, tomam emprestado no mercado papéis das empresas e vendem no mercado à vista, esperando que mais à frente poderão recomprá-los por um preço menor e devolver aos emprestadores. No entanto, os fundos enfrentaram dificuldade para recomprar os papéis no mercado para devolução e, como consequência, as cotações do papel começaram a subir. Resultado: os fundos começaram a ter prejuízos enormes, pois estavam comprando por preços superiores aos que haviam vendido de forma antecipada - no jargão do mercado essa situação é conhecida como short squeeze. Alguns fundos chegaram a quebrar, levando a SEC (Securities and Exchange Commission) a abrir uma investigação contra os fóruns do Reddit por manipulação.²⁸

Ocorreu um movimento semelhante no Brasil com as ações do Instituto de Resseguros do Brasil (“IRB”). Desta vez, por meio de um grupo de Telegram chamado de “Short Squeeze IRB”, uma comunidade numerosa de investidores buscou alavancar ações do IRB. No mesmo período, a CVM emitiu um alerta ao mercado sobre a fiscalização de movimentos de mercado nas redes sociais a fim de reprimir a prática de short squeeze. Apesar de a autarquia não especificar o caso, evidentemente, o caso do IRB atraiu a atenção da CVM. A ASA apresenta também os dados que demonstram a grande proporção do caso:

Conforme leitura da imprensa, em janeiro de 2021, um grupo de investidores resolveu seguir os passos da comunidade “wallstreetbets”, do Reddit, e alavancar ações do IRB por meio de uma repentina demanda sobre suas ações. Chamado de “Short Squeeze IRB”, o grupo no Telegram ganhou milhares de seguidores por minuto e passou de 9,6 mil integrantes para 22 mil num espaço de pouco mais de 3 horas. As ações do IRB saltaram 17,82% em um único dia. Tal movimento culminou na emissão de um alerta da Comissão de Valores Mobiliários – CVM – ao mercado, ainda que não especificando exatamente este movimento em si, no qual a autarquia ressaltou que estava monitorando os movimentos de mercado e as redes sociais para coibir a prática organizada de short squeeze no Brasil.²⁹

²⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Influenciadores Digitais e o Mercado de Capitais Brasileiro. Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). Uma análise do custo-benefício da edição de regramento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários. Abril, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf>

²⁸ Idem.

²⁹ Idem.

Conforme demonstrado por meio dos casos apresentados a título de exemplo, a repercussão que as publicações dos influenciadores digitais possuem no meio social, independentemente da qualificação do influenciador digital, resultam em impactos que podem ser prejudiciais às poupanças dos investidores e ao interesse do público em participar da dinâmica dos mercados financeiro e de capitais. Os conteúdos e as expressões utilizados nas redes sociais por influenciadores de maneira geral, quando abordam a temática financeira e suscitam efeitos na economia popular, carecem de atenção de uma fiscalização, uma vez que a atuação do influenciador digital pode transcender a mera liberdade de expressão e colidir com o exercício de atividades que seriam próprias de profissionais de mercado. Em seu edital de consulta pública a respeito da norma de influenciadores digitais que atuam no mercado de capitais, a CVM busca atrair sua competência para a questão:

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.³⁰

De todo modo, são os *finfluencers* que normalmente possuem maior risco de atuar em esquemas fraudulentos e condutas desviantes, uma vez que se utilizam de seu renome e de seu prestígio no âmbito das redes sociais para realizar recomendações de investimentos, o que pode induzir erroneamente sua audiência, investidores em potencial, de forma negativa. A ANBIMA identificou, na 6ª edição do relatório “FInfluence”, que os produtos financeiros são frequentemente comentados pelos influenciadores digitais:

As menções a produtos financeiros saltaram 96% entre a quinta e a atual edição, para 189,9 mil, influenciadas pela mudança do cenário macroeconômico com o início dos cortes da Selic.

A renda variável concentrou 90% das citações, mantendo a hegemonia observada nos relatórios anteriores. Uma hipótese para explicar essa predominância é o fato de a renda variável oferecer aos influenciadores uma gama variada de possibilidades para conteúdo — como inclui o mercado de ações, pode gerar, por exemplo, posts sobre papéis específicos, vaivém da bolsa de valores, noticiário de empresas e novas estratégias de investimento.³¹

³⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Consulta Pública SDM nº 04/2023. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_Edital.pdf

³¹ ANBIMA. FInfluence – Quem fala de investimentos nas redes sociais. 6ª edição, 2024. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos-6.htm

Notadamente, embora os *finfluencers* em geral, guiados pela boa-fé, busquem desempenhar um nobre papel de democratização dos mercados financeiros e de capitais, muitos não são profissionais do mercado e não possuem qualificação técnica. Portanto, a fim de melhor compreender a atuação dos *finfluencers* e sua capacidade de influenciar ou recomendar investimentos, mostra-se necessário analisar em que medida sua atuação se assemelha a dos analistas de valores mobiliários regulados pela CVM.

1.3. *FINFLUENCERS* E ANALISTAS DE VALORES MOBILIÁRIOS

Dentre as atividades regulamentadas pela CVM atualmente, há três que podem ser assumidas pelos influenciadores digitais no âmbito de sua atuação em favor da disseminação da educação financeira ou com enfoque ao trabalho de recomendação de investimentos: assessor de investimento, consultor de valores mobiliários e analista de valores mobiliários. As três atividades são regulamentadas, respectivamente, pelas Resoluções CVM nºs 178/2023, 19/2021 e 20/2021³².

Em certos casos, a CVM oportunamente estendeu os entendimentos dessas Resoluções a fim de contemplar as atividades dos influenciadores digitais. No entanto, notadamente, os influenciadores financeiros permanecem em um limbo regulatório, na medida em que suas atividades não se equiparam perfeitamente às atividades regulamentadas pela autarquia.

Os assessores de investimento são profissionais do mercado que possuem suas atividades regulamentadas de acordo com as disposições da Resolução CVM nº 178, de 14 de fevereiro de 2023³³. Para atuar como assessor de investimento, a pessoa natural ou jurídica deve ser registrada para exercer as atividades previstas no art. 3º da referida Resolução:

Art. 3º A atividade do assessor de investimento abrange:

I – prospecção e captação de clientes;

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

III – prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pelos intermediários em nome dos quais atue.

§ 1º Na prospecção e captação de clientes, o assessor de investimento deve identificar todos os intermediários em nome dos quais atue.

³² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Influenciadores Digitais e o Mercado de Capitais Brasileiro. Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). Uma análise do custo-benefício da edição de regramento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários. Abril, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf>

³³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 178, de 14 de fevereiro de 2023. Dispõe sobre a atividade de assessor de investimento e revoga a Resolução CVM nº 16, de 9 de fevereiro de 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol178.html>. Acesso em: 3 jun. 2024.

[...]

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

Eventualmente, o influenciador digital poderá exercer atividade semelhante às atribuídas ao assessor de investimento pela norma da CVM, nas hipóteses em que divulgar os serviços de determinado intermediário em razão de contrato celebrado entre este e o influenciador. Nesse cenário, o agente de marketing digital atua como um facilitador da prospecção e da captação de clientes para o intermediário, mediante o recebimento de remuneração ou comissão, bem como pode, adicionalmente, prestar informações sobre os produtos que são oferecidos pelos intermediários.

O exercício dessas atividades próprias de assessoria de investimentos atrai a competência da CVM para regular a atuação do influenciador digital, principalmente porque o regulador não esclareceu os parâmetros em que as atividades de prospecção e de captação de clientes, prevista no art. 3º, I, da Resolução CVM nº 178. Por conseguinte, caso o contrato entre o influenciador e o intermediário proporcione o recebimento de remuneração variável pelo agente digital, conforme a prospecção e a captação de um quantitativo de clientes, ocorre a possibilidade de enquadramento deste como assessor de investimentos. Contudo, esse aspecto remuneratório, somado à divulgação de informações sobre determinados produtos de investimento, são as características essenciais da atividade de assessoria que distinguirão o influenciador que atua como assessor daqueles que exercem mera publicidade da marca do intermediário ou publicam conteúdos de educação financeira.

Ademais, a consultoria de valores mobiliários é outra atividade regulada pela CVM que possui características que podem ser equiparadas às da atividade exercida pelos influenciadores financeiros, tendo em vista que consiste na recomendação sobre investimentos no mercado de valores mobiliários. Para fins de obtenção e manutenção de autorização ou reconhecimento junto à CVM, os consultores de valores mobiliários devem atender uma série de requisitos previstos na Resolução CVM nº 19, de 25 de fevereiro de 2021, em seus arts. 3º e 4º. Em síntese, as atividades exercidas na consultoria de valores mobiliários estão dispostas no art. 1º da referida normativa, conforme dispõe:

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

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

I– sobre classes de ativos e valores mobiliários;

- II– sobre títulos e valores mobiliários específicos;
- III– sobre prestadores de serviços no âmbito do mercado de valores mobiliários; e
- IV– sobre outros aspectos relacionados às atividades abarcadas pelo caput.³⁴

Dentre as atividades profissionais reguladas pela CVM, a atividade dos *finfluencers* possui características mais próximas da atividade dos analistas de valores mobiliários, uma vez que realizam publicação de conteúdos e a propagação de informações sobre valores mobiliários de forma genérica. O conteúdo dos *finfluencers* alcança a comunidade, o mercado como um todo e todos os investidores sem distinção, assim como ocorre no trabalho dos analistas.

Diferentemente dos analistas de valores mobiliários, as outras figuras do mercado de capitais apresentadas, como os assessores de investimento e os consultores de valores mobiliários, direcionam sua atividade a destinatários específicos, trazendo um caráter personalíssimo para suas recomendações. Neste sentido, a atuação dos *finfluencers* se distingue dessas profissões correlatas aos mercados financeiro e de capitais, uma vez que o conteúdo produzido por influenciador digital possui alcance generalizado e difuso.

A fim de estabelecer a devida comparação entre a atuação dos *finfluencers* e a dos analistas de valores mobiliários, convém apresentar as atividades desempenhadas pelos analistas. Estes foram inicialmente contemplados na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários³⁵. Neste sentido, o art. 1º, inciso VIII, da referida lei, indica que a atividade de analista de valores mobiliários é disciplinada e fiscalizada de acordo com esta norma.

Em âmbito administrativo, os analistas são regulados pela Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, conforme definido em seu art. 1º: “*Analista de valores mobiliários é a pessoa natural ou jurídica que, em caráter profissional, elabora relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes.*”

Um dos elementos que define essencialmente a atividade de analista é a elaboração de relatório de análise, que consiste na produção de “*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*

³⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 19, de 25 de fevereiro de 2021. Dispõe sobre a atividade de consultoria de valores mobiliários e revoga a Instrução CVM nº 592, de 17 de novembro de 2017, a Instrução CVM nº 619, de 6 de fevereiro de 2020 e a Deliberação CVM nº 783, de 17 de novembro de 2017. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol019.html>. Acesso em: 3 jun. 2024.

³⁵ BRASIL. Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 3 jun. 2024.

no processo de tomada de decisão de investimento”, conforme o art. 1º §1º, Resolução CVM nº 20/2021³⁶.

A norma ainda deixa clara a possibilidade de equiparação da atividade de produção de conteúdo à elaboração de relatórios de análise. Nesta lógica, de acordo com o art. 1º §2º, Resolução CVM nº 20/2021³⁷, exposições públicas, apresentações, vídeos, reuniões, conferências telefônicas e quaisquer outras manifestações não escritas poderão ser consideradas relatório de análise, uma vez que tratem de conteúdo típico deste documento.

Tendo em vista que a atividade de análise de valores mobiliários pode induzir a tomada de decisão de investimentos, o analista é incumbido de uma série de obrigações impostas pela Resolução CVM nº 20/2021³⁸, a fim de corroborar com a fiscalização e a proteção dos investidores no mercado, assim como os demais profissionais do mercado de capitais. Portanto, devem demonstrar qualificação técnica, por meio de exames previstos na Resolução CVM nº 20/2021, bem como efetuar o credenciamento na entidades autorizadas pela CVM, uma vez que a atividade de analisar valores mobiliários e divulgar opiniões sobre é privativa dos analistas de valores mobiliários.

Por conseguinte, em razão de o trabalho dos *finfluencers* se assemelhar ao dos analistas de valores mobiliários, emerge uma preocupação sobre o risco de uma desarmonia na proteção dos investidores, tendo em vista que o âmbito de aplicação da norma sobre os analistas não contempla os influenciadores digitais, tratando-os distintamente e com menos encargos do que os analistas de valores mobiliários para o mesmo desempenho de atividade.

Não há impedimento quanto a possibilidade de analistas de valores mobiliários exercerem seu ofício nas plataformas de aplicação. Considerando a cobertura legal sobre o conceito de relatório de análise, as exposições dos analistas feitas no ambiente digital estariam abarcadas pela regulação, ainda que a plataforma de aplicação seja sua principal fonte de remuneração. Logo, sob esse aspecto, os analistas credenciados seriam tratados como *finfluencers*, contudo, o termo aqui referido como *finfluencers* abarca tanto os analistas quanto os influenciadores digitais que atuam nos mercados financeiro e de capitais de maneira geral.

Por meio do estudo minucioso da definição de analista de valores mobiliários trazida pela Resolução CVM nº 20/2021³⁹, a fim de compreender a distinção entre a atuação dos

³⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro 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. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol020.html>. Acesso em: 3 jun. 2024.

³⁷ Idem.

³⁸ Idem.

³⁹ Idem.

analistas e a atividade dos *finfluencers*, evidenciam-se os requisitos para a caracterização da atividade de análise: (i) caráter profissional; (ii) elaboração de relatório de análise; (iii) publicação, divulgação ou distribuição de conteúdo a terceiros; e (iv) recomendação de investimentos. Nesta lógica, cada aspecto será explorado sob a ótica dos *finfluencers*.

Quanto ao primeiro requisito, os *finfluencers* são, em sua maioria, profissionais, uma vez que desempenham uma atividade organizada e contínua, fazendo jus ao recebimento de remuneração para tanto. Esse trabalho não é realizado necessariamente por meio das plataformas de aplicação, mas também por meio do atendimento direto de sua audiência, com base na divulgação de conteúdos exclusivos mediante pagamento. Ademais, os influenciadores são comumente convidados a participar de publicidades, instigando a recomendação de produtos de investimento, tanto em suas próprias redes sociais, quanto nas páginas de determinado participante do mercado que os contrata para um trabalho.

A atividade de produção de conteúdo em plataformas de aplicação deve ser entendida como uma atividade profissional na atualidade. Contudo, se o caráter profissional necessariamente advém de qualificação técnica, há nítida distinção entre os analistas e os *finfluencers*, já que, para ser analista de valores mobiliários, é mandatório realizar exames de proficiência, conforme estipula o Anexo A da Resolução CVM nº 20/2021⁴⁰. A CVM se manifestou oportunamente sobre o caráter profissional dos analistas de valores mobiliários no Ofício-Circular nº 13/2020/CVM/SIN:

3. Grifamos o termo “em caráter profissional” para destacar que somente as pessoas que atuam com esse cunho é que necessitam de credenciamento nos termos da ICVM 598 para o exercício da atividade de analista de valores mobiliários. Além da habitualidade, ajudam a caracterizar o serviço profissional quaisquer benefícios, remunerações ou vantagens que se obtenham, de forma recorrente, na oferta dessas recomendações, envolva ou não diretamente numerários, como, por exemplo, a cobrança de taxas de assinatura ou adesão, mensalidades ou anuidades, receitas indiretas recebidas em função dos acessos de terceiros, ou quaisquer outras, que assim, podem atrair a competência da CVM e demarcar esse caráter profissional da atividade.

4. Assim, manifestações nas redes sociais ou por qualquer outro meio, ainda que contenham opinião sobre valores mobiliários, mas que não evidenciem o exercício desse ofício de forma profissional, não exigem prévio credenciamento na forma da ICVM 598.

5. Destacamos o que 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.

6. A propósito, a moderação na linguagem utilizada é outro parâmetro avaliado no conteúdo da manifestação para caracterizar ou não se há serviço profissional prestado, afinal, mensagens de teor mais assertivo ou apelativo reforçam a configuração de uma

⁴⁰ Idem.

tentativa do agente de convencer e induzir os destinatários a segui-lo, de forma a que eles “possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento” (parte final do §1º acima transcrito).⁴¹

Quanto ao segundo requisito, a fim de contemplar a atividade dos influenciadores, o conceito de relatório de análise deve ser explorado de forma extensiva. Como visto, a própria Resolução CVM nº 20/2021 estabelece uma definição de relatório de análise que não abrange perfeitamente a realidade dos influenciadores digitais, o que pode acarretar uma redefinição do conceito por uma eventual edição da norma pela CVM. No entanto, uma interpretação extensiva do dispositivo permite a conclusão de que os pronunciamentos em âmbito digital constituem exposições públicas.

A CVM tenta suprir esse atraso da norma em acompanhar o desenvolvimento da internet e das redes sociais por meio da emissão de Ofícios Circulares com interpretações mais atuais acerca da atividade dos analistas. Neste contexto, antes da edição da Resolução CVM nº 20/2021, o Ofício Circular CVM/SIN 2/2019 trazia uma interpretação no sentido de que os relatórios de análise também são apresentados em âmbito virtual, no entanto, não fazem menção à possibilidade de divulgação de informações por meio de redes sociais:

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

- Transmissões ao vivo em salas de conversa on-line;
- Acompanhamento diário durante o pregão online;
- Realização de operações ao vivo, com comentários sobre tendências de determinada ação, indicação da hora ou do momento adequado para comprar ou vender;
- Divulgação de operações, decididas com o auxílio da análise gráfica ou fundamentalista, com a indicação ostensiva de rentabilidade histórica e oportunidades de investimento por meio de transmissões ao vivo durante o pregão.⁴²

A fim de remediar a ausência de normativa clara sobre a produção de conteúdo relativo à análise de valores mobiliários no âmbito das redes sociais, a Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (“APIMEC”) apresentou sugestões no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023 da CVM⁴³. A manifestação da APIMEC propõe a alteração da nomenclatura de “relatório de análise” para “conteúdo de análise”, com intuito

⁴¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício-Circular nº 13/2020/CVM/SIN. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sin/anexos/oc-sin-1320.pdf>

⁴² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício-Circular nº 2/2019/CVM/SIN. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sin/anexos/oc-sin-0219.pdf>

⁴³ APIMEC. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 29 de fevereiro de 2024, p. 3. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_APIMEC.pdf. Acesso em: 5 jun. 2024.

de refletir o avanço das tecnologias e as formas diferenciadas que surgiram no uso de ferramentas do espaço virtual para ofertar os serviços de análise. Ainda que a CVM não realize nova resolução ou não altere a Resolução CVM nº 20/2021 para contemplar este conceito, poderiam ser publicados, no mínimo, ofícios que demonstrem diferentes interpretações para o conceito de “relatório de análise”.

Neste contexto, a definição de conteúdo de análise almeja incluir formatos de mídias atuais, que ganharam repercussão recentemente, tais como lives e podcasts. Há *finfluencers* que atuam efetivamente na produção de “relatórios de análise”, conforme previsto na resolução, mas há outros que produzem apenas “conteúdos de análise”, e, conseqüentemente, encontram-se à margem da regulação. O intuito da alteração é permitir que ambas as hipóteses sejam reguladas.

Quanto ao terceiro requisito, o cerne da atuação dos *finfluencers* consiste na publicação de conteúdos voltados para terceiros, especificamente por meio do ambiente das plataformas de aplicação. Os influenciadores digitais, de maneira geral, utilizam o espaço virtual para se posicionar diante de uma audiência vasta e difusa, portanto, cumprem com o requisito da divulgação que caracteriza o analista.

Ainda, para que a atividade do *finfluencer* seja compreendida como uma atividade análoga à exercida pelo analista, cabe acrescentar o quarto requisito, o elemento da recomendação profissional de investimento, previsto na Resolução CVM nº 20/2021⁴⁴, como outra característica que deve estar presente na atividade do *finfluencer* a fim de categorizá-lo como analista. A distinção que se pretende fazer com a adição do elemento da recomendação de investimento nesta análise é entre os *finfluencers* que exercem tipicamente atividade de analista de valores mobiliários e os *finfluencers* que publicam conteúdos meramente educacionais.

Para categorizar os *finfluencers* que exercem tipicamente a atividade de analista de valores mobiliários, devem ser cumpridos os quatro requisitos trazidos pela Resolução CVM nº 20/2021, com destaque para o elemento da recomendação de investimento. Nesta hipótese, o *finfluencer* utiliza de seu renome, prestígio ou título, mesmo que este não seja reconhecido como um título hábil a atividade de análise pela CVM, para influir no processo decisório de seu público a realizar operações com determinado ativo a partir de publicações em plataformas de

⁴⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro 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. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol020.html>. Acesso em: 3 jun. 2024.

aplicação. A recomendação de investimento deve ser demonstrada presente para que o *finfluencer* seja tipificado como analista de valores mobiliários.

Este entendimento é levantado pela BSM Supervisão de Mercados (“BSM”) em sua manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023 da CVM, em que foram apresentados breves apontamentos sobre como a questão da atividade de análise desempenhada por *finfluencers* é regulada pela Securities and Exchange Commission (“SEC”)⁴⁵:

38. Por sua vez, a U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) exige que os Influenciadores divulguem publicamente informações sobre sua experiência, qualificação, histórico de negócios, potenciais conflitos de interesse e qualquer compensação que recebam pela promoção de produtos financeiros

39. Com isso, a SEC pode tomar medidas de fiscalização e aplicar penalidade caso identifique violações de tais regras. Além disso, a SEC pode considerar que os Influenciadores que ofereçam recomendações de investimento ou promovam produtos financeiros específicos são analistas de valores mobiliários, o que significa que esses Influenciadores podem precisar se registrar como tal e cumprir com as obrigações de divulgação exigidas pela SEC.

Distinto é o caso dos *finfluencers* que promovem conteúdos educacionais sobre os mercados financeiro e de capitais, os quais não estão sob regulação da CVM. Segundo o Edital de Consulta Pública SDM nº 04/2023:

Cabe esclarecer que a oferta e prestação de serviços educacionais que tenham por objetivo ensinar conceitos sobre operações no mercado de valores mobiliários sem que se trate de recomendações de investimento não estão sob regulação da CVM.

[...]

No entanto, caso o prestador do serviço se utilize de informações não verdadeiras, como por exemplo ostentar por meio de publicidade resultados positivos com operações em valores mobiliários que não condizem com a realidade, com o intuito de captar investidores para cursos ou mentorias, pode caracterizar, em tese, crime de propaganda enganosa que, apesar de não estar na competência da CVM, poderá ser levado ao conhecimento do Ministério Público para as providências cabíveis.⁴⁶

O Ofício-Circular nº 13/2020/CVM/SIN também pontua:

Convêm também esclarecer que a oferta e prestação de serviços educacionais que tenham por objetivo ensinar conceitos sobre operações no mercado de valores mobiliários sem que se trate de recomendações de investimento não estão sob regulação da CVM. No entanto, caso o prestador do serviço se utilize de informações não verdadeiras, como por exemplo ostentar por meio de publicidade resultados positivos com operações em valores mobiliários que não condizem com a realidade, com o intuito de captar investidores para cursos ou mentorias, pode caracterizar, em

⁴⁵ BSM Supervisão de Mercados. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024, p. 13. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_BSM_Supervi_sao_de_Mercados.pdf

⁴⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Consulta Pública SDM nº 04/2023. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_Edital.pdf

tese, crime de propaganda enganosa que, apesar de não estar na competência da CVM, poderá ser levado ao conhecimento do Ministério Público para as providências cabíveis.⁴⁷

Sobre o limite entre o cunho educacional e a atividade de análise, a CVM se manifestou no Ofício-Circular nº 2/2019/CVM/SIN:

11. Importante aspecto a se avaliar nessas circunstâncias é se o agente envolvido realiza a atividade de forma profissional. Nesse sentido, qualquer benefício, remuneração ou vantagem que se obtenha na oferta dessas recomendações, envolva ou não diretamente numerários, como, por exemplo, a cobrança de taxas de assinatura ou adesão, mensalidades ou anuidades, receitas indiretas recebidas em função dos acessos de terceiros, ou quaisquer outras, pode atrair a competência da CVM e demarcar o caráter profissional da atividade.

12. Nesse contexto se insere, também e por exemplo, formas de remuneração mais típicas do meio acadêmico (como a cobrança de taxas de inscrição ou mensalidades para a participação “em cursos”), sempre que a área técnica identificar que tais formas de cobrança têm o objetivo de iludir investidores e o mercado a respeito da real natureza, alcance e escopo das recomendações efetuadas pelo envolvido.11. Também é digno de nota que a forma, veículo ou plataforma pela qual se dá a oferta é irrelevante para a caracterização ou não da irregularidade. Assim, pode ser caracterizada a irregularidade por meio da estruturação de website dedicado à oferta desses serviços; com a manutenção de canais em provedores de conteúdo ou redes sociais (Youtube, Instagram, Facebook, etc.); com a divulgação em veículos de comunicação quaisquer (Whatsapp, Telegram, etc.), ou por qualquer outro meio em que se alcance uma indeterminação de investidores.⁴⁸

A conclusão inferida é de que os *finfluencers* que exercem tipicamente atividade de analista de valores mobiliários sem o devido credenciamento estão cumprindo os requisitos para o exercício irregular de uma profissão do mercado de capitais. Neste sentido, a Lei nº 6.385/1976 disciplina, no art. 27-E, o ilícito penal de atuar como analista de valores mobiliários sem o devido registro na CVM⁴⁹. Além disso, de acordo com o Ofício-Circular nº 13/2020/CVM/SIN:

7. Importante alertar que utilizar as redes sociais para se manifestar sobre valores mobiliários, ainda que em caráter não profissional, pode constituir infração administrativa prevista na Instrução CVM nº 8/79 e sujeita às penas previstas no artigo 11 da Lei nº 6.385/76, caso tenha por objetivo criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipular preços, realizar operações fraudulentas ou viabilizar práticas não equitativa, para tentar auferir vantagem para si ou para terceiros, sem prejuízo de poder configurar em tese crime contra o mercado de capitais, nos termos do artigo 27-C da Lei nº 6.385/76.

⁴⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício-Circular nº 13/2020/CVM/SIN. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sin/anexos/oc-sin-1320.pdf>

⁴⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício-Circular nº 2/2019/CVM/SIN. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sin/anexos/oc-sin-0219.pdf>

⁴⁹ BRASIL. Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 3 jun. 2024.

Por sua vez, os *finfluencers* educacionais desempenham uma atividade *sui generis*, distinta da análise de valores mobiliários, haja vista que se limitam a prestar esclarecimentos e emitir opiniões sobre diferentes aspectos dos mercados financeiro e de capitais de forma generalizada.

Portanto, os influenciadores digitais que atuam sem a iniciativa de recomendar investimento ou de dolosamente influir no processo decisório de sua audiência merecem um tratamento diferenciado, a menos que a atividade educacional esbarre no limiar da análise de valores mobiliários. É necessário que a regulação procure diferenciar e exigir a credencial de quem recomenda investimento, não de quem ensina sobre investimentos.

Em síntese, o influenciador digital se torna o possível destinatário de uma regulação quando exerce atividade tipicamente profissional do mercado que já é regulada pela CVM, apesar de a regulação não ter acompanhado o célere desenvolvimento das tecnologias que possibilitaram o exercício profissional de análise no âmbito das redes sociais. Neste sentido, considerando as análises expostas no presente capítulo, os influenciadores em relação aos mercados financeiro e de capitais podem ser categorizados em quatro espécies: influenciadores que não tratam de temas financeiros, mas realizam publicidade para participantes do mercado; influenciadores que divulgam somente conteúdos relacionados à educação financeira; influenciadores que atuam como assessores de investimentos; e influenciadores que realizam a atividade de analistas de valores mobiliários.

Os influenciadores que exercem a mera publicidade institucional ou das marcas dos participantes do mercado, bem como os *finfluencers* que trabalham apenas com a divulgação de conhecimentos de educação financeira, inicialmente, não devem ser regulados pela autarquia ou pela autorregulamentação do mercado. Os demais influenciadores, que exercem as atividades de assessoria de investimentos ou de análise de valores mobiliários, reguladas pela CVM, podem ser tratados como profissionais do mercado quando observados os requisitos essenciais dessas atividades na atuação dos agentes digitais.

O cenário é outro quando o influenciador digital, *finfluencer* ou não, estabelece uma relação contratual com um participante do mercado, a fim de prestar um serviço de publicidade para a instituição financeira contratante. Neste contexto, a relação contratual se torna objeto de passível de regulação, tendo em vista que advém de um acordo de vontades exercido por um agente regulado do mercado com uma parte que não necessariamente exerce uma atividade regulada.

CAPÍTULO II – AS PARTICULARIDADES DA RELAÇÃO ENTRE OS INFLUENCIADORES DIGITAIS E OS PARTICIPANTES DO MERCADO

2.1. ASPECTOS DAS CONTRATAÇÕES DE INFLUENCIADORES DIGITAIS

A ampla repercussão da atividade dos influenciadores digitais naturalmente atrai a atenção das instituições financeiras participantes do mercado, que conseqüentemente procuram os *finfluencers* para estabelecer parcerias, a fim de desenvolver projetos de marketing digital e se aproveitar do alcance e do engajamento dos influenciadores financeiros para divulgar seus serviços.

Essas relações são proveitosas para ambas as partes, tendo em vista que o público atribui mais credibilidade aos influenciadores associados a marcas sólidas, enquanto os participantes do mercado usufruem de um novo canal para atrair clientes em potencial, principalmente porque o trabalho dos influenciadores é pautado em discursos simples, capazes de atingir um público vasto e variado.

Neste cenário, a ANBIMA faz um trabalho de mapeamento sobre as relações estabelecidas entre os influenciadores financeiros e os participantes do mercado no relatório FInfluence.⁵⁰ Nas primeiras edições do relatório, a ANBIMA reuniu os nomes dos influenciadores e das instituições com as quais possuem parcerias de forma manual, analisando cada perfil de *finfluencer* nas redes sociais.

Na última edição, esses dados não foram apresentados, tendo em vista que a ANBIMA relatou uma preocupação sobre a clareza das informações coletadas manualmente. Em contrapartida, a previsão é de que, na próxima edição, será possível realizar um mapeamento com base na supervisão da ANBIMA sobre as instituições aderentes ou associadas, uma vez que a entidade autorreguladora publicou novas regras sobre a contratação de influenciadores em 2023. Apesar de o relatório não identificar os influenciadores e os participantes de mercado, a ANBIMA reuniu dados numerosos acerca dessas interações:

No segundo semestre de 2023, foram mapeadas 313 interações entre influenciadores e empresas do mercado, queda de 14% em relação às 364 registradas no FInfluence 5. Considerando o universo de 534 *finfluencers* deste relatório, 148 tiveram algum tipo de relação com instituições do mercado, recuo de 40,6% em relação aos seis primeiros meses do ano (foram 249 na quinta edição).

⁵⁰ ANBIMA. FInfluence – Quem fala de investimentos nas redes sociais. 6ª edição, 2024. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos-6.htm

Desses 148 influencers, 80 interagiram com instituições que seguem nossos códigos de autorregulação. Outros 45 se relacionaram com casas não vinculadas, enquanto 23 tiveram interações nos dois grupos.

Nesta edição, não abriremos os nomes dos influenciadores e das empresas com as quais eles têm parcerias, como fazíamos desde o primeiro estudo. Até agora temos mapeado essas relações comerciais de forma manual nas quatro redes sociais que monitoramos, além do LinkedIn, que, por não ter API aberta, só é analisado nesta seção. No entanto, como nem sempre elas eram claras, algumas podem ficar de fora do mapeamento.

A partir da próxima edição voltaremos a abrir essas parcerias, usando como base as informações repassadas à nossa Supervisão pelas instituições que seguem os nossos códigos e contratam influenciadores para ações publicitárias. Isso será possível porque a nossa autorregulação, que entrou em vigor em novembro de 2023, prevê, entre outros pontos, que os criadores de conteúdo deixem claro quando estiverem propagando de produtos e serviços de investimento e que as empresas forneçam para a ANBIMA a lista de influenciadores parceiros.⁵¹

Evidentemente, uma vez que a prática de contratação de influenciadores é rotineira no mercado atual, o estudo jurídico sobre as relações contratuais entre influenciadores e participantes do mercado precisa ser realizado com o objetivo de sinalizar se as instituições financeiras estão atuando com a diligência necessária na divulgação de seus serviços e produtos, conforme a regulação requer com relação às outras atividades profissionais do mercado análogas às realizadas pelos *influencers*.

Até o presente momento, o arcabouço legislativo brasileiro que trata sobre atividades realizadas no âmbito virtual ainda é limitado. Não há legislação que discipline especificamente a figura do influenciador digital e sua atuação, o que dificulta sua caracterização em termos de natureza jurídica. Contudo, o direito civil vigente possui alguns parâmetros para enquadrar as relações que o influenciador desempenha.

A contratação de um influenciador digital pode ser feita por contratos típicos, conforme previsão em lei, ou atípicos. Tendo em vista que não há referências legais e doutrinárias que especifiquem as espécies de contratos celebrados pelos influenciadores digitais, serão indicadas a seguir algumas modalidades contratuais que possuem objetos referentes ao escopo de atuação dos influenciadores digitais e podem ser celebrados por esses agentes em sua atividade profissional. Em síntese, dentre as formas mais comuns de contratações exercidas pelos influenciadores digitais no mercado atual, podem figurar as modalidades de contrato de agência, de prestação de serviços, de parceria e de patrocínio.

O contrato de agência consiste na contratação entre o proponente e o agente, para que este atue como um promotor dos negócios do primeiro. Neste sentido, o agente fomenta e

⁵¹ Idem.

promove o negócio do agenciado, podendo intermediá-lo e fazer jus a comissões⁵². Esta espécie de contrato está prevista no Código Civil, tendo em vista os elementos indicados no art. 710:

Art. 710. Pelo contrato de agência, uma pessoa assume, em caráter não eventual e sem vínculos de dependência, a obrigação de promover, à conta de outra, mediante retribuição, a realização de certos negócios, em zona determinada, caracterizando-se a distribuição quando o agente tiver à sua disposição a coisa a ser negociada.⁵³

No contexto dos influenciadores digitais, estes são frequentemente agenciados por sociedades que se especializam na atividade de relações públicas especificamente para influenciadores digitais. Neste sentido, o agenciamento de um influenciador visa proporcionar a gestão da carreira do profissional, de modo que o agente pode se posicionar em favor do agenciado em negociações de contratos de publicidade com anunciantes.

No entanto, uma vez que os influenciadores figuram como parte nos contratos celebrados e atuam na atividade de publicidade em função dos participantes, por mais que as agências intervenham nas negociações, estas não são responsáveis por concluir as atribuições determinadas pelo contrato e não possuem responsabilidades com relação à atuação publicitária. Conforme explica Gonçalves, na relação entre agente e agenciado, o primeiro apenas fomenta o negócio em caráter preliminar à sua conclusão:

O agente atua como promotor de negócios em favor de uma ou mais empresas, em determinadas praças. Não é corretor, porque não efetua a conclusão dos negócios jurídicos. Não é mandatário, nem procurador, nem tampouco empregado ou prestador de serviço no sentido técnico. Fomenta o negócio do agenciado, mas não o representa, nem com ele possui vínculo trabalhista. Efetua a coleta de propostas ou pedidos para transmiti-los ao representado. Promove o negócio, mas nada obriga que o conclua. Pode até intermediar e fazer jus a comissões, mas tal circunstância não o transforma em corretor nem em mandatário.

Como exemplos de pessoas que exercem essa atividade podem ser citados os agentes de seguros, de aplicações financeiras, de atividades artísticas, podendo ser lembrada, ainda, a atividade do agente que se encarrega de indicar novos atletas de futebol ou de outro esporte para determinada agremiação esportiva. A atividade do agente limitar-se-á aos atos preparatórios que lhe foram incumbidos: prepara o negócio em favor do agenciado, mas não o conclui necessariamente.⁵⁴

Outra espécie típica de contrato que poderá ser celebrada pelo influenciador a fim de exercer a atividade publicitária é a de prestação de serviços. Neste contexto, o objeto do contrato prevê o trabalho de marketing digital de influência, mediante o recebimento de uma

⁵² GONÇALVES, Carlos Roberto. Direito Civil Brasileiro, v. 3, Contratos. 2021. p. 173

⁵³ BRASIL. Lei nº 10.406, de 20 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/2002/L10406compilada.htm. Acesso em: 3 jun. 2024.

⁵⁴ GONÇALVES, Carlos Roberto. Direito Civil Brasileiro, v. 3, Contratos. 2021. p. 173

remuneração ou de um benefício, podendo a contraprestação figurar na modalidade de permuta. De acordo com Gonçalves, esta espécie de contrato pode prever como objeto o trabalho intelectual e possui forma livre, uma vez que pode ser celebrado verbalmente ou por escrito:

Dispõe o art. 594 do Código Civil que “toda a espécie de serviço ou trabalho lícito, material ou imaterial, pode ser contratada mediante retribuição”. Desse modo, seja qual for a sua natureza, qualquer serviço, desde que lícito, pode ser objeto do aludido contrato, não se fazendo distinção entre trabalho braçal ou intelectual.

Trata-se de contrato bilateral ou sinalagmático, porque gera obrigações para ambos os contratantes. O prestador assume uma obrigação de fazer perante o dono do serviço, que, por sua vez, compromete-se a remunerá-lo pela atividade desenvolvida.

[...]

Por trazer benefícios ou vantagens para um e outro contratante, a prestação de serviço é também contrato oneroso. A remuneração é paga por aquele que contrata o prestador. Trata-se de um direito do trabalhador, como contraprestação à sua atividade laboral, sendo ajustada normalmente sob a forma de retribuição pecuniária.

[...]

A prestação de serviço é também contrato consensual, uma vez que se aperfeiçoa mediante o simples acordo de vontades. É, ainda, contrato não solene, porque pode ser celebrado verbalmente ou por escrito.⁵⁵

As demais modalidades de contrato estudadas a seguir são consideradas modalidades atípicas, tendo em vista que não possuem previsão específica no Código Civil. Neste sentido, tanto os contratos de patrocínio, como os de parceria, são considerados válidos se respeitarem os requisitos mínimos para a validade de qualquer tipo de contrato, dispostos no Código Civil, bem como os princípios norteadores do direito contratual pátrio. O doutrinador Carlos Roberto Gonçalves traduz esse entendimento em uma breve definição do conceito de contrato atípico:

Contrato atípico é o que resulta de um acordo de vontades não regulado no ordenamento jurídico, mas gerado pelas necessidades e interesses das partes. É válido, desde que estas sejam capazes e o objeto lícito, possível, determinado ou determinável e suscetível de apreciação econômica. Ao contrário do contrato típico, cujas características e requisitos são definidos na lei, que passam a integrá-lo, o atípico requer muitas cláusulas minudenciando todos os direitos e obrigações que o compõem. Essas noções, aceitas na doutrina, foram convertidas em preceito legal, no atual diploma civil.⁵⁶

Em suma, segundo disposição do art. 425 do Código Civil, “*É lícito às partes estipular contratos atípicos, observadas as normas gerais fixadas neste Código*”. Portanto, de acordo com as normas gerais do Código Civil, os contratos atípicos serão válidos quando observarem os seguintes requisitos, comuns a quaisquer contratos: capacidade civil das partes, manifestação de vontades, consentimento e objeto lícito e determinado.

⁵⁵ Idem, p. 137-138

⁵⁶ Idem, p. 20

Os contratos de parceria são uma modalidade comumente observada nas relações estabelecidas pelos influenciadores digitais no exercício de sua profissão. Trata-se de um contrato que não possui previsão legal e consiste em um contrato atípico, portanto, não há elementos específicos que constituam o contrato de parceria celebrado entre influenciador digital e anunciante. O mercado utiliza essa nomenclatura para tais contratos usualmente, no entanto, não há uma definição doutrinária ou legal para determinar essa relação contratual.

Por fim, o contrato de patrocínio, embora não esteja previsto no Código Civil, possui sua definição aproximada pela Lei nº 8.313, de 23 de dezembro de 1991, denominada Lei Federal de Incentivo à Cultura, que objetiva estimular e fomentar a produção, a preservação e a difusão cultural. De acordo com o art. 23 da referida lei, também conhecida como Lei Rouanet:

Art. 23. Para os fins desta lei, considera-se:

I - (Vetado)

II - Patrocínio: a transferência de numerário, com finalidade promocional ou a cobertura, pelo contribuinte do imposto sobre a renda e proventos de qualquer natureza, de gastos, ou a utilização de bem móvel ou imóvel do seu patrimônio, sem a transferência de domínio, para a realização, por outra pessoa física ou jurídica de atividade cultural com ou sem finalidade lucrativa prevista no art. 3º desta lei.⁵⁷

Neste contexto, a relação de patrocínio consiste em um acordo comercial em que, por meio da recepção de financiamento ou apoio, o patrocinador autoriza a associação entre sua imagem, sua marca ou produtos ao patrocinado, a fim de que este as promova. A definição de patrocínio postulada na Lei Rouanet não indica os elementos constitutivos de um contrato de patrocínio, o que corrobora com o entendimento de que este contrato possui uma forma livre. Em suma, os influenciadores poderão fazer uso desta modalidade atípica de contrato caso entendam que sua divulgação de conteúdo consista em atividade cultural com ou sem finalidade lucrativa, na medida em que recebam remuneração com a finalidade promocional.

A fim de suprir a omissão legal sobre os direitos e deveres dos influenciadores digitais no exercício de sua atividade profissional, o mercado recorre a autorregulamentações para delimitar os princípios norteadores das relações de marketing de influência. O Conselho Nacional de Autorregulamentação Publicitária (“CONAR”) consiste em uma organização não governamental que fiscaliza as questões éticas das propagandas publicitárias no Brasil. A fim de garantir a observância de determinados parâmetros éticos, o CONAR desenvolveu o Código

⁵⁷ BRASIL. Lei nº 8.313, de 23 de dezembro de 1991. Restabelece princípios da Lei nº 7.505, de 2 de julho de 1986, institui o Programa Nacional de Apoio à Cultura (Pronac) e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L8313cons.htm. Acesso em: 3 jun. 2024.

Brasileiro de Autorregulamentação Publicitária (“CBAP”)⁵⁸, em que constam regras que delimitam a atuação publicitária em geral, bem como editou o Guia de Publicidade por Influenciadores Digitais, em 2021. Inicialmente, o Guia estabelece os critérios que definem a publicidade exercida por influenciadores:

É assim considerada para a autorregulamentação publicitária a mensagem de terceiro destinada a estimular o consumo de bens e/ou serviços, realizada pelos chamados Influenciadores Digitais, a partir de contratação pelo Anunciante e/ou Agência. Em geral, três elementos cumulativos são necessários para caracterizar a referida publicidade:

- I. A divulgação de produto, serviço, causa ou outro sinal a eles associado;
- II. A compensação ou relação comercial, ainda que não financeira, com Anunciante e/ou Agência; e
- III. A ingerência por parte do Anunciante e/ou Agência sobre o conteúdo da mensagem (controle editorial na postagem do Influenciador).

O terceiro requisito previsto, a ingerência por parte do Anunciante e/ou Agência, também chamada de controle editorial, configura a contratação (formal ou informal), por meio da qual se solicite ou sugira a divulgação publicitária, com maior ou menor detalhamento de conteúdo, tempo, frequência ou forma de postagem a serem propostos ao Influenciador.⁵⁹

Tendo em vista os elementos constitutivos da atividade publicitária exercida pelos influenciadores digitais, conforme dispõe o Guia do CONAR, é necessário que as contratações realizadas entre os agentes digitais e as instituições financeiras delimitem como deve ser feito o conteúdo que será publicado. As diretrizes deverão ser dadas ao influenciador conforme o controle editorial do contratante em si ou de anunciante ou agência delegados pelo contratante, a fim de garantir que a publicidade será feita com a devida diligência. Neste contexto, o influenciador poderá discutir as condições da proposta editorial em conjunto com o contratante, a fim de atingir uma proposta de ação publicitária favorável para ambas as partes por meio de um acordo de vontades, contanto que essa proposta não viole o padrão ético do CONAR.

A diligência dada sobre o material publicitário a ser produzido pelos influenciadores por meio do controle gerencial é uma prática recomendada também pela BSM, que dispõe, em sua Nota de Orientação 20/2023⁶⁰, a possibilidade de o participante do mercado avaliar o conteúdo que será divulgado, a fim de verificar se figura alguma das hipóteses de irregularidade no projeto publicitário, conforme listadas:

⁵⁸ CONAR. Código Brasileiro de Autorregulamentação Publicitária. Disponível em: <http://www.conar.org.br/codigo/codigo.php>

⁵⁹ CONAR. Guia de Publicidade por Influenciadores Digitais. 2021. Disponível em: http://conar.org.br/pdf/CONAR_Guia-de-Publicidade-Influenciadores_2021-03-11.pdf

⁶⁰ BSM Supervisão de Mercados. Nota de Orientação 20/2023-BSM, de 5 de setembro de 2023. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/NO-BSM-20-2023-Influenciadores-Digitais.pdf>

Nesse sentido, recomenda-se que os materiais publicados pelos Influenciadores para divulgação de produtos e serviços a eles atrelados, no âmbito do contrato, sejam examinados pelo Participante, com o intuito de identificar, por exemplo:

- 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;
- III. manifestações que tenham potencial para fomentar a ocorrência de operações fraudulentas ou práticas não equitativas;
- IV. tentativa de auferir vantagem de natureza irregular para o Influenciador ou para terceiros, por meio de manifestações tendenciosas de sua parte sobre ativos;
- V. divulgação de informações inverídicas, incompletas ou inconsistentes;
- VI. uso de linguagem pouco clara ou dúbia;
- VII. tentativa de induzir os investidores a erro de avaliação sobre sua decisão de investimento;
- VIII. comentários sobre tendências, com indicação da hora ou do momento adequado para comprar ou vender, por exemplo; e
- IX. expressões que indiquem ou sugiram promessas de resultados financeiros irrealis, desproporcionais ou incompatíveis com a atuação do investidor médio, com o uso de termos como “renda certa”, “ganho certo”, “rentabilidade garantida”.

Conforme visto inicialmente, apesar de a legislação geral sobre as diversas modalidades contratuais não dispor sobre a necessidade de os contratos serem formalmente instrumentalizados em documentos escritos, a autorregulamentação se manifesta majoritariamente em favor dos documentos escritos. Tendo em vista que os contratos celebrados por influenciadores digitais são atípicos e possuem características singulares que os diferem de demais contratos, as entidades autorreguladoras esclarecem que a formalização dos contratos em documentos escritos facilita a análise das relações contratuais e garante maior segurança jurídica para ambas as partes.

Neste sentido, a Associação Brasileira dos Agentes Digitais (“ABRADI”), entidade de classe, sem fins lucrativos, que defende os interesses das sociedades desenvolvedoras de serviços digitais no Brasil, possui o entendimento favorável sobre a forma escrita das contratações realizadas por influenciadores digitais, conforme apresenta no Código de Conduta para Agências Digitais na Contratação de Influenciadores. Em primazia da segurança jurídica, ABRADI ressalta a importância da celebração de contrato escrito, uma vez que tratativas não formalizadas podem não ser consideradas eventual conflito jurídico, portanto, recomenda:

Manter como prática permanente o cumprimento da legislação na contratação de influenciadores para campanhas publicitárias digitais, mediante contrato específico, conferindo profissionalismo e legitimidade aos acordos. Tratativas verbais, troca de e-mails e/ou de mensagens instantâneas podem não ser considerados caso ocorra um eventual conflito jurídico.⁶¹

⁶¹ ABRADI. Código de Conduta para Agências Digitais na Contratação de Influenciadores. 2021. Disponível em: <https://abradi.com.br/wp-content/uploads/2017/07/Abradi-Influenciadores.pdf>

No mesmo sentido, a BSM recomendou, por meio das disposições da Nota de Orientação 20/2023-BSM, que as contratações efetuadas entre influenciadores digitais e participantes do mercado sejam baseadas em instrumento formal, com cláusulas que reflitam os princípios apontados no documento:

Quando o Participante optar por se relacionar contratualmente com Influenciadores, é aconselhável elaborar instrumento formal de contratação, contendo cláusulas que busquem refletir os princípios apontados nesta Nota de Orientação. É recomendado dar ciência formal aos Influenciadores desta Nota de Orientação.⁶²

Adicionalmente, a Nota de Orientação 20/2023 da BSM também indica que os instrumentos contratuais prevejam penalidades contratuais, com a finalidade de identificar, prevenir e coibir infrações previstas na regulamentação em vigor, tais como o exercício de atividade regulada sem autorização da CVM, conflitos de interesses relacionados aos deveres fiduciários que norteiam o exercício da atividade de intermediação, bem como ilícitos de mercado. Destacam-se, deste último grupo, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de ativos, manipulação de preços, realização de operações fraudulentas, uso de práticas não equitativas, dentre outros ilícitos.⁶³

Outro aspecto tratado pela BSM em sua Nota de Orientação 20/2023, se refere aos padrões de idoneidade e de ética do mercado, no sentido de que os influenciadores não devem realizar a promoção de determinados produtos de investimento ou de instituições participantes em prejuízo de demais agentes que atuem no mercado como concorrentes. Neste sentido, é vedada a publicidade realizada com base em depreciações, atribuição de prática de ilícitos ou questionamento sobre elementos reputacionais de outro participante, tais como capacidade técnica, padrões éticos ou hígidez institucional. A BSM recomenda que os contratos prevejam cláusula que determine essa conduta ética.⁶⁴

A norma autorregulatória mais clara que trata da contratação de influenciadores digitais por instituições financeiras que atuam na qualidade de distribuidores são as Regras e Procedimentos do Código de Distribuição de Produtos de Investimento da ANBIMA⁶⁵. O art.

⁶² BSM Supervisão de Mercados. Nota de Orientação 20/2023-BSM, de 5 de setembro de 2023. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/NO-BSM-20-2023-Influenciadores-Digitais.pdf>

⁶³ Idem.

⁶⁴ Idem.

⁶⁵ ANBIMA. Regras e Procedimentos do Código de Distribuição. 2023. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/43/C3/3E/B8/EF73D81019A513D8EA2BA2A8/RP%20do%20Codigo%20de%20Distribuicao_30.11.23.pdf

35 destas Regras e Procedimentos especifica categoricamente a estrutura que deve ser observada pelos contratos celebrados entre *finfluencers* e distribuidores:

Art. 35. Sem prejuízo da regulação vigente, o contrato entre os distribuidores e os influenciadores digitais deve conter, no mínimo:

I. Descrição detalhada do escopo e do tipo de publicidade a ser feita, incluindo, mas não se limitando a:

- a. 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;
- b. Quais os meios autorizados para divulgação da publicidade; e
- c. Se o influenciador digital desempenhará atividade que seja regulada.

II. Obrigação de o influenciador digital exercer as ações de publicidade com boa-fé, transparência e diligência, empregando o cuidado que toda pessoa prudente e diligente costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, evitando conflitos de interesse, concorrência desleal e zelando pelo cliente;

III. Número de inserções a serem feitas nas mídias sociais e sua periodicidade, quando aplicável;

IV. 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 os distribuidores que o contrataram;

V. Descrição da remuneração do influenciador digital, ainda que a remuneração seja não pecuniária;

VI. Obrigação de o influenciador digital desempenhar suas funções no limite estabelecido pelo contrato;

VII. Procedimento que será adotado pelos distribuidores para monitorar a atuação do influenciador digital, de modo a garantir que o disposto no contrato, assim como neste normativo, conforme aplicável, seja cumprido; e

VIII. Vigência do contrato, especificando se a contratação é por prazo determinado ou indeterminado.

As mesmas disposições foram reproduzidas no art. 2º das Regras e Procedimentos para Contratação de Influenciadores Digitais⁶⁶, publicadas pela ANBIMA em 2023, a fim de consolidar um código específico que demonstra a normativa de contratação de influenciadores digitais, tendo em vista a relevância dessas relações contratuais. Neste sentido, a ANBIMA elencou determinadas características típicas dos contratos celebrados por influenciadores, que os diferenciam de demais contratos de patrocínio ou agência.

Dentre os elementos distintivos dos contratos celebrados com influenciadores, destaca-se a previsão do inciso III do art. 35, que indica a necessidade de o contrato prever o número de inserções que serão feitas nas mídias sociais e sua periodicidade. Essa determinação corresponde à ingerência que deve ser feita pelo anunciante ou agência sobre o conteúdo da publicação, também denominado controle gerencial, conforme estipula o Guia de Publicidade

⁶⁶ ANBIMA. Regras e Procedimentos para Contratação de Influenciadores Digitais. 2023. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/29/47/49/82/CDE8A810B1E0B8A8B82BA2A8/1.%20RP%20Influenciador%20digital_13.09.23.pdf

por Influenciadores Digitais do CONAR⁶⁷. Neste sentido, a ANBIMA está de acordo com o entendimento da autorregulação publicitária no sentido de que a contratação de divulgação publicitária deverá detalhar o conteúdo, o tempo, a frequência e a forma de postagem que serão indicados ao influenciador.

Outro elemento típico dos contratos celebrados por influenciadores, contido no inciso IV do art. 35 das Regras e Procedimentos de Distribuição de Produtos de Investimento da ANBIMA, refere-se à obrigação de o influenciador digital fazer referências explícitas em suas publicações de que o conteúdo divulgado constitui ação publicitária patrocinada. Evidentemente, as Regras e Procedimentos para Contratação de Influenciadores Digitais da ANBIMA⁶⁸ refletem os entendimentos do CONAR sobre a importância da transparência das relações contratuais realizadas por influenciadores digitais no exercício da atividade publicitária. Essa exigência também é observada em diversas normativas que tratam dos influenciadores digitais, como será demonstrado oportunamente no próximo tópico.

Merece destaque também o inciso VII, que trata de procedimento adotado pela instituição contratante para fiscalizar a atividade do influenciador no escopo contratual, o que consiste em um dever do participante do mercado na relação contratual. Este consiste em apenas um dos diversos deveres dos participantes em suas relações comerciais que serão esclarecidos ainda neste capítulo.

Em síntese, os contratos precisam ser claros no sentido de garantir a segurança da informação que será passada, principalmente quando a ação publicitária visa a divulgação de conteúdos de mercados financeiro e de capitais. Ainda que diversos influenciadores sejam representados por agências de publicidade como intermediárias de sua atuação, na qualidade de anuentes do contrato e de agentes digitais aos quais foi delegada a atividade publicitária em âmbito digital, os influenciadores devem seguir uma série de regras e deveres recomendados pelas entidades autorreguladoras, conforme será apresentado a seguir. Os participantes do mercado, por outro lado, além de pertencerem ao perímetro regulatório da CVM, tendo em vista que são majoritariamente vinculados a entidades autorreguladoras do mercado de capitais, devem também observar as normas destas instituições.

⁶⁷ CONAR. Guia de Publicidade por Influenciadores Digitais. 2021. Disponível em: http://conar.org.br/pdf/CONAR_Guia-de-Publicidade-Influenciadores_2021-03-11.pdf

⁶⁸ ANBIMA. Regras e Procedimentos para Contratação de Influenciadores Digitais. 2023. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/29/47/49/82/CDE8A810B1E0B8A8B82BA2A8/1.%20RP%20Influenciador%20digital_13.09.23.pdf

2.2. DEVERES DOS INFLUENCIADORES DIGITAIS

No cenário de parcerias entre agentes digitais e participantes do mercado para ações no espaço virtual, há uma série de regras e deveres que devem ser observados pelos influenciadores financeiros a fim de garantir a segurança jurídica da ação publicitária e a devida credibilidade às informações que são transmitidas amplamente a públicos numerosos e diversos.

Neste contexto, relação entre influenciador e anunciante deve ser pautada pela transparência, principalmente quando o conteúdo possui caráter publicitário. As entidades demonstram uma preocupação pertinente sobre a questão da transparência do conteúdo publicado no âmbito das redes sociais por influenciadores, uma vez que reconhecem o caráter orgânico do conteúdo produzido por esses agentes digitais e a relação de confiança que se estabelece entre o influenciador e demais usuários que o acompanham frequentemente, conhecidos como seguidores.

De acordo com o CONAR, a motivação da postagem deve ser revelada a fim de promover a correta e leal comunicação com o público, bem como atender aos deveres, previstos no CBAP, de ostensividade e de identificação publicitária. Para assegurar o cumprimento das orientações de transparência, o CONAR recomenda como dever do influenciador digital realizar marcações específicas nas publicações feitas nas redes sociais, por meio de uso de ferramentas como *hashtags* e *links*:

O referido conteúdo deve ser claramente identificado como publicitário. Quando não estiver evidente no contexto, é necessária a menção explícita da identificação publicitária, como forma de assegurar o cumprimento deste princípio, por meio do uso das expressões: “publicidade”, “publi”, “publipost” ou outra equivalente, conforme exemplos na tabela anexa, considerando o vocábulo que for compreensível para o perfil de seguidores com quem se pretende comunicar. Levando em conta o volume e diversidade de conteúdos nas redes, enfatiza-se a necessidade atual de adoção padronizada da aplicação dos termos ou ferramentas de identificação publicitária, como forma de garantir a pronta percepção sobre a natureza da mensagem divulgada. Sempre que possível, é recomendável o uso de ferramenta de identificação disponibilizada pelas plataformas. Alternativamente, recomenda-se a menção explícita dos termos indicados, de forma ostensiva e destacada, podendo tal menção ser feita em qualquer elemento das postagens, inclusive legenda, desde que a informação sobre a natureza publicitária seja visível de plano, sem, entretanto, prejudicar a mensagem publicitária.⁶⁹

O entendimento de que devem ser realizadas marcações nas publicações divulgadas em redes sociais também é compartilhado pela ABRADi, que estabelece em seu Código de Conduta

⁶⁹ Idem.

para Agências Digitais na Contratação de Influenciadores disposição semelhante à do Guia de Publicidade por Influenciadores Digitais do CONAR:

Adotar a transparência como posição central e identificar claramente que as peças digitais publicadas por influenciadores contratados são peças publicitárias. Ser transparente é não confundir o público, deixando claro que o influenciador foi remunerado ou beneficiado para endossar a marca/anunciante.

Garantir que as campanhas publicitárias digitais com endosso de influenciadores sejam identificadas explicitamente com a menção “promo”, “publi”, “ad”, “brinde”, “convite” ou utilizando hashtags “#promo”, “#publi”, “#ad”, “#brinde”, “#convite”, tais identificações devem vir na abertura, deixando claro que recebeu o benefício. O influenciador poderá optar pela menção em forma de áudio, foto, vídeo e/ou texto.⁷⁰

As Regras e Procedimentos de Distribuição de Produtos de Investimento da ANBIMA também ressaltam, em seu art. 35, IV, a necessidade de menção expressa na própria publicidade de aviso com teor informativo de que o conteúdo divulgado se trata de publicidade, parceria ou conteúdo patrocinado referente a atividades. Neste caso, não recai sobre o influenciador digital uma obrigação regulamentar, tendo em vista que o agente digital não é autorregulado pela ANBIMA, mas uma obrigação contratual, advinda do contrato celebrado com a instituição aderente ao código da entidade:

IV. 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 os distribuidores que o contrataram;⁷¹

Esta obrigação também foi reproduzida no §1º do art. 2º das Regras e Procedimentos para Contratação de Influenciadores Digitais, com a alteração de “distribuidores” para “instituição participante”, a fim de abranger demais instituições associadas ou aderentes à autorregulação da ANBIMA. Na sequência, o §1º do art. 35 demonstra as modalidades em que a menção de que se trata de conteúdo publicitário poderá ser realizada:

§1º. Para fins do disposto no inciso IV do caput, 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 aos distribuidores (#parceria e #nomedainstituição).⁷²

⁷⁰ ABRADi. Código de Conduta para Agências Digitais na Contratação de Influenciadores. 2021. Disponível em: <https://abradi.com.br/wp-content/uploads/2017/07/Abradi-Influenciadores.pdf>

⁷¹ ANBIMA. Regras e Procedimentos do Código de Distribuição. 2023. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/43/C3/3E/B8/EF73D81019A513D8EA2BA2A8/RP%20do%20Codigo%20de%20Distribuicao_30.11.23.pdf

⁷² Idem.

O aspecto da transparência é relevante no contexto das contratações celebradas entre *finfluencers* e participantes do mercado, essencialmente porque o conteúdo publicitário produzido pelo *finfluencer* aborda uma temática que influencia as movimentações do mercado. Neste sentido, a AIR da ASA pontua esse entendimento com relação à influência negativa que pode ser exercida sobre os investidores na falta de diligência por parte do produtor do conteúdo digital sobre finanças e investimentos:

Quando falamos de investimento e valores mobiliários específicos, a falta de transparência acerca do fato de que tal opinião consiste em conteúdo patrocinado, pode gerar danos a investidores e à credibilidade e higidez geral do mercado. Aos primeiros, porque podem ser influenciados a adquirir produtos e serviços inadequados ao seu perfil, ou então executar operações financeiras as quais não executariam caso contrário, acarretando em uma situação comparativamente desfavorável. Em relação à credibilidade e higidez do mercado, o dano pode ser através de um efeito manada capaz de alterar artificialmente o preço de determinado valor mobiliário.⁷³

Ainda com relação à transparência que deve ser dada às contratações realizadas entre *finfluencers* e participantes do mercado, a Nota de Orientação 20/2023 da BSM esclarece que a divulgação da relação contratual não deve ocorrer tão somente quando esta é pautada por natureza pecuniária, mas em quaisquer relações onerosas que prevejam algum benefício ou vantagem para o influenciador digital:

Relações contratuais onerosas são aquelas em que as partes estabelecem entre si benefícios e vantagens, que podem ou não ter natureza pecuniária. Consideram-se benefícios ou vantagens quaisquer recursos, contraprestações ou vantagens diretas ou indiretas que o Influenciador obtenha em razão dessa relação contratual, envolvendo ou não o recebimento de numerário diretamente. Quando o Influenciador mencionar serviço do Participante a que teve acesso de forma gratuita ou mediante concessão de desconto ou vantagens, também é recomendável que haja divulgação dessa informação pelo Participante.

A orientação é de que todos tenham ciência de que o Influenciador foi contratado pelo Participante no contexto de uma relação contratual onerosa. Essa informação pode ser transmitida por meio de aviso em todas as manifestações do Influenciador, de forma clara e facilmente visível, considerando-se as características do veículo de comunicação utilizado, como limitações de caracteres, por exemplo.

[...]

São exemplos, não exaustivos, de formas consideradas adequadas de divulgação do vínculo contratual entre Influenciadores e Participantes:

- I. publicação da informação sobre o vínculo, com postagem, pelo menos, da expressão “Parceria” juntamente com o nome do Participante Ex: “ParceriaParticipanteA”;
- II. divulgação de link para a página do Participante que contenha informações sobre as características dos produtos próprios do Participante mencionados pelo Influenciador, exceto quando se tratar de menções a classes de ativos; e

⁷³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Influenciadores Digitais e o Mercado de Capitais Brasileiro. Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). Uma análise do custo-benefício da edição de regramento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários. Abril, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf>

III. a informação sobre o vínculo estar em destaque e ser a primeira quando na publicação constar um conjunto de hashtags ou de links.⁷⁴

Especificamente sobre as publicidades realizadas com enfoque nas temáticas de investimentos, empréstimos e mercado de capitais, o CONAR elaborou o Anexo “E” do CBAP, com o objetivo de estabelecer regras mais estritas para a publicidade de instituições financeiras. Além da observância sobre as regras gerais estabelecidas no CBAP, quaisquer anúncios que versem sobre investimentos, empréstimos e mercado de capitais deverão obedecer às disposições específicas.

As regras de autorregulação do CONAR recaem sobre atividade publicitária realizada por agente anunciante, seja ele a própria instituição financeira ou o influenciador digital, na qualidade de agente delegado pelo contratante para exercer publicidade. Neste sentido, no escopo das contratações entre *finfluencers* e participantes do mercado, é dever dos influenciadores digitais atuarem em observância das regulamentações do CONAR. O Anexo “E” do CBAP contempla as seguintes normativas:

1. Direito de Informação

Respeitar o direito de informação dos investidores, acionistas, aplicadores individuais e institucionais, terceiros que negociam com valores mobiliários, instituições públicas e organismos internacionais – observando escrupulosamente a necessidade de lhes serem oferecidos todos os esclarecimentos para uma decisão criteriosa e consciente -, conforme preceitua a legislação sobre a matéria.

2. Sigilo

Resguardar, sem prejuízo do item anterior, o sigilo inerente à coisa financeira, cuidando para que não seja violada a privacidade dos investidores.

3. Projeções ou Estimativas de Resultados

Caso os anúncios contenham projeção ou estimativa de resultados futuros (rendimentos, rentabilidade, valorização ou quaisquer outros), sob a forma de índice ou percentual, deverão:

- a. esclarecer em que bases foi realizada a projeção ou estimativa;
- b. explicitar se foi considerada ou não a tributação ou impostos pertinentes, se houve ou não reaproveitamento de lucros gerados no período analisado, se foram ou não deduzidos incentivos fiscais e, principalmente, se a projeção ou estimativa foi feita a partir de resultados pretéritos cuja repetição possa ser incerta ou improvável no futuro.

4. Propaganda Comparativa

Respeitar as mesmas bases e condições de comparação quanto a prazos, garantias, liquidez, resgate e critérios de cálculo de rentabilidade ou outros benefícios produzidos pelos bens ou serviços anunciados.

5. Educação e Orientação do Investidor

Considerando a necessidade do contínuo aprimoramento do mercado financeiro e de capitais mediante a melhoria dos níveis de informação e a educação dos investidores, os anúncios deverão:

- a. valorizar o conteúdo informativo e educacional de suas mensagens;
- b. evitar proposições que ajam no sentido da desinformação ou da confusão dos investidores.

6. Regulamentações Específicas

⁷⁴ BSM Supervisão de Mercados. Nota de Orientação 20/2023-BSM, de 5 de setembro de 2023. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/NO-BSM-20-2023-Influenciadores-Digitais.pdf>

Sem embargo das disposições deste Código e em conformidade com ele, as empresas integrantes do Sistema Financeiro Nacional poderão atender a recomendações sobre atividades publicitárias emanadas de seus órgãos de representação institucional, se e quando as campanhas específicas recomendarem procedimentos comuns e uniformidade no processo de comunicação em benefício da melhor orientação e informação do público investidor.⁷⁵

Uma vez que o influenciador digital, na qualidade de contratado para ação de publicidade, realizará atividade publicitária delegada pelo participante do mercado, o qual figura nesta relação também como anunciante originário, as regras deverão ser observada por ambos. Neste contexto, o Anexo “E” prevê inicialmente o respeito ao direito de informação do público que negocia valores mobiliários, conforme também preceitua legislação sobre a matéria. Portanto, quaisquer resoluções da CVM que tratem sobre a divulgação de valores mobiliários devem ser observadas também pelo *finfluencer*, sob risco deste ser penalizado por atividade irregular caso extrapole o limite da atividade informacional e passe a atuar em recomendações de investimentos, dentre outras atividades de competência dos analistas de valores mobiliários.

A respeito do sigilo sobre a privacidade dos investidores, este precisa ser resguardado principalmente pelo participante do mercado, tendo em vista que possui acesso a essas informações no âmbito da prestação de serviços relacionados ao sistema financeiro. Os itens sobre estudo de projeções ou estimativas de resultado e sobre propaganda comparativa também competem à instituição financeira, que, no âmbito do gerenciamento editorial, poderá informar os dados que deverão ser divulgados pelo influenciador.

Conforme dispõe o item “5” do Anexo “E” do CBAP⁷⁶, as publicações realizadas pelos influenciadores digitais devem ser guiadas pela valorização da educação e da orientação do investidor. Portanto, cabe ao agente digital priorizar a disseminação de conteúdo informativo e educacional, a fim de garantir que a informação propagada não promova a confusão da audiência.

Com o objetivo de consolidar as normas de autorregulação do mercado que devem ser observadas pelos influenciadores no exercício da atividade publicitária e de facilitar o acesso à informação desses agentes digitais, a ANBIMA elaborou o documento “Tá na Rede”⁷⁷, que complementa as regras da entidade de forma didática. O documento funciona como um manual de melhores práticas para *finfluencers*, a fim de estimular a atuação adequada desses agentes.

⁷⁵ CONAR. Código Brasileiro de Autorregulamentação Publicitária. Disponível em: <http://www.conar.org.br/codigo/codigo.php>

⁷⁶ Idem.

⁷⁷ ANBIMA. Tá na Rede - manual ANBIMA de melhores práticas para *finfluencers*. 2024. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/manual-melhores-praticas-finfluencers.htm

As recomendações feitas pelos autorreguladores devem ser observadas pelas partes nas relações contratuais de divulgação de produtos e serviços do participante do mercado, que evidentemente se diferem da contratação para fins de ações de marketing e divulgação em geral com o objetivo de dar visibilidade à marca do participante.

Neste contexto, a ANBIMA esclarece aos influenciadores digitais que a atividade de análise e recomendação de ativos só poderá ser exercida por analistas profissionais de valores mobiliários, credenciados pela APIMEC por meio da certificação CNPI. Portanto, aponta três aspectos que devem ser observados para qualificar a atividade como análise de valores mobiliários:

Você só pode analisar ativos ou empresas nas redes sociais se for um analista profissional de valores mobiliários credenciado CNPI credenciado pela APIMEC – atividade regulada pela Resolução CVM 20. Mas como saber se você se encaixa nela? É só seguir essas pistas que a própria CVM dá para indicar quando é preciso ter credenciamento:

- Se a análise resulta em benefício ou remuneração pela oferta de recomendações, como assinaturas ou taxas de adesão;
- Se há cobrança de mensalidades ou anuidades;
- Se as publicações são frequentes e realizadas de forma habitual.⁷⁸

O manual “Tá na rede” destaca, ainda, que o mero aviso nas publicações de que determinada análise ou recomendação se baseia exclusivamente em opiniões pessoais, a fim de descaracterizar a atividade regulada pela Resolução CVM nº 20/2021, não é suficiente para afastar a supervisão da CVM caso os elementos de benefício ou de remuneração, de cobrança de taxas e de habitualidade sejam verificados. A supervisão da autarquia compreende também uma análise minuciosa da linguagem adotada nas publicações, portanto, caso o influenciador publique conteúdo com linguagem apelativa, é possível que a CVM entenda que se trata de atividade irregular de análise de valores mobiliários.

Com relação à divulgação de produtos de investimento, a ANBIMA sintetiza no manual “Tá na rede” uma série de recomendações aos influenciadores financeiros que correspondem às normas regulatórias e autorregulatórias de publicidade de produtos de investimento. Inicialmente, recomenda-se que o finfluencer divulgue apenas material publicitário fornecido pelo contratante e faça uso de linguagem clara, objetiva e acessível, a fim de evitar que o investidor seja induzido ao erro.

Ao influenciador, cabe o trabalho criativo sobre a forma como determinado conteúdo publicitário sobre investimentos será divulgado. No entanto, a diligência com relação às

⁷⁸ Idem.

informações técnicas dos produtos divulgados é dever da instituição financeira que contrata o *finfluencer*, devendo esta cientificá-lo de quaisquer informações pertinentes. Neste sentido, no exercício de atividade publicitária em função da instituição financeira contratante, o influenciador deve necessariamente englobar em suas postagens as seguintes informações: (i) carência para resgate; (ii) nome do emissor ou dos principais prestadores de serviço, como administrador e gestor de um fundo; (iii) tributação; (iv) objetivo ou estratégia do investimento; e (v) principais riscos. Ademais, caso a recomendação publicada advinha de uma parceria com um distribuidor de valores mobiliários, também deverão ser informados o risco atribuído pelo investidor ao produto, bem como o perfil de investidor mais recomendado, conforme política de *suitability* do distribuidor.

As recomendações da ANBIMA⁷⁹ visam garantir que as informações divulgadas sejam verdadeiras, completas e consistentes, em linha com os documentos do produto divulgado. Neste sentido, a divulgação de links para demais informações, como materiais técnicos produzidos pela instituição contratante sobre os produtos, é outra prática considerada diligente na publicidade de produtos de investimento. O objetivo final da atuação publicitária diligente é permitir que o investidor tome uma decisão fundamentada, portanto, a divulgação de produtos de investimento não podem ser realizadas com base em promessas de rentabilidade ou oferta de garantia de resultados futuros.

Algumas regras mais específicas sobre a divulgação de produtos de investimento também foram contempladas no manual “Tá na rede”⁸⁰. A ANBIMA aponta que os produtos devem ser comparados somente com outros de mesma natureza, portanto, os dados precisam facilitar a análise da comparação, com destaque às características dos produtos. As simulações devem seguir a mesma lógica, de modo que o influenciador deve indicar com clareza para o público de que se trata de simulação. Dados de rentabilidade ou séries históricas reais não devem ser comparados com simulações.

De acordo com o manual da ANBIMA para influenciadores digitais, o *finfluencer* pode utilizar indicadores econômicos como parâmetro para tratar de determinado produto de investimento, desde que esclareça que se trata de uma referência, tendo em vista que não é válida a avaliação comparativa da rentabilidade de um produto com um indicador, caso este não tenha sido utilizado nas análises documentais do produto. Neste sentido, caso o influenciador opte por divulgar a rentabilidade, deve informar se o valor divulgado considera os impostos ou se estes foram descontados. Com o intuito de promover uma análise

⁷⁹ Idem.

⁸⁰ Idem.

aprofundada sobre a rentabilidade dos fundos de investimento, recomenda-se que sejam apresentados dados anteriores à divulgação:

Falando de rentabilidade de fundos, use sempre os dados do mês anterior, o acumulado do ano, inclua anos anteriores e períodos de 12 meses, contados até o mês anterior à divulgação. Caso mencione rentabilidade de fundos novos (criados há menos de 12 meses), informe a rentabilidade do mês anterior, o acumulado do ano e o acumulado desde a criação do fundo até o mês anterior da divulgação. Para fundos criados há mais de 11 meses, recomendamos a divulgação, em conjunto, do mês anterior, do acumulado do ano e a de 12 meses. A rentabilidade deve ser acompanhada de comparação com metas, rentabilidade-alvo, benchmarks ou parâmetros de performance que estão no regulamento do fundo.⁸¹

Em síntese, o manual “Tá na rede” também lista as informações mais relevantes que devem ser apresentadas juntamente com o conteúdo publicado, a fim de garantir transparência para a publicidade:

Regrinhas de bolso para você ter uma relação transparente com seus seguidores. Nunca deixe de informar:
Se você tem registros na CVM ou certificações de entidades autorreguladoras
Se você tem vínculo profissional com alguma instituição financeira
Se alguma instituição financeira patrocina seu conteúdo
Se os ativos que você está analisando fazem parte da sua carteira
Se os ativos que você está abordando são oferecidos por alguma instituição com a qual você tem vínculos diretos ou indiretos⁸²

Por fim, a ANBIMA recomenda determinadas certificações para cada categoria finfluencer. As certificações são oferecidas pela ANBIMA, bem como por outras entidades do mercado financeiro e de capitais, a fim de atestar a qualificação dos profissionais de mercado. Neste sentido, a entidade recomenda que produtores de conteúdo e investidores independentes tenham as certificações CPA-20, CEA, CNPI ou CFP. Para *traders*, recomenda-se a certificação PQQ. A obrigatoriedade de credenciamento ocorre para as atividades de analista de valores mobiliários, que exige certificação CNPI, e de assessor de investimentos, que só pode ser realizada com a obtenção da certificação AI Ancord.

Em suma, apesar de a regulação incidir majoritariamente sobre as instituições financeiras e agentes do mercado, bem como sobre as atividades profissionais devidamente regularizadas e credenciadas, conforme demonstrado, os influenciadores possuem algumas referências normativas para que possam atuar com diligência no exercício de atividade de marketing digital advinda da contratação com participantes do mercado. No entanto, os agentes

⁸¹ Idem.

⁸² Idem.

financeiros, tendo em vista que são os destinatários das normas atuais da CVM e das entidades autorreguladoras do mercado financeiro, estão obrigados a atuar diligentemente, com a observância das disposições que serão apresentadas a seguir.

2.3. DEVERES DOS PARTICIPANTES DO MERCADO

Os participantes do mercado de valores mobiliários sujeitos à regulação da CVM constituem um grupo composto por emissores e distribuidores de valores mobiliários, corretoras, analistas e consultores de investimento, bem como demais profissionais que exercem atividades reguladas pela autarquia. No âmbito da controvérsia regulatória sobre a contratação de influenciadores digitais, esses agentes são os principais destinatários das normas que tratam sobre a divulgação de conteúdos relativos aos mercados financeiro e de capitais.⁸³

Na relação entre *finfluencers* e participantes do mercado, estes são responsáveis por trazer, no âmbito das contratações, mitigadores de risco de conflito de interesse ou de condutas irregulares. Por esta razão, a ingerência sobre os projetos de material publicitário, com previsão de aprovação prévia do contratante sobre o conteúdo que será publicado pelo influenciador, consiste em uma prática diligente para evitar que as partes sejam responsabilizadas por condutas desviantes no âmbito do mercado de valores mobiliários.

Por meio dos contratos, a instituição financeira não pode repassar a obrigação de observância das regras da CVM. Na qualidade de anunciantes contratantes da atividade publicitária dos influenciadores, os participantes do mercado devem verificar se os agentes digitais contratados estão observando as regras existentes em suas atividades, principalmente quando o influenciador não trabalha com temáticas de educação financeira, portanto, é leigo com relação às normativas.

Neste sentido, a atividade de monitoramento contínuo sobre as operações e ofertas intermediadas é uma obrigação do participante do mercado atribuída pela Resolução CVM nº 35, de 26 de maio de 2021, que estabelece normas e procedimentos a serem observados na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários⁸⁴. Tendo em vista que o agente digital contratado atua na prestação de

⁸³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Influenciadores Digitais e o Mercado de Capitais Brasileiro. Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). Uma análise do custo-benefício da edição de regramento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários. Abril, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf>

⁸⁴ Idem.

serviço publicitário para o participante que o contrata, de acordo com a referida normativa, é dever do intermediário informar à CVM quaisquer indícios de conduta irregular demonstradas pelo contratado:

Art. 33. O intermediário deve:

I – zelar pela integridade e regular funcionamento do mercado;

[...]

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

[...]

IX – monitorar continuamente as operações por ele intermediadas, de maneira a identificar as que visem proporcionar vantagem indevida ou lucro para uma das partes, ou causar dano a terceiros, conforme regulação específica;⁸⁵

A diligência do participante do mercado engloba também a verificação sobre o credenciamento do contratado no exercício de atividade própria de agente financeiro, uma vez que a norma veda a possibilidade de vínculo empregatício ou contratual com profissionais que exercem atividades reguladas sem o devido credenciamento:

Art. 37. É vedado ao intermediário:

[...]

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

[...]

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

[...]

VII – manter vínculo empregatício ou contrato de prestação de serviço com analistas, agentes autônomos, consultores ou gestores de valores mobiliários que não estejam expressamente autorizados pela CVM para o exercício dessas atividades, devendo promover o fim do vínculo empregatício ou contratual tão logo tome conhecimento do desc credenciamento das referidas pessoas.⁸⁶

Além das normas editadas pela CVM, que englobam as contratações entre participantes do mercado sob um aspecto generalista, considerando as demais relações estabelecidas entre os

⁸⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 20, de 26 de maio de 2021. Estabelece normas e procedimentos a serem observados na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários e revoga a Deliberação CVM nº 105, de 22 de janeiro de 1991, e as Instruções CVM nº 51, de 9 de junho de 1986, CVM nº 333, de 6 de abril de 2000, CVM nº 505, de 27 de setembro de 2011, Instrução CVM nº 526, de 21 de setembro de 2012; Instrução CVM nº 581, de 29 de setembro de 2016; Instrução CVM nº 612, de 21 de agosto de 2019; e Instrução CVM nº 618, de 28 de janeiro de 2020. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol035.html>. Acesso em: 3 jun. 2024.

⁸⁶ Idem.

agentes do mercado, as Regras e Procedimentos de Contratação de Influenciadores Digitais da ANBIMA, conforme visto, trata especificamente da relação entre influenciadores digitais e participantes do mercado. Neste sentido, dentre as obrigações previstas nas referidas Regras e Procedimentos, destaca-se a necessidade de o contrato prever procedimento por meio do qual a instituição financeira realizará o monitoramento da atividade do influenciador:

Art. 2º. Sem prejuízo da regulação vigente, o contrato entre as instituições participantes e os influenciadores digitais deve conter, no mínimo:

[...]

VII. 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 neste normativo, conforme aplicável, seja cumprido;⁸⁷

Em linha com o dever de monitoramento, o art. 4º das Regras e Procedimentos da ANBIMA estabelece que cabe às instituições garantirem que os influenciadores digitais contratados possuam as devidas certificações necessárias para realizar determinadas atividades publicitárias de divulgação de conteúdo, tais como no caso de exercício de atribuições privativas da análise de valores mobiliários.

A ANBIMA também prevê, em suas Regras e Procedimentos de Contratação de Influenciadores Digitais, o dever de o participante do mercado disponibilizar à entidade a relação dos influenciadores digitais contratados, conforme art. 2º, § 2º, bem como armazenar os respectivos instrumentos contratuais e todo o conteúdo publicitário produzido no âmbito da contratação, de acordo com o art. 5º. A ciência dessas informações facilita a atividade de fiscalização do mercado sobre a transparência das relações contratuais entre instituições financeiras e *finfluencers*. Neste sentido, segundo o parágrafo único, art. 5º, a documentação deve ser disponibilizada para a ANBIMA sempre que houver solicitação desta.

Em seguida, a normativa da ANBIMA determina que o controle editorial é de responsabilidade das instituições participantes, em consonância com as recomendações do CONAR indicadas no Guia de Publicidade por Influenciadores Digitais. Neste contexto, a ingerência por parte da instituição tem o objetivo de garantir a veracidade das informações divulgadas:

Art. 3º. As instituições participantes são responsáveis por todas as publicidades relacionadas aos produtos de investimento, serviços de intermediação no exterior e/ou atividade de distribuição do Código divulgadas pelos influenciadores digitais

⁸⁷ ANBIMA. Regras e Procedimentos para Contratação de Influenciadores Digitais. 2023. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/29/47/49/82/CDE8A810B1E0B8A8B82BA2A8/1.%20RP%20Influenciador%20digital_13.09.23.pdf

contratados, cabendo à instituição participante garantir, além do estabelecido em contrato, que os influenciadores digitais observem:

- I. Os requisitos previstos neste normativo e nas regras de publicidade aplicáveis ao Código de Distribuição; e
- II. A veracidade das informações divulgadas e sua completude, de modo a não levar o investidor a erro.⁸⁸

Por meio da Nota de Orientação 20/2023⁸⁹, a BSM elencou uma série de recomendações de boas práticas para os participantes do mercado que devem ser observadas na celebração de contratos com influenciadores digitais. Conforme apresentado, algumas recomendações da BSM englobam a previsão de cláusulas contratuais e eventuais penalidades para mitigar a ocorrência de ilícitos de mercado.

Adicionalmente, a BSM apresentou recomendações sobre procedimentos de diligência que contribuem para a integridade dos participantes do mercado e para a segurança jurídica das relações contratuais. Neste sentido, a Nota de Orientação 20/2023 incentiva a realização de procedimentos de due diligence, que correspondem a práticas de compliance previstas pela regulação, conforme a Resolução CVM nº 50/2021⁹⁰ e a Resolução CVM nº 35/2021⁹¹. O processo de investigação de informações sobre o influenciador digital proposto pela BSM consistiria em uma série de consultas a dados públicos, em um modelo semelhante ao procedimento conhecido como “*Know your Partner*” (“KYP”):

É recomendável que o Participante realize prévia análise reputacional e de conduta do Influenciador que pretende contratar, processo equivalente a “conheça seu parceiro de negócios” ou “know your partner” - “KYP”, nos termos da regulamentação em vigor e das regras de conduta e políticas de compliance (“Políticas de Compliance”) da instituição, com o objetivo de identificar a existência de:

- I. inabilitação ou suspensão para exercício de cargo em instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pela CVM, pelo Banco Central do Brasil, pela Superintendência de Seguros Privados – SUSEP ou pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC;
- II. condenação por crime falimentar, prevaricação, suborno, concussão, peculato, lavagem de dinheiro ou ocultação de bens, direitos e valores, contra a economia popular, a ordem econômica, as relações de consumo, a fé pública ou a propriedade pública, o sistema financeiro nacional;

⁸⁸ Idem.

⁸⁹ BSM Supervisão de Mercados. Nota de Orientação 20/2023-BSM, de 5 de setembro de 2023. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/NO-BSM-20-2023-Influenciadores-Digitais.pdf>

⁹⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 50, de 31 de agosto de 2021. Dispõe sobre a prevenção à lavagem de dinheiro, ao financiamento do terrorismo e ao financiamento da proliferação de armas de destruição em massa – PLD/FTP no âmbito do mercado de valores mobiliários e revoga a Instrução CVM nº 617, de 5 de dezembro de 2019 e a Nota Explicativa à Instrução CVM nº 617, de 5 de dezembro de 2019. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol050.html>. Acesso em: 3 jun. 2024.

⁹¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 35, de 25 de fevereiro 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. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol020.html>. Acesso em: 3 jun. 2024.

- III. condenação ou sanção de qualquer natureza em processo administrativo ou sancionador perante entidades reguladoras e autorreguladoras dos mercados de capitais e financeiro;
- IV. processos judiciais ou administrativos em que o Influenciador figure como acusado de crimes ou infrações no âmbito dos mercados de capitais e financeiro;
- V. menção ao Influenciador em notícias de veículos de comunicação confiáveis (mídia adversa) relacionadas a infrações ou crimes que o Influenciador tenha cometido ou tentado cometer no âmbito dos mercados de capitais e financeiro; e
- VI. citação do Influenciador como suspeito em relatórios relacionados a crimes financeiros ou de lavagem de dinheiro, financiamento ao terrorismo ou proliferação de armas de destruição em massa, produzidos por autoridades nacionais e internacionais competentes.⁹²

A análise prévia à formalização do contrato corresponde à investigação dos riscos envolvidos na contratação que podem prejudicar o desempenho da instituição financeira. Neste cenário, a BSM recomenda que sejam analisadas as atividades desempenhadas pelo influenciador que antecedam o período da contratação, com a finalidade de verificar eventual envolvimento em práticas irregulares referentes aos mercados financeiro e de capitais. É necessário que os participantes envidem melhores esforços para identificar a ocorrência de conflitos de interesse, o que pode ser examinado por meio da solicitação de informações sobre eventuais vínculos do Influenciador com outros participantes do mercado, tendo em vista que essas relações estão aptas a ensejar a materialização de conflitos de interesse.

A recomendação da BSM trata da questão da transparência das contratações também por meio da divulgação da relação dos influenciadores digitais nos veículos próprios das instituições financeiras, além de reiterar a exigência de divulgação da relação contratual nas publicações dos *finfluencers*. Por mais que estes constituam o principal vetor de propagação de informação, a prática de disponibilizar no próprio site a relação dos agentes digitais que possuem contratos ativos para divulgação de produtos demonstra uma atuação diligente do participante do mercado em observância ao dever de transparência.

Por fim, outro diferencial da Nota de Orientação 20/2023 da BSM consiste na recomendação de divulgação de canal de denúncias por meio do site do participante, com a finalidade de recepcionar do público investidor informações relacionadas a possíveis irregularidades cometidas por influenciadores contratados. A proposta da BSM não prevê a criação de um novo canal de denúncia ou ouvidoria específico para receber essas informações, mas a divulgação de canal já existente como meio para realizar denúncias e reclamações sobre a atividade de *finfluencers*. Por conseguinte, a divulgação de canal de ouvidoria deve indicar quais informações são necessárias para a apuração de eventuais condutas irregulares:

⁹² BSM Supervisão de Mercados. Nota de Orientação 20/2023-BSM, de 5 de setembro de 2023. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/NO-BSM-20-2023-Influenciadores-Digitais.pdf>

A divulgação desse canal, já existente, pelo Participante deve ser clara, simples e intuitiva ao público, em ambiente não logado, contendo orientações em linguagem informal e acessível, de modo a possibilitar o envio da denúncia da forma mais completa possível.

Para tanto, recomenda-se que o Participante indique ao investidor informações sobre a importância das evidências a serem apresentadas, referentes aos fatos denunciados, tais como:

I. indicação do Influenciador contratado denunciado (nome e/ou usuário de seu perfil nas redes sociais);

II. descrição completa dos fatos e da irregularidade cometida pelo Influenciador contratado, contendo, dentre outras informações, dia e horário em que a irregularidade teria sido praticada;

III. apresentação do link do conteúdo postado pelo Influenciador contratado, que contenha a irregularidade denunciada;

IV. capturas de tela do conteúdo postado pelo Influenciador contratado, no caso de plataforma que mantém o conteúdo publicado por tempo limitado;

V. capturas de tela que demonstrem a repostagem, por terceiros, da publicação objeto da denúncia e do conteúdo postado pelo Influenciador contratado; e

VI. toda e qualquer informação e/ou evidência que possa embasar a denúncia formulada.

Embora as normativas apresentadas no presente capítulo englobem majoritariamente o caráter autorregulatório e o caráter recomendatório, consistem em referências sólidas utilizadas pela CVM nos estudos acerca da possibilidade de edição de norma infralegal pela autarquia, com a finalidade de cessar quaisquer divergências sobre a atuação dos influenciadores digitais. Ademais, por meio das manifestações no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, as entidades autorreguladoras e os participantes do mercado atuam como agentes essenciais para o desenvolvimento de quaisquer inovações normativas que sejam editadas pela CVM, bem como demonstraram panoramas em que suas estruturas normativas poderão ser incorporadas pela autarquia no exercício das funções regulamentar e sancionadora.

CAPÍTULO III – REGULAÇÃO SOBRE A ATIVIDADE DOS INFLUENCIADORES DIGITAIS: CONSULTA PÚBLICA SDM Nº 04/2023 DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

3.1. ASPECTOS INTRODUTÓRIOS À CONSULTA PÚBLICA SDM Nº 04/2023

A Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) foi constituída em dezembro de 1976, por meio da promulgação da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários. Segundo a legislação, a CVM consiste em uma entidade autárquica em regime especial, portanto, autoridade administrativa independente, dotada de personalidade jurídica e patrimônio próprios. À autarquia são atribuídas as funções de fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários brasileiro.

Nas disposições da Lei nº 6.385/1976, é fixada a competência da CVM para “*fiscalizar, permanentemente, as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários*”, função esta que engloba o monitoramento sobre as pessoas que participam do mercado, a veiculação de informações e os valores nele negociados, segundo o art. 8º, inciso III. Adicionalmente, o art. 4º, incisos V e VI estabelecem que a atuação da CVM e do Conselho Monetário Nacional (“CMN”) visam evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação, a fim de mitigar a criação de condições artificiais de demanda, de oferta ou de preço de valores mobiliários negociados pelo mercado, bem como assegurar que o público tenha acesso às informações sobre os valores mobiliários negociados e seus emissores.

O crescimento abrupto da audiência dos influenciadores financeiros, bem como das parcerias estabelecidas entre os *finfluencers* e os participantes do mercado, alertou a CVM para um novo fenômeno nos mercados financeiro e de capitais que estava às margens da regulação. O movimento dos influenciadores digitais no mercado tange à atividade de fiscalização da CVM, na medida em que realizam trabalhos que se confundem com atividades privativas de profissionais do mercado e podem influenciar a audiência investidora de maneira positiva ou negativa, conforme explicado nos capítulos anteriores.

Foi diante deste cenário que a ASA deu início aos estudos que culminariam na elaboração da AIR publicada no início do ano de 2023⁹³. Neste período, a CVM deliberou o

⁹³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Influenciadores Digitais e o Mercado de Capitais Brasileiro. Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). Uma análise do custo-benefício da edição de regramento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários. Abril, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf>

Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco para os anos de 2023 e 2024, em que foi incluído o estudo de Supervisão Temática dos influenciadores digitais.

A ASA ressalta que as opiniões e conclusões apresentadas na AIR são de seus autores e não expressam necessariamente o posicionamento da CVM ou de outras áreas da autarquia com relação à atividade dos influenciadores digitais. No entanto, os estudos realizados pela ASA embasaram o Edital de Consulta Pública SDM nº 04/2023⁹⁴, como será apresentado.

Inicialmente, a AIR partiu dos questionamentos acerca do perímetro de regulação da CVM, pontuando a necessidade ou não de a CVM estabelecer uma regulação específica para os influenciadores digitais, uma vez que existe um arcabouço legal que vise a responsabilização dos *finfluencers* nas hipóteses de atuação irregular. Neste contexto, em primeiro momento, a ASA apontou que o aspecto da atuação dos influenciadores digitais que carece de regulação é especificamente a forma como se dão as relações entre esses agentes digitais e os participantes do mercado que os contratam para ações patrocinadas:

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

Que problema regulatório pode ainda existir, então, fazendo com que a CVM possa e deva atuar dentro da sua competência? A partir da constatação de que os influenciadores opinam sobre papeis, operações, intermediários e emissores, uma questão que se coloca é: será que essa opinião/conteúdo é de moto próprio, ou o influenciador recebeu alguma retribuição de algum ente regulado pela CVM, pecuniária ou não, para divulgar seu comentário? No ambiente das redes sociais essa situação é conhecida como ação patrocinada.⁹⁵

A ASA delimitou, portanto, que o problema regulatório identificado no estudo da AIR é a possível falta de transparência nas relações estabelecidas entre os influenciadores digitais e os participantes do mercado, tendo em vista que estes já são considerados pela estrutura regulatória da autarquia. A falta de clareza sobre as contratações reverbera em uma assimetria

⁹⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Consulta Pública SDM nº 04/2023. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_Edital.pdf

⁹⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Influenciadores Digitais e o Mercado de Capitais Brasileiro. Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). Uma análise do custo-benefício da edição de regramento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários. Abril, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf>

informacional entre os investidores e as entidades atuantes no mercado, o que, porventura, pode culminar em decisões de investimento superficiais por parte dos investidores, dentre outros problemas. Neste cenário, o objetivo principal da AIR é propor que seja dada total transparência ao relacionamento estabelecido entre as partes das ações digitais patrocinadas:

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

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

Poder-se-ia até dizer que a informação do influenciador ganha mais respeitabilidade, uma vez que o emissor/distribuidor é visto como corresponsável por aquela informação. Na medida em estes se tornam corresponsáveis pelas informações, eles também devem ser responsabilizados por quaisquer danos que uma informação indevida possa acarretar ao investidor, em linha com o que aconselha a IOSCO, conforme visto na seção anterior.⁹⁶

Em primeiro momento, portanto, a recomendação regulatória demonstra uma preocupação exclusiva com relação à transparência das contratações entre influenciadores digitais e instituições financeiras. Recomenda-se, neste contexto, uma previsão normativa que determina que o contratado, na qualidade de influenciador digital, informe expressamente que o conteúdo a respeito de valores mobiliários divulgado é patrocinado e, portanto, está recebendo remuneração pela publicação. Esta proposta inicial foi elaborada com base nos impactos de custo e nos diversos benefícios que circundariam uma normativa sobre a atividade dos influenciadores:

Trata-se de obrigação normativa de custo relativamente baixo e que, a nosso ver, traria claros benefícios para o mercado em termos de transparência para os investidores e demais partes interessadas. Atualmente, investidores consomem conteúdos que não são inteiramente isentos de conflito de interesses, e suas bases e direcionamento estão estabelecidos por relação contratual firmada junto a participantes regulados por esta Autarquia, mas que não são do conhecimento do público investidor.

Entendemos que os impactos da recomendação proposta são baixos pelos seguintes motivos: i) os custos de supervisão de influenciadores que agem à margem da regulação já estão postos, tanto para a CVM quanto para os autorreguladores e participantes regulados; ii) os custos contratuais para transparência da relação entre participantes regulados e influenciadores são marginais; iii) os custos para os

⁹⁶ Idem.

influenciadores também são mínimos, dado que o disclaimer de transparência é apenas mais um conteúdo a ser introduzido na peça publicitária.

Já os benefícios são diversos: i) o mercado como um todo ganharia em higidez, ao mitigar potenciais conflitos de interesses no consumo de conteúdo patrocinado regulado; ii) para os participantes, a maior segurança jurídica e o correto estabelecimento das responsabilidades previne futuros riscos financeiros e de imagem; iii) para os influenciadores, a transparência de suas relações com os participantes do mercado pode ser também um sinalizador de credibilidade da sua atuação.⁹⁷

Antes da possibilidade de regulamentação dos influenciadores efetivamente entrar em deliberação no âmbito da CVM, a autarquia já havia recebido denúncias acerca da atuação irregular de *finfluencers* em atividades de competência privativa dos analistas de valores mobiliários, bem como em propostas de ofertas públicas de valores mobiliários sem os devidos registros. Conforme a pesquisa disponível na AIR da ASA:

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

Naquele conjunto de 90 denúncias estavam incluídos casos em que se verifica tão somente a atuação de pessoas ou empresas à margem da regulação, isto é, exercendo atividades, prestando serviços, ofertando publicamente valores mobiliários, sem os necessários registros, autorizações ou dispensas junto à CVM. Há também um rol de denúncias envolvendo matérias estranhas às da Lei nº 6.385/76, com alta incidência de notícias sobre condutas, em tese, criminosas (e.g. estelionato, crimes contra a economia popular, apropriação indébita, etc.). Portanto, ressalta-se que parte desses processos diz respeito, em verdade, a matérias fora da competência da CVM.⁹⁸

A CVM realiza como estratégias de prevenção e orientação ao mercado a emissão de Ofícios de Alerta e de *Stop Orders*. Neste contexto, a autarquia elabora trimestralmente o Relatório de Atividade Sancionadora, a fim de demonstrar as informações relativas à atuação da CVM acerca da supervisão, apuração e fiscalização que culminam na prevenção ou mitigação de condutas ilícitas no mercado de valores mobiliários. No Relatório de Atividade Sancionadora do 4º trimestre de 2023, a CVM aponta que, durante 2023, enviou 407 Ofícios de

⁹⁷ Idem.

⁹⁸ Idem.

Alerta, somando 104 apenas no 4º trimestre, bem como publicou 11 *stop orders* ou alertas ao mercado sobre atuação irregular.⁹⁹

Evidentemente, a atividade preventiva da CVM realizada por meio de *stop orders* não contempla apenas casos de atuação de influenciadores digitais. No entanto, merece destaque o caso em que a CVM atuou diretamente, atribuindo “*stop order*” ao influenciador Marcos Eduardo Elias, que realizava um trabalho equiparado ao de analista de valores mobiliários, por meio da sociedade Contra Corrente Pesquisas Econômicas Ltda., sem os devidos registros perante as entidades autorreguladoras do mercado e autorização da CVM para realizar esta prestação de serviços. Apesar de posterior à AIR, o caso demonstra a necessidade de regulação sobre a atividade dos influenciadores para além da relação entre os agentes digitais e os participantes do mercado, devendo eventual regulamentação contemplar, ainda, o limiar entre a atividade dos *finfluencers* e as atividades profissionais do mercado reguladas pela CVM.¹⁰⁰

No caso em questão, Marcos Eduardo Elias divulgava serviços de analistas de valores mobiliários por meio de seu website “<https://contracorrente.io>”. Diante dos fatos, a Deliberação CVM nº 890 determinou “*a imediata suspensão da veiculação no Brasil de qualquer oferta de serviços de análise de valores mobiliários*” para o influenciador e sua sociedade, bem como a penalização em multa cominatória diária caso a determinação não seja observada.¹⁰¹

Outro caso relevante em que a CVM relacionou a atividade de um influenciador digital às atribuições determinadas ao analista de valores mobiliários pela Resolução CVM nº 20/2021¹⁰² foi o Processo SEI nº 19957.011836/2017-15, instaurado pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (“SIN”) para apurar a ocorrência de oferta irregular de serviços de análise de valores mobiliários por parte de Emir Sancler Leal de Melo¹⁰³.

Em conjunto com a Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores (“SOI”), a SIN realizou diligências a fim de constatar que Emir Sancler Leal de Melo estaria oferecendo curso pago para formação de *traders* por meio de seus canais em redes sociais e de

⁹⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Atividade Sancionadora do 4º trimestre de 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2023-4o-trimestre-versao-integral.pdf>

¹⁰⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Deliberação CVM nº 890, de 6 de março de 2024. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0800/deli890.pdf>

¹⁰¹ Idem.

¹⁰² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro 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. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol020.html>. Acesso em: 3 jun. 2024.

¹⁰³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo SEI nº 19957.011836/2017-15. Memorando nº 31/2018-CVM/SIN/GAIN. Rio de Janeiro, 5 de dezembro de 2018. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2018/20181221_memorando_CVM_SIN_GAIN_312018.pdf

seu website. Foi encaminhado ofício para que o influenciador cessasse as transmissões que realizada durante pregão, ao vivo:

Foi então encaminhado o Ofício nº 390/2018/CVM/SIN/GAIN, em 20/09/2018, no qual o Sr. Emir Sancler Leal de Melo foi intimado a cessar as transmissões ao vivo durante o pregão nas quais são realizadas análises gráficas de índice e de dólar, tendo em vista que, no entendimento desta Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN), a divulgação de operações, decididas com o auxílio da análise gráfica, com a indicação ostensiva de oportunidades de investimento (por exemplo, momentos de entrada e saída no ativo ou derivativo objeto) por meio de transmissões ao vivo durante o pregão, ultrapassam o cunho educacional e caracterizam a elaboração e divulgação profissional de relatórios de análise, nos termos do art. 1º, §§ 1º e 2º da Instrução CVM nº 598/18 (doc. 0602810).¹⁰⁴

Oportunamente, o Sr. Emir se manifestou a fim de defender que seu trabalho era de cunho exclusivamente educacional. A SIN não acolheu o entendimento do influenciador, determinando que este realizasse credenciamento perante a APIMEC, a fim de regularizar sua atividade profissional, o que não foi feito pelo *influencer*, que continuou a realizar suas atividades normalmente. Posteriormente, tendo em vista o descaso do influenciador sobre as exigências da SIN, a superintendência elaborou o Memorando nº 31/2018-CVM/SIN/GAIN, com o seguinte posicionamento:

12. Como se vê, o denunciado sequer se preocupa em explanar os conceitos e fundamentos que justificam as recomendações divulgadas, o que seria óbvio e natural de se esperar de alguém com uma pretensa abordagem educacional ou acadêmica.

13. Longe disso, o objetivo explícito da abordagem do Sr. Emir era o de trazer a todo tempo verdadeiras "oportunidades" a serem seguidas cegamente pelos expectadores, sem qualquer exposição do racional que as fundamentam, na busca da alimentação de um verdadeiro vínculo de dependência na suposta expertise do envolvido, algo muito mais típico de um profissional que presta serviços especializados a terceiros do que, como falsamente ele tenta defender, de um professor ou educador.

14. Não deixa de chamar a atenção, aliás e nesse aspecto, a pobreza dessas exposições em relação a quaisquer conceitos e fundamentos da análise técnica (ou gráfica) de valores mobiliários. Mas é circunstância que não causa surpresa para quem na prática não pretende nem se propõe a ensinar nada, mas apenas captar investidores, com a indicação de momentos de entrada e saída de valores mobiliários analisados em tempo real, e mediante uma disfarçada remuneração mediante a inscrição em um "curso".

15. Outro elemento flagrante a indicar uma intenção de captação de investidores para que sigam suas recomendações de valores mobiliários é a propaganda ostensiva de supostos ganhos ou performances atribuídas à acurácia de suas recomendações (ao afirmar, por exemplo, que mantém "100% de acerto" nas recomendações, ou que já "fez 200% do capital"). Ora, não é o tipo de propaganda de quem tem um propósito educacional sobre a teoria da análise técnica, mas sim, um verdadeiro convite, acompanhado da promessa de altos ganhos financeiros, a que se sigam as recomendações por ele efetuadas.

¹⁰⁴ Idem.

Em face do desrespeito à determinação da SIN, esta superintendência encaminhou ao Colegiado da CVM pedido de edição de deliberação de suspensão de oferta de serviço de análise de valores mobiliários pelo Sr. Emir, que foi acolhido e julgado em 21 de dezembro de 2018, conforme a Deliberação CVM nº 803.¹⁰⁵

Diante das diversas controvérsias envoltas na discussão sobre a atividade dos influenciadores digitais, conforme demonstradas, e dos dados expressivos levantados tanto pelo AIR, quanto pela SSR¹⁰⁶, apesar de este último relatório não estar disponível para acesso externo, a CVM abriu a Consulta Pública SDM nº 04/2023, a fim de reunir o mercado para apresentar de manifestações acerca das possibilidades de regulação relacionadas à repercussão da atuação dos influenciadores digitais sobre o mercado de capitais e de eventuais aprimoramentos normativos que deverão ser conduzidos pela autarquia.

3.2. QUESITOS DA CONSULTA PÚBLICA SDM Nº 04/2023

Conforme indicado no Edital da Consulta Pública SDM nº 04/2023, o procedimento não está associado necessariamente a uma minuta de resolução específica. Trata-se de uma consulta de natureza conceitual, por meio da qual a CVM receberá as considerações do público para aprimorar a análise das opções regulatórias, principalmente com relação à edição de norma regulatória que tutele as obrigações e as responsabilidades dos participantes regulados no exercício da contratação de agentes digitais, bem como em sua própria atuação como influenciadores digitais, por meio da disseminação de informações em plataformas de mídias e redes sociais.¹⁰⁷

Diante da análise dos estudos da AIR, das recomendações da Organização Internacional de Comissão de Valores (“OICV/IOSCO”) e das normas de autorregulação das entidades do mercado, como a ANBIMA e a BSM, a CVM delimitou, no Edital da Consulta Pública SDM nº 04/2023, três aspectos principais que deveriam ser analisados nas manifestações realizadas no âmbito desta consulta, bem como em eventual regulação:

¹⁰⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Deliberação CVM nº 803, de 21 de dezembro de 2018. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0800/deli803.pdf>

¹⁰⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco, 2023 -2024. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-de-supervisao-baseada-em-risco/2023-2024>

¹⁰⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital da Consulta Pública SDM nº 04/2023. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_Edital.pdf

Assim, por meio desta consulta pública a CVM propõe, considerando em conjunto o interesse de todos os agentes envolvidos, explorar opções regulatórias associadas a três aspectos principais:

- (i) Contratação e Transparência – regras de conduta a serem observadas quando do estabelecimento de parcerias de agentes diversos do mercado de valores mobiliários, como emissores, distribuidores, gestores, analistas, intermediários, com influenciadores digitais para promoção de seus serviços ou de valores mobiliários específicos por eles emitidos, distribuídos, analisados ou intermediados;
- (ii) Promoção e divulgação de conteúdos por meio de plataformas de mídia e redes sociais – possíveis atualizações regulatórias para modernizar as normas existentes no tocante às atividades reguladas pela CVM, isto é, as alterações regulatórias apropriadas para atualizar as cautelas necessárias quando da divulgação de informações e realização de promoção por meio de plataformas de mídias e redes sociais; e
- (iii) Influenciadores atuando como analista de valores mobiliários – tratamento regulatório adequado à atuação de influenciadores digitais ao se manifestarem sobre valores mobiliários específicos, quando tais profissionais tenham, ou não, autorização para atuar como analista de valores mobiliários.¹⁰⁸

A fim de delinear as principais questões que cerceiam a controvérsia dos influenciadores e direcionar às manifestações do público, a Consulta Pública SDM nº 04/2023, contemplou uma série de perguntas, em uma espécie de questionário que deveria ser respondido pelos interessados. O primeiro questionamento levantado no Edital refere-se aos aspectos que devem ser obrigatoriamente observados pelas instituições financeiras, na qualidade de contratantes dos influenciadores digitais para ações de publicidade:

Portanto, (a) quais elementos, sobretudo entre aqueles abaixo indicados, mas não se limitando a eles, deveriam ser obrigatoriamente observados pelos contratantes e previstos como normas de conduta na regulamentação a ser editada pela CVM?

- i. Verificação, identificação e divulgação de possíveis conflitos de interesse relacionados às atividades desempenhadas pelo influenciador e aquelas exercidas pelo agente regulado?
- ii. Aprovação prévia dos materiais produzidos e divulgados pelos influenciadores, na condição de contratados? Existiriam casos em que a prévia aprovação não seria aplicável?
- iii. Asseguração de que o influenciador fez uso de linguagem clara, serena e moderada, apresentou informações verdadeiras, consistentes, sem induzir o investidor a erro, e que não continham promessa de rentabilidade futura ou asseguravam ou sugeriam a existência de garantia de resultados futuros ou a isenção de risco para o investidor?
- iv. Asseguração de que, sempre que exercer atividades privativas de agentes regulados, o influenciador a ser contratado seja autorizado a exercer tais atividades?
- v. Monitoramento do cumprimento do contrato e comunicação à CVM e às entidades autorreguladoras de condutas que possam configurar indício de infração às normas emitidas pela CVM ou pelas entidades autorreguladoras, mantendo registro das evidências encontradas?
- vi. Quais outras condutas devem ser observadas pelos agentes regulados contratantes?¹⁰⁹

¹⁰⁸ Idem.

¹⁰⁹ Idem.

Evidentemente, em primeiro momento, a CVM propõe uma atuação diligente por parte dos agentes regulados na contratação de influenciadores digitais, tendo em vista que estes já estão sob o perímetro de regulação da autarquia. As questões apresentadas revelam a possibilidade de o agente regulado delinear um procedimento de compliance específico para as contratações de influenciadores digitais, que não se distinguem excessivamente dos procedimentos já adotados em determinadas práticas do mercado.

Em seguida, os questionamentos refletem a preocupação da autarquia sobre a transparência das relações estabelecidas entre os agentes digitais e os participantes do mercado, indagando quais medidas para mitigar a falta de clareza deveriam ser adotadas nas contratações, tanto pelos participantes do mercado, quanto pelos próprios influenciadores digitais, na forma de exigências sobre a transparência dos arranjos de remuneração:

Em relação à transparência sobre ações patrocinadas, as formas de remuneração e potenciais conflitos de interesse, a CVM tem especial interesse em receber comentários sobre as seguintes questões:

- b) Tendo em vista a peculiaridade da atuação dos influenciadores, sua abordagem informal e o uso intensivo de vídeos para promoção de seus conteúdos, elementos que facilitam a sua penetração e que a regulação não pretende tolher, de quais maneiras se poderia exigir a transparência sobre a existência de relação comercial e as formas e arranjos de remuneração entre agentes regulados e influenciadores?
- c) Em situações de existência de vínculos aptos a ensejar conflitos de interesse entre o influenciador e o contratante que seja um agente regulado pela CVM, de quais formas a divulgação dessa informação poderia ser demandada, à luz das preocupações expostas na pergunta “b”?
- d) Além de medidas de transparência pontuais e relacionadas ao conteúdo a ser disseminado pelo influenciador, conforme as perguntas (b) e (c):
 - i. Qual a importância de uma exigência que determine que o agente regulado deva permanentemente divulgar a relação de influenciadores por ele contratados ou com os quais mantém relação de parceria ou participação direta ou indireta no capital social?
 - ii. Essa exigência, mencionada no item anterior, deveria ser estendida a todos os agentes regulados ou se limitar a participantes de mercado específicos ou que façam uso mais intenso dessa forma de marketing?
 - iii. Quais seriam as informações necessárias para promover a adequada transparência da existência dessas relações?
- e) Há outros tópicos relevantes diretamente relacionados à demanda de transparência que devam ser objeto de eventual reflexão por parte da CVM?¹¹⁰

Neste contexto, a CVM revela que a transparência deve ser realizada dentro de um escopo de demonstração de informações sobre as relações comerciais entre influenciadores e instituições financeiras, no entanto, em respeito a um limite para que essas exigências sejam feitas. Com base nessas perguntas, a CVM busca entender como as entidades entendem que a demanda sobre informações transparentes deve ser feita, bem como a quais participantes de mercado a exigência deveria se estender e as informações exatas que deveriam ser prestadas.

¹¹⁰ Idem.

A sessão seguinte do edital contempla questões referentes a promoção e a divulgação de conteúdos por meio de plataformas de mídia e redes sociais que são frequentemente realizadas na atualidade pelos agentes regulados do mercado no âmbito de suas atividades profissionais.

Evidentemente, é fundamental que os agentes regulados adotem cuidados adicionais na promoção de campanhas publicitárias por meio das redes sociais, para além das obrigações já previstas em suas regras específicas. Portanto, a CVM questiona quais seriam os cuidados adicionais, bem como possíveis aprimoramentos regulatórios a fim de atualizar as normas vigentes para contemplar os agentes que utilizam as plataformas digitais em uma frequência expressiva:

- f) Quais os cuidados que agentes regulados, em especial intermediários, gestores, assessores de investimento e consultores de valores mobiliários, mas não se limitando a eles, devem observar, em adição aos deveres já previstos em suas regras específicas, ao promoverem campanhas publicitárias por meio de redes sociais?
- g) Quais são outras oportunidades de aperfeiçoamentos regulatórios para atualizar as normas da CVM à luz de agentes que tenham presença significativa nas redes sociais?¹¹¹

Conforme os casos apresentados neste trabalho, bem como o estudo comparativo entre as funções exercidas pelos influenciadores digitais frente às atribuições dos analistas de valores mobiliários determinados pela Resolução CVM nº 20/2021¹¹², é evidente que a CVC reconhece a aproximação entre essas atividades profissionais no âmbito digital. Por conseguinte, propõe a possibilidade de uma revisão normativa que contemple tanto pessoas naturais, quanto pessoas jurídicas que atuam por meio das redes sociais a fim de divulgar os serviços de analista de valores mobiliários:

- h) Existe algum aperfeiçoamento normativo que deva ser implementado na Resolução CVM nº 20/2021 (“RCVM 20”), que disciplina a atividade de analista de valores mobiliários, para adaptar à norma à realidade de analistas pessoa natural que atuem exclusivamente, ou majoritariamente, em nome próprio como influenciador digital?
- i) Existe algum aperfeiçoamento normativo que deva ser implementado na Resolução CVM 20 para adaptar a norma à realidade de pessoas jurídicas que mantenham canais e perfis e que atuem, por meio destes, como analistas de valores mobiliários?

¹¹¹ Idem.

¹¹² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro 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. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol020.html>. Acesso em: 3 jun. 2024.

Adicionalmente, a autarquia questiona a possibilidade de modificação da expressão “relatório de análise”. Neste contexto, há a possibilidade de ressignificar o conceito de “relatório de análise”, a fim de contemplar diversas atividades que são realizadas pelos analistas de valores mobiliários no âmbito das redes sociais que não foram referenciadas na Resolução CVM nº 20/2021¹¹³. Ademais, também é questionada a forma como o canal ou perfil deve informar que se trata de usuário profissional, devidamente credenciado, que possui autorização para atuar como analista de valores mobiliários:

j) Seria pertinente e oportuno modificar a expressão “relatório de análise” tendo em vista as formas inovadoras da prestação da atividade por analistas credenciados que também são influenciadores?

k) De que forma o canal ou o perfil utilizado pelo influenciador digital deve dar transparência de que é um analista, pessoa natural ou jurídica, credenciado pela CVM?¹¹⁴

Uma vez que a habitualidade e a existência de remuneração, direta ou indireta, constituem elementos cruciais na identificação do caráter profissional das atividades reguladas pelo mercado de capitais, a CVM levantou uma dúvida acerca das métricas que deverão ser utilizadas pela autarquia no reconhecimento das atuações irregulares dos influenciadores digitais no exercício de atividades privativas dos analistas de valores mobiliários. Ademais, a CVM solicita também que sejam apontadas demais características que possam auxiliar na caracterização da profissionalidade dos analistas, bem como propõe a possibilidade de uma simplificação do procedimento de credenciamento, a fim de estimular a regularização dos influenciadores que realizam atividades equiparadas às dos analistas:

l) A habitualidade e a existência de remuneração, direta ou indireta, são elementos usualmente considerados para determinar o caráter profissional no desempenho de atividades reguladas no mercado de valores mobiliários, incluindo a atividade de analista de valores mobiliários, seja por pessoa jurídica quanto por pessoa natural; nesse sentido:

i. No tocante aos elementos de habitualidade e de remuneração indireta, isto é, aquela caracterizada pelo recebimento de valores oriundos das plataformas de mídias digitais, a CVM deveria esclarecer, para fins de prevenção quanto à possível atuação irregular, parâmetros quantitativos para indicar os requisitos de habitualidade e de remuneração indireta? Caso positivo, quais seriam as métricas mais adequadas?

ii. Há outros elementos que deveriam ser objetivamente e sistematicamente utilizados para determinar o caráter profissional?

m) Quais são oportunidades de aperfeiçoamento normativo na RCVM 20, em especial no que tange à retirada de obstáculos ao credenciamento de analistas de valores

¹¹³ Idem.

¹¹⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital da Consulta Pública SDM nº 04/2023. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_Edital.pdf.

mobiliários, para que mais influenciadores busquem a regularização de suas atividades?¹¹⁵

Por fim, a CVM conclui seus questionamentos pontuando a possibilidade de estabelecimento de um *safe harbor* para os influenciadores que estão atuando em determinadas funções costumeiras dos analistas, mas que não se enquadram perfeitamente nesta categoria. Neste contexto, a autarquia questiona quais condutas poderiam ser exigidas dos influenciadores que se encontram na circunstância limítrofe, como, por exemplo, o uso de marcações que informem sua situação à audiência:

- n) A CVM deveria estabelecer um *safe harbor* para os influenciadores que estejam em situações limítrofes no que se refere ao enquadramento como analista de valores mobiliários? Quais são as vantagens e desvantagens de seu estabelecimento?
- o) Em caso positivo, canais ou perfis enquadrados nessa situação deveriam (i) dar transparência ativa de que não são agentes regulados pela CVM? (ii) utilizar *disclaimers* específicos, tais como, apenas como exemplos, “não se trata de recomendação de investimento”, “são opiniões apenas pessoais” como elementos descaracterizadores da atividade? Quais outros elementos devem ser considerados para sua aplicabilidade?¹¹⁶

A instituição de um *safe harbor* para *finfluencers* em situações limítrofes ao papel de analista de valores mobiliários oferece diversas vantagens, como a clarificação do escopo regulatório e a redução do risco de penalidades inadvertidas. Contudo, também apresenta desvantagens, como a potencial criação de zonas cinzentas de regulação. Para mitigar esses riscos, é crucial que esses influenciadores adotem práticas de transparência ativa, incluindo *disclaimers* claros e informações explícitas sobre seu status regulatório, assegurando que os investidores possam distinguir entre opiniões pessoais e recomendações de investimento profissionais.

Em suma, o conjunto de quesitos elencados pela CVM demonstra a elevada preocupação da autarquia em regularizar a situação dos influenciadores, com o objetivo de permitir que esses agentes digitais permaneçam auxiliando no desenvolvimento do mercado de capitais com maior segurança jurídica. É inegável o papel crucial dos *finfluencers* na democratização dos mercados financeiro e de capitais e na prospecção de investidores em potencial.

Notadamente, conforme apresentado neste trabalho, as entidades autorreguladoras do mercado também nutrem profundo interesse em regulamentar a atividade dos influenciadores digitais de finanças e investimentos, pelas mesmas razões que conduziram a CVM a se

¹¹⁵ Idem.

¹¹⁶ Idem.

aproximar do público, a fim de compreender com profundidade as demandas dos participantes do mercado e dos influenciadores digitais. Por conseguinte, diversas entidades se manifestaram no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023 com o objetivo de contribuir com o desenvolvimento de um arcabouço regulatório seguro para que os *finfluencers* perseverem em suas atividades profissionais no exercício de uma influência positiva para o mercado.

3.3. AS ENTIDADES AUTORREGULADORAS DE MERCADO NA INOVAÇÃO NORMATIVA

O mercado de valores mobiliários brasileiro conta com um sistema autorregulatório robusto, composto por entidades autorreguladoras que norteiam os participantes do mercado, principalmente quando há morosidade legislativa sobre determinadas controvérsias. Os agentes autorreguladores são associações civis que foram constituídas com o objetivo de realizar, de forma independente e autônoma, as atividades de autorregulação, monitoramento, supervisão e fiscalização dos mercados e de seus participantes.

No contexto brasileiro, esses agentes são subdivididos entre legais e voluntários. Os primeiros correspondem às infraestruturas de mercado e a suas instâncias de autorregulação, as quais é atribuída a competência para autorregular pela Lei nº 6385/1976, segundo o §1º do art. 17. No Brasil, os autorreguladores legais em matéria de valores mobiliários são a B3 – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”) e a BSM Supervisão de Mercado (“BSM”), que consiste em uma instância de autorregulação da primeira.¹¹⁷

Em seguida, os agentes autorreguladores voluntários são aqueles que impõem aos seus associados determinadas obrigações que são assumidas voluntariamente, por meio de contrato de adesão. Para fins do estudo sobre a questão dos influenciadores, os dois autorreguladores que colaboraram com a CVM e merecem destaque foram a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”) e a Associação dos Analistas e Profissionais de Investimentos do Mercado de Capitais do Brasil (“APIMEC”). Ambas possuem Acordos de Cooperação Técnica firmados junto à CVM.¹¹⁸

¹¹⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Influenciadores Digitais e o Mercado de Capitais Brasileiro. Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). Uma análise do custo-benefício da edição de regramento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários. Abril, 2023, p. 17-18. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf>. Acesso em: 20 maio 2024.

¹¹⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Influenciadores Digitais e o Mercado de Capitais Brasileiro. Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). Uma análise do custo-benefício da edição de regramento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários. Abril, 2023, p. 20-23.

Conforme apresentado nos capítulos anteriores, a autorregulação do mercado brasileiro trouxe diversas inovações normativas sobre a atividade dos influenciadores digitais que abordam conteúdos de mercados financeiro e de capitais em suas publicações. Neste sentido, em momento oportuno, as quatro entidades mencionadas acima – B3, BSM, ANBIMA e APIMEC – se manifestaram no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, a fim de contribuir com o debate sobre a regulação da atividade dos *finfluencers*.

Adicionalmente, outras entidades que apresentaram manifestações e merecem destaque são o Conselho Nacional de Autorregulamentação Publicitária (“CONAR”) e a Associação Brasileira de Anunciantes (“ABA”), uma vez que ambas atuam na qualidade de autorreguladoras sobre atividades publicitárias. No entanto, as demais manifestações apresentadas no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023 não foram aprofundadas no presente estudo, tendo em vista que o objetivo deste trabalho é analisar o arcabouço regulatório existente sobre o mercado, portanto, foi dado destaque às manifestações das entidades autorreguladoras.¹¹⁹

Antes de adentrar as propostas apresentadas no âmbito das manifestações, alguns trabalhos elaborados pelas entidades autorreguladoras até o presente momento merecem ser destacados. Neste sentido, conforme demonstrado nos demais capítulos do presente trabalho, a ANBIMA tem elaborado frequentemente ações a fim de facilitar a análise das atividades dos influenciadores digitais, bem como estabelecer regras que delimitem essa atuação. Destacam-se a produção semestral do relatório “FInfluence” e a publicação das Regras e Procedimentos para Contratação de Influenciadores Digitais, bem como as disposições do Código de Distribuição de Produtos de Investimentos e suas respectivas Regras e Procedimentos. Essas referências foram retomadas pela ANBIMA no âmbito de sua manifestação.¹²⁰

Em linha com o trabalho feito pela ANBIMA, a BSM também vem se debruçando sobre o problema regulatório acerca dos influenciadores digitais, tendo desenvolvido um projeto de monitoramento de mídias sociais e publicado a Nota de Orientação nº 20/2023-BSM.¹²¹ Em sua

Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf>. Acesso em: 20 maio 2024.

¹¹⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Consulta Pública SDM nº 04/2023. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2023/sdm0423.html. Acesso em: 2 jun. 2024.

¹²⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Influenciadores Digitais e o Mercado de Capitais Brasileiro. Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). Uma análise do custo-benefício da edição de regramento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários. Abril, 2023, p. 20-23. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf>. Acesso em: 20 maio 2024.

¹²¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Influenciadores Digitais e o Mercado de Capitais Brasileiro. Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório Assessoria de Análise Econômica e Gestão de

manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, a BSM reitera integralmente o conteúdo da Nota de Orientação e esclarece que deixou de “*se manifestar especificamente sobre todos os aspectos trazidos na Consulta Pública, por entender que boa parte dos temas se encontram devidamente abordados na sua Nota de Orientação publicada*”.¹²² Não obstante, a BSM apresentou contribuições referentes aos quesitos trazidos no edital da Consulta, apesar de não os responder formalmente por meio de sua manifestação. A B3 apresentou uma manifestação mais sucinta em comparação com sua instância de autorregulação, tendo suas contribuições se estendido a alguns quesitos.¹²³

A APIMEC consiste em uma entidade que exerce autorregulação especificamente sobre a atividade profissional de analistas de valores mobiliários. Neste contexto, sua regulação é restrita aos analistas certificados no âmbito da associação. Apesar de não haver normativa específica da APIMEC sobre a atividade de influenciadores digitais, em sua manifestação no âmbito da Consulta Pública, a entidade apresentou os entendimentos de sua Superintendência de Supervisão do Analista de Valores Mobiliários (“SSA/APIMEC”), bem como trouxe os posicionamentos de alguns analistas, pessoas físicas e pessoas jurídicas, que contribuíram na resposta aos quesitos “h” a “o”, tendo em vista que esses tratam especificamente sobre a regulação dos analistas. As contribuições trazidas pela APIMEC não foram exploradas com profundidade neste trabalho, uma vez que são extensas e apresentam, em sua maioria, opiniões particulares que se diferem dos posicionamentos das entidades, mas algumas pontuações referentes aos quesitos serão feitas posteriormente.¹²⁴

Conforme apresentado anteriormente neste trabalho, o CONAR é uma entidade privada, sem fins lucrativos, fundada e integrada por diversas associações representativas do mercado das comunicações e de setores da publicidade, empresas anunciantes, agências de publicidade, meios de comunicação e demais empresas do ecossistema das comunicações comerciais, com

Riscos (ASA). Uma análise do custo-benefício da edição de regramento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários. Abril, 2023, p. 18-19. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf>. Acesso em: 20 maio 2024.

¹²² BSM Supervisão de Mercados. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024, p. 17. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_BSM_Supervisoao_de_Mercados.pdf. Acesso em: 5 jun. 2024.

¹²³ B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_ANBIMA.pdf. Acesso em: 2 jun. 2024.

¹²⁴ APIMEC. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 29 de fevereiro de 2024. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_APIMEC.pdf. Acesso em: 5 jun. 2024.

o objetivo de defender a publicidade ética e responsável. Apesar de possuir uma notável relevância para a autorregulação publicitária nacional, sua manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023¹²⁵ se restringiu a apresentar brevemente a atuação da entidade sobre a atividade dos influenciadores digitais. Neste sentido, a manifestação destaca que o Guia de Publicidade por Influenciadores Digitais¹²⁶ foi elaborado com base em uma série de casos analisados no Conselho de Ética do CONAR e apresenta “*os princípios mais relevantes para a publicidade por influenciadores, em destaque a transparência acerca da natureza comercial e a veracidade sobre os atributos e características da oferta divulgada*”¹²⁷, conforme demonstrado oportunamente no segundo capítulo deste trabalho.

A Associação Brasileira de Anunciantes (“ABA”) é outra entidade do ramo publicitário que apresentou manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023.¹²⁸ A entidade sem fins lucrativos reúne os maiores anunciantes públicos e privados do Brasil e figura como uma das fundadoras e integrantes do CONAR. Neste contexto, a manifestação da ABA responde aos quesitos levantados no Edital da Consulta Pública SDM nº 04/2023 com base nas normas de autorregulamentação ética do CONAR, tais como o Código Brasileiro de Autorregulamentação Publicitária (“CBAP”)¹²⁹ e o Guia de Publicidade por Influenciador Digital do CONAR¹³⁰, ambos apresentados anteriormente no capítulo dois deste trabalho. Portanto, as respostas aos quesitos dadas pela ABA complementam a manifestação superficial do CONAR.

Tendo em vista que algumas respostas extraídas das manifestações das entidades autorreguladoras no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023 correspondem ao entendimento geral das entidades sobre determinados aspectos, os quesitos serão respondidos por meio de um apanhado geral das ideias trazidas em cada manifestação. Neste sentido, inicialmente, em resposta ao quesito “a”, item “i” do Edital de Consulta Pública SDM nº

¹²⁵ CONAR. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_ANBIMA.pdf. Acesso em: 2 jun. 2024.

¹²⁶ CONAR. Guia de Publicidade por Influenciadores Digitais. 2021. Disponível em: http://conar.org.br/pdf/CONAR_Guia-de-Publicidade-Influenciadores_2021-03-11.pdf. Acesso em: 5 jun. 2024.

¹²⁷ CONAR. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024, p. 2. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_ANBIMA.pdf. Acesso em: 2 jun. 2024.

¹²⁸ ABA. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, março de 2024. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_ANBIMA.pdf. Acesso em: 2 jun. 2024.

¹²⁹ CONAR. Código Brasileiro de Autorregulamentação Publicitária. Disponível em: <http://www.conar.org.br/codigo/codigo.php>. Acesso em: 5 jun. 2024.

¹³⁰ CONAR. Guia de Publicidade por Influenciadores Digitais. 2021. Disponível em: http://conar.org.br/pdf/CONAR_Guia-de-Publicidade-Influenciadores_2021-03-11.pdf. Acesso em: 5 jun. 2024.

04/2023, as entidades se manifestaram em favor da boa-fé, transparência e diligência a fim de mitigar conflitos de interesse, conforme dispõe o art. 35 das Regras e Procedimentos do Código de Distribuição de Produtos de Investimento da ANBIMA.¹³¹ A Nota de Orientação 20/2023-BSM também foi reiterada, uma vez que propõe um procedimento de *due diligence* sobre os influenciadores, na qualidade de terceiros contratados. Ainda, a B3 sugeriu a possibilidade de divulgação das informações relevantes identificadas na análise reputacional do influenciador.¹³²

O quesito “a”, item “ii” do Edital de Consulta Pública SDM nº 04/2023, que trata sobre aprovação prévia de material publicitário, foi recepcionado pelas entidades autorreguladoras com ressalvas. Neste sentido, destacam que a orientação de aprovação prévia pode comprometer a criatividade, a estética e a linguagem simples utilizadas pelo influenciador na produção de conteúdo, o que conseqüentemente prejudicaria a eficiência, a eficácia e o engajamento sobre as publicações. Ademais, a dificuldade de padronização do conteúdo para diferentes plataformas digitais, que possuem funcionamentos completamente distintos, é outro obstáculo do controle editorial. A ANBIMA ressalta também as hipóteses em que a avaliação prévia não deve ser feita:

Não compete às instituições contratantes avaliar os materiais de Marketing produzidos pelos influenciadores digitais que se caracterizam como: (i) divulgação genérica de produtos e classes de ativos; (ii) promoção de marca, eventos, serviços diversos ofertados pela instituição que não estejam relacionados diretamente a oferta de valores mobiliários, entre outras ações de branding; (iii) conteúdo educacional e informativo sobre mercado de investimentos; (iv) material divulgado pelo influenciador fora do escopo contratado; e (v) material publicitário elaborado pelo influenciador contratado pelo Assessor de Investimento (AI).¹³³

Sobre o quesito “a”, item “iii” do Edital de Consulta Pública SDM nº 04/2023, a ANBIMA destacou que o art. 13 de seu Código de Distribuição de Produtos de Investimento determina os cuidados que os distribuidores devem ter sobre a divulgação de informações para os investidores¹³⁴. O art. 36 das Regras e Procedimentos do Código de Distribuição de Produtos

¹³¹ ANBIMA. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024, p. 4-5. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_ANBIMA.pdf. Acesso em: 2 jun. 2024.

¹³² B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024, p. 2. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_ANBIMA.pdf. Acesso em: 2 jun. 2024.

¹³³ ANBIMA. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024, p. 6. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_ANBIMA.pdf. Acesso em: 2 jun. 2024.

¹³⁴ *Ibid.*, p. 6-8.

de Investimentos também prevê que os distribuidores devem atuar com a observância das normas de publicidade e com diligência sobre a veracidade das informações passadas. Destacam-se também as hipóteses que devem ser verificadas pelo distribuidor no exame do material publicitário, conforme apresentadas no tópico 2, itens I a IX da Nota de Orientação 20/2023-BSM.¹³⁵

Em resposta ao quesito “a”, item “iv” do Edital de Consulta Pública SDM nº 04/2023, a ANBIMA retomou os arts. 35, I, “c”, e 37 das Regras e Procedimentos do Código de Distribuição de Produtos de Investimentos, que definem, respectivamente, que o contrato celebrado entre os influenciadores e os distribuidores devem informar se o influenciador digital desempenhará atividade regulada, bem como os distribuidores devem garantir que os *finfluencers* possuam certificações para publicar determinados tipos de conteúdo, conforme estabelece o Anexo A à Resolução CVM nº 20/2021.¹³⁶ O tópico 2, item “i” da Nota de Orientação 20/2023-BSM também foi reiterado, uma vez que dispõe sobre o dever do participante de identificar “*possível atuação em atividade regulada sem a devida autorização, com destaque para a atividade de analista de valores mobiliários*”.¹³⁷

Com relação ao quesito “a”, item “v” do Edital de Consulta Pública SDM nº 04/2023, as entidades se manifestaram a favor do monitoramento do cumprimento do contrato. Destaca-se o art. 38 das Regras e Procedimentos do Código de Distribuição de Produtos de Investimentos da ANBIMA, que prevê o armazenamento dos documentos referentes à contratação pelos distribuidores.¹³⁸ A Nota de Orientação 20/2023-BSM também orienta os participantes a realizarem o monitoramento dos influenciadores contratados, zelando pela

¹³⁵ BSM Supervisão de Mercados. Nota de Orientação 20/2023-BSM, p. 10-11. Disponível em <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/NO-BSM-20-2023-Influenciadores-Digitais.pdf>. Acesso em: 5 jun. 2024.

¹³⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 20, de 26 de maio de 2021. Estabelece normas e procedimentos a serem observados na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários e revoga a Deliberação CVM nº 105, de 22 de janeiro de 1991, e as Instruções CVM nº 51, de 9 de junho de 1986, CVM nº 333, de 6 de abril de 2000, CVM nº 505, de 27 de setembro de 2011, Instrução CVM nº 526, de 21 de setembro de 2012; Instrução CVM nº 581, de 29 de setembro de 2016; Instrução CVM nº 612, de 21 de agosto de 2019; e Instrução CVM nº 618, de 28 de janeiro de 2020. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol035.html>. Acesso em: 3 jun. 2024.

¹³⁷ BSM Supervisão de Mercados. Nota de Orientação 20/2023-BSM, p. 10. Disponível em <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/NO-BSM-20-2023-Influenciadores-Digitais.pdf>. Acesso em: 5 jun. 2024.

¹³⁸ ANBIMA. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024, p. 10. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_ANBIMA.pdf. Acesso em: 2 jun. 2024.

manutenção da integridade dos mercados.¹³⁹ As manifestações analisadas não apresentaram considerações sobre o quesito “a”, item “vi”.

Ao quesito “b” do Edital de Consulta Pública SDM nº 04/2023, as entidades autorreguladoras responderam pontuando a necessidade de menções expressas nas publicações sobre o conteúdo ser publicitário oriundo de uma contratação entre influenciador e participante do mercado. Neste contexto, foram ressaltados o art. 35, IV, das Regras e Procedimentos do Código de Distribuição de Produtos de Investimentos e o tópico 1.3 da Nota de Orientação 20/2023-BSM.¹⁴⁰ Em seguida, para responder ao quesito “c”, a ANBIMA citou o art. 35, II, das referidas Regras e Procedimentos, que diz que a atuação do influenciador deve ser guiada por boa-fé, transparência e diligência, conforme deve dispor o contrato. De acordo com o tópico 1.2 da Nota da BSM, o participante deve envidar melhores esforços para identificar eventuais conflitos de interesse, podendo, inclusive, solicitar informações sobre eventuais vínculos anteriores do influenciador com outros participantes do mercado, segundo disposto no tópico 1.4 do documento da BSM.¹⁴¹

Em resposta ao quesito “d”, item “i” do Edital de Consulta Pública SDM nº 04/2023, a ANBIMA entende que os distribuidores devem manter atualizada a relação dos influenciadores digitais contratados e disponibilizá-la à entidade, conforme art. 35, §2º, das Regras e Procedimentos do Código de Distribuição de Produtos de Investimentos. Neste sentido, o tópico 1.3 da Nota de Orientação 20/2023-BSM aponta como boa prática a divulgação dessa listagem pelo participante em seu website.¹⁴² A B3 também se manifestou apontando que entende ser fundamental a divulgação da relação de parceria, bem como de participação direta ou indireta no capital social e de “*quaisquer conexões materiais significativas entre influenciadores digitais com a empresa contratante, sejam elas familiares, financeiras ou relacionadas ao emprego*”.¹⁴³

¹³⁹ BSM Supervisão de Mercados. Nota de Orientação 20/2023-BSM, p. 10. Disponível em <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/NO-BSM-20-2023-Influenciadores-Digitais.pdf>. Acesso em: 5 jun. 2024.

¹⁴⁰ ANBIMA. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024, p. 11-12. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_ANBIMA.pdf. Acesso em: 2 jun. 2024.

¹⁴¹ *Ibid.*, p. 12-13.

¹⁴² *Ibid.*, p. 13-14.

¹⁴³ B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024, p. 7. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_ANBIMA.pdf. Acesso em: 2 jun. 2024.

As entidades compreendem que essa exigência sobre a divulgação transparente deve se estender a todos os participantes regulados, conforme respostas ao quesito “d”, item “ii” do Edital de Consulta Pública SDM nº 04/2023. Ademais, as informações necessárias para promover a transparência, solicitadas no quesito “d”, item “iii”, correspondem às indicadas pela autorregulação da ANBIMA e da BSM, conforme indicado no segundo capítulo deste trabalho. Ainda sobre a demanda de transparência, em resposta ao quesito “e”, a ANBIMA pontua que suas Regras e Procedimentos do Código de Distribuição de Produtos de Investimentos, no art. 65, VI, não consideram que a propaganda institucional consiste em conteúdo publicitário ou técnico.¹⁴⁴ A BSM também se manifestou, sugerindo que a CVM desse maior visibilidade aos influenciadores credenciados como analistas, disponibilizando “*uma lista de analistas de valores mobiliários registrados na autarquia, com indicação de seu nome de usuário e redes sociais em que atua*”.¹⁴⁵

Sobre o quesito “f”, as entidades demonstraram que os cuidados que agentes regulados devem ter sobre a promoção de campanhas publicitárias por meio de redes sociais já é matéria de regulamentação específica. No entanto, como cuidado adicional, a BSM recomenda que as instituições financeiras elaborem políticas e procedimentos internos robustos para direcionar a divulgação adequada e materiais publicitários e de marketing, conforme uma série de recomendações pontuadas em sua manifestação. Ademais, indicam também que as instituições revisem tais políticas e procedimentos internos de forma periódica.¹⁴⁶

Como aperfeiçoamento regulatório, em resposta ao quesito “g”, a ANBIMA propõe a incorporação à Resolução CVM nº 20/2021 dos esclarecimentos e orientações indicados nos Ofícios-Circulares CVM/SIN 2/2019 e CVM/SIN 13/2020, que tratam sobre a atividade de analista de valores mobiliários e pontuam diretrizes relativas à divulgação de conteúdo publicitário através de plataforma digital.¹⁴⁷ Apesar de não ter respondido especificamente ao

¹⁴⁴ ANBIMA. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024, p. 14-15. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_ANBIMA.pdf. Acesso em: 2 jun. 2024.

¹⁴⁵ BSM Supervisão de Mercados. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024, p. 10. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_BSM_Superviso_de_Mercados.pdf. Acesso em: 5 jun. 2024.

¹⁴⁶ *Ibid.*, p. 6.

¹⁴⁷ ANBIMA. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024, p. 16. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_ANBIMA.pdf. Acesso em: 2 jun. 2024.

questo, a BSM ressalta que é de suma importância que o regulador estabeleça uma definição do termo “influenciador digital”, de acordo com o que a BSM considera:

pessoas naturais ou jurídicas que se destacam nas plataformas de redes sociais e utilizam sua popularidade e influência para disseminar conteúdo educacional, publicitário e/ou informações relacionados ao mercado financeiro e de capitais e comportamentos que possam de alguma forma influenciar ou induzir a tomada de decisão de investimento por parte do investidor.¹⁴⁸

A ANBIMA repetiu a resposta do quesito “g” no quesito “h”, no entanto, a APIMEC também deu início à sua manifestação a partir da resposta da SSA/APIMEC sobre este quesito, que contempla a atuação de pessoa natural como analista de valores mobiliários. Neste contexto, com base em sua experiência como entidade autorreguladora, a SSA ressalta que diversos analistas se queixam das restrições do art. 13 da Resolução CVM nº 20/2021, o qual consiste em uma determinação que inviabiliza os investimentos pessoais dos analistas de valores mobiliários. Conseqüentemente, as restrições do art. 13 consistem em um obstáculo para que *finfluencers* optem por se credenciar perante a APIMEC. Em face desse dispositivo, a APIMEC sugere uma alteração que mitigue os efeitos do art. 13:

Sugerimos revisão do art. 13 da Resolução CVM nº 20/2021, de forma a possibilitar que os Analistas realizem operações sobre valores mobiliários e derivativos lastreados em valores mobiliários. Além disso, uma medida para flexibilizar a aplicação do art. 13 poderia ser a obrigação do analista de manter, de forma contínua, os ativos que compõem sua carteira pessoal, divulgada em seu site e nos relatórios que divulgar aos clientes. (full disclosure).¹⁴⁹

Em resposta ao quesito “i”, que questiona sobre aperfeiçoamento normativo da Resolução CVM nº 20/2021 com relação a disposições sobre pessoas jurídicas, a SSA/APIMEC sugere a adição de uma seção para tratar “*Das obrigações e deveres das Pessoas Jurídicas para a celebração de parcerias com terceiros visando angariar novos clientes*”.¹⁵⁰ Conforme entendimento da BSM, a utilização do arcabouço regulatório existente para englobar o fenômeno dos *finfluencers* é mais eficiente do que o estabelecimento de uma nova categoria de agente regulado. Neste sentido, propõe apenas que seja elaborada uma definição atualizada de

¹⁴⁸ BSM Supervisão de Mercados. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024, p. 4. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_BSM_Supervi_sao_de_Mercados.pdf. Acesso em: 5 jun. 2024.

¹⁴⁹ APIMEC. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 29 de fevereiro de 2024, p. 2. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_APIMEC.pdf. Acesso em: 5 jun. 2024.

¹⁵⁰ *Ibid.*, p. 2.

“recomendações de investimentos”, não necessariamente na Resolução CVM nº 20/2021, tendo em vista que não respondeu ao quesito:

22. Para os fins estabelecidos na Consulta Pública, mostra-se pertinente a construção de uma definição atualizada de “recomendações de investimentos”, estabelecendo-se, para tanto, parâmetros objetivos, considerando o contexto atual de atuação de Influenciadores no mercado financeiro e de capitais.¹⁵¹

A CVM também questionou a possibilidade de modificação da expressão “relatório de análise”, conforme quesito “j”. A ANBIMA sugere que a expressão seja modificada apenas para “análise”¹⁵², enquanto a SSA/APIMEC aponta que a expressão poderia ser alterada para “conteúdo de análise”, além de sugerir que a CVM inclua menção expressa a “redes sociais” no §2º do art 1º da Resolução CVM nº 20/2021.¹⁵³ Sobre a forma por meio da qual o influenciador deve cientificar que é analista para sua audiência, segundo quesito “k”, a ANBIMA indicou que *finfluencer* deve pontuar essa condição na descrição do perfil de usuário (“bio”) na rede social.¹⁵⁴ Adicionalmente, a SSA/APIMEC recomenda que este *disclaimer* seja feito pelo influenciador em todos os seus vídeos.¹⁵⁵

O quesito “l”, item “i”, pontuou a possibilidade de estabelecimento de critérios quantitativos sobre os elementos de habitualidade e de remuneração indireta que determinam o caráter profissional no desempenho de atividades reguladas. A ANBIMA respondeu que considera importante esta orientação e que esta deve ser feita ao mercado por meio de ofício, observados os aspectos previstos nos itens 7, 8 e 9 do Ofício-Circular CVM/SIN 13/2020.¹⁵⁶

¹⁵¹ BSM Supervisão de Mercados. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024, p. 8. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_BSM_Superviso_de_Mercados.pdf. Acesso em: 5 jun. 2024.

¹⁵² ANBIMA. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024, p. 16. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_ANBIMA.pdf. Acesso em: 2 jun. 2024.

¹⁵³ APIMEC. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 29 de fevereiro de 2024, p. 3. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_APIMEC.pdf. Acesso em: 5 jun. 2024.

¹⁵⁴ ANBIMA. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024, p. 17. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_ANBIMA.pdf. Acesso em: 2 jun. 2024.

¹⁵⁵ APIMEC. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 29 de fevereiro de 2024, p. 3. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_APIMEC.pdf. Acesso em: 5 jun. 2024.

¹⁵⁶ ANBIMA. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024, p. 17-18. Disponível em:

Em contrapartida, apesar de reconhecer que os critérios de habitualidade e de remuneração direta ou indireta constituem elementos suficientes para o reconhecimento do caráter profissional da atividade desempenhada pelo *finfluencer*, a BSM pontuou que a atuação da CVM pode ser limitada pela determinação de critérios quantitativos:

24. Ademais, a habitualidade e a existência de remuneração, direta ou indireta, são elementos usualmente considerados pela CVM para determinar o caráter profissional no desempenho de atividades reguladas no mercado de capitais, especificamente de análise de valores mobiliários. Tais critérios, na percepção da BSM, mostram-se mais do que suficientes para o reconhecimento do caráter profissional da atividade desempenhada pelo Influenciador.

25. No entanto, na visão da BSM, a fixação de parâmetros quantitativos de remuneração como uma forma de se estabelecer que determinado Influenciador está atuando profissionalmente como um agente regulado, ainda que não credenciado para tal, pode limitar a atuação da CVM.

26. Na realidade, o mero recebimento de remuneração, direta ou indireta, por si só, independentemente de valores, já se mostra suficiente para o reconhecimento do caráter profissional na atividade desempenhada pelo Influenciador. Nesse contexto, porém, convém o estabelecimento de exemplos não taxativos do que, no entendimento do regulador, seria uma remuneração indireta.¹⁵⁷

Em linha com o posicionamento da ANBIMA e da BSM, a SSA/APIMEC também ressaltou que os participantes do mercado necessitam de esclarecimentos sobre o que caracterizaria o aspecto profissional da atividade de análise, bem como pontuou hipóteses em que são observados os diferentes tipos de remuneração:

Remunerações Diretas: i) Vínculo CLT; ii) Contrato de prestação de serviço; iii) Venda de assinaturas para ter acesso aos relatórios; iv) Venda de acesso a determinado canal para ter acesso às análises;

Remunerações Indiretas: i) Monetização das plataformas de redes sociais ii) Parcerias possibilitadas pelas plataformas; iii) Publicidades possibilitadas pelas plataformas.¹⁵⁸

Com relação ao quesito “i”, “ii”, sobre demais elementos que deveriam ser utilizados para determinar o caráter profissional das atividades, a ANBIMA pontuou que a produção de conteúdo publicitário que possa ser entendido como relatório de análise ou a recomendação de produtos e serviços são dois elementos que podem identificar que o influenciador está atuando

https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_ANBIMA.pdf. Acesso em: 2 jun. 2024.

¹⁵⁷ BSM Supervisão de Mercados. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024, p. 9. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_BSM_Superviso_de_Mercados.pdf. Acesso em: 5 jun. 2024.

¹⁵⁸ APIMEC. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 29 de fevereiro de 2024, p. 4. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_APIMEC.pdf. Acesso em: 5 jun. 2024.

no escopo de atividades reguladas. Portanto, a entidade sugere que a CVM faça “*um esclarecimento formal sobre os limites práticos do que um profissional influenciador pode, ou não, exercer sem entrar na esfera de atividades reguladas, como analistas, consultores e assessores de investimentos*”.¹⁵⁹ Adicionalmente, a SSA/APIMEC pontua que a CVM poderia estabelecer parâmetros objetivos e quantitativos com base nos números de inscritos por canal e visualizações em determinados períodos, com base nos parâmetros de monetização do YouTube.¹⁶⁰

Sobre a possibilidade de aperfeiçoamento regulatório proposta no quesito “m”, no sentido de facilitar o credenciamento de analistas a fim de fomentar a regularização de influenciadores digitais, a SSA/APIMEC se posicionou contrária à flexibilização das exigências sobre o credenciamento, uma vez que este processo tem como fundamento a análise da capacidade técnica e intelectual do profissional que efetua recomendações, a fim de garantir a proteção dos investidores:

A retirada de obstáculos para que influenciadores se credenciem como Analistas de Valores Mobiliários não é benéfica, tampouco, positiva. A princípio, entendemos que, independentemente da forma que será ofertado o serviço de análise de Valores Mobiliários, seja pelos meios tradicionais, ou por rede sociais, ainda que o profissional se denomine como “Influenciador Digital”, ao fim e ao cabo, a atividade que será desenvolvida é de análise. Por isso, se faz necessária a comprovação de sua capacidade técnica e intelectual por meio da realização e aprovação nos exames de certificação (CNPI, CNPI-T ou CNPI-P) e, subsequentemente, por meio do credenciamento como Analista de Valores Mobiliários. Tais medidas visam atender, da melhor forma, os interesses dos investidores, sujeitando todos que exerçam a atividade de análise, mesmo que influenciadores digitais, à regulamentação imposta pela Resolução CVM nº 20/2021. Hoje, o que se observa é que os influenciadores digitais estão à margem da regulamentação, por isso, a retirada de obstáculos nos parece, com a devida vênia, não ser o melhor caminho a seguir.¹⁶¹

Em seguida, o quesito “n” pontua a hipótese de estabelecimento de um *safe harbor* para os influenciadores que se encontram em situações limítrofes com relação às atividades profissionais reguladas. A SSA/APIMEC se posicionou contrária ao estabelecimento de um *safe harbor*, tendo em vista que essa medida não remediaria a questão da omissão regulatória

¹⁵⁹ ANBIMA. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024, p. 17. Disponível em:

https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_ANBIMA.pdf. Acesso em: 2 jun. 2024.

¹⁶⁰ APIMEC. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 29 de fevereiro de 2024, p. 4. Disponível em:

https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_APIMEC.pdf. Acesso em: 5 jun. 2024.

¹⁶¹ *Ibid.*, p. 4.

em face da qual a Consulta Pública foi estabelecida.¹⁶² A ANBIMA, por outro lado, esclareceu que a eventual criação de um *safe harbor* traria segurança jurídica às atividades de influenciadores que estejam em situações limítrofes, bem como transparência aos investidores dessa condição de determinados influenciadores. Em contrapartida, a entidade também ressalta que esse recurso ensejaria a restrição da flexibilidade na sua atuação e, com o passar do tempo, a falta de aderência à realidade.¹⁶³

Ainda que a BSM não tenha se manifestado especificamente sobre o quesito “n”, propôs uma solução que pode ser entendida como o estabelecimento de um *safe harbor* específico para os influenciadores digitais. Neste cenário, a BSM sugere a criação de um selo de qualificação que poderia ser obtido pelo influenciador por meio de aprovação mínima em treinamentos e programas educacionais oferecidos pela CVM, nos moldes indicados a seguir:

30. Todo Influenciador, seja ele contratado ou não por agente regulado, poderia aderir ao selo de qualificação. No entanto, a BSM recomenda que, para obtenção de referido selo de qualificação, o Influenciador tenha obtido aprovação mínima nos treinamentos e programas educacionais a serem construídos e oferecidos a esse público, bem como tenha fornecido à CVM informações acerca de sua experiência, qualificação, parcerias/contratos, quantidade de seguidores em redes sociais, potenciais conflitos de interesse e qualquer compensação que recebam pela promoção de produtos financeiros. Com isso, o regulador poderá disponibilizar, em seu site, uma lista pública de todos os Influenciadores aos quais foram atribuídos o selo de qualificação.

31. Seria interessante estabelecer, ainda, que a manutenção do selo de qualificação será reavaliada a qualquer tempo pela CVM, podendo o Influenciador ter referido selo cancelado, caso se verifique, por exemplo, que este:

- (i) prestou informações inverídicas ou inconsistentes ao regulador;
- (ii) fora condenado por crime falimentar, prevaricação, suborno, concussão, peculato, lavagem de dinheiro ou ocultação de bens, direitos e valores contra a economia popular, a ordem econômica, as relações de consumo, a fé pública ou a propriedade pública, o sistema financeiro nacional;
- (iii) fora condenado a sanção de qualquer natureza em processo administrativo ou sancionador perante entidades reguladoras e autorreguladoras dos mercados de capitais e financeiro; ou
- (iv) figura como acusado de crimes ou infrações no âmbito dos mercados de capitais e financeiro em processos judiciais ou administrativos.¹⁶⁴

Por fim, caso seja estabelecido um *safe harbor* para influenciadores em situações limítrofes a atividades reguladas, a CVM questiona, no quesito “o”, se deverá ser exigida a

¹⁶² *Ibid.*, p. 4-5.

¹⁶³ ANBIMA. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024, p. 19-20. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_ANBIMA.pdf. Acesso em: 2 jun. 2024.

¹⁶⁴ BSM Supervisão de Mercados. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024, p. 17. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_BSM_Supervi](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_BSM_Superviso_de_Mercados.pdf) . Acesso em: 5 jun. 2024.

transparência desses influenciadores sobre o fato de que não são agentes regulados. Em resposta, a ANBIMA recomendou a inclusão de avisos que descaracterizem a atividade, tais como os previstos no art. 78 das Regras e Procedimentos do Código de Distribuição de Produtos de Investimentos.¹⁶⁵ A SSA/APIMEC também se manifestou a favor da inclusão de disclaimers:

Nos casos dos influenciadores que não vão realizar análise sobre valores mobiliários e cujos conteúdos, em hipótese alguma, poderão auxiliar os investidores no processo de tomada de decisão de investimentos, sugerimos que também disponibilizem disclaimer, na descrição de seu vídeo/canal, informando qual o conteúdo está sendo ofertado e o objetivo.¹⁶⁶

Em suma, as manifestações das entidades autorreguladoras dos mercados financeiro e de capitais demonstram que há um arcabouço normativo regulatório advindo da autorregulação que deve ser observado pela CVM em eventual edição de norma para sedimentar a controvérsia sobre a atividade dos influenciadores digitais. As regras e procedimentos da ANBIMA e as orientações da BSM estabelecem, em conjunto, uma fonte normativa robusta para auxiliar no desenvolvimento de uma norma específica sobre os *finfluencers*. Outros aspectos operacionais também foram trazidos nas manifestações, em complemento com o que tem sido publicado e analisado pelas entidades em geral.

Embora a CVM conte com regulamentação específica sobre as atividades profissionais realizadas no âmbito dos mercados financeiro e de capitais, e, por esta razão, algumas entidades autorreguladoras entendem que não há necessidade de produção de uma normativa inédita, a CVM deve se manifestar sobre alguns aspectos da atividade dos influenciadores digitais e poderá prestar esses esclarecimentos por meio de ofícios ou de alterações às normas já vigentes, a fim de englobar a realidade dos *finfluencers*.

¹⁶⁵ ANBIMA. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024, p. 20. Disponível em:

https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_ANBIMA.pdf. Acesso em: 2 jun. 2024.

¹⁶⁶ APIMEC. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 29 de fevereiro de 2024, p. 5. Disponível em:

https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_APIMEC.pdf. Acesso em: 5 jun. 2024.

CONCLUSÃO

A fim de explorar os desafios regulatórios enfrentados pela Comissão de Valores Mobiliários na supervisão da atividade dos *finfluencers*, foi necessário, em um primeiro momento, esclarecer brevemente o conceito de influenciadores digitais. Apesar de não haver normativa específica que determine os elementos que caracterizam esta atividade profissional, o presente trabalho buscou demonstrar que as entidades autorreguladoras, bem como demais organizações e instituições, estão realizando esforços para delinear os principais aspectos dessa atividade recente no ambiente digital.

Neste contexto, antes de analisar especificamente a atividade dos influenciadores digitais, o primeiro capítulo constatou que o espaço virtual ainda não possui regulamentações que abarcam com amplitude todas as relações e as profissões que se estabelecem nesse ambiente, tendo em vista que as tecnologias estão em constante desenvolvimento. A morosidade legislativa é um problema severo no Brasil, contudo, enquanto não são elaboradas normativas claras e extensas sobre o espaço digital e seus agentes, alguns estudiosos, a autorregulação e o mercado desbravam o horizonte virtual e formulam conceitos, princípios e regras para mitigar conflitos e condutas irregulares neste ambiente.

Em suma, a BSM apresentou um conceito de influenciadores digitais, conforme exposto no primeiro capítulo, que guiou o presente trabalho. Ademais, este estudo buscou esclarecer brevemente os conceitos de plataformas de participação em rede, de aplicações de relacionamento e de mídia digital, de provedores de conexão e de provedores de aplicações, a fim de facilitar a análise do cenário em que os influenciadores digitais atuam. Uma vez que a atividade dos influenciadores norteia o processo decisório do público, foram apresentadas análises acerca do exercício de influência.

Tendo em vista que o marketing de influência é exercido por influenciadores digitais que tratam sobre mercados financeiro e de capitais, o primeiro capítulo fez uma distinção entre o influenciador genérico e o *finfluencer*, a fim de esclarecer que a possibilidade de regulação discutida no presente trabalho se destina majoritariamente aos influenciadores financeiros. Neste contexto, destacaram-se os estudos da ANBIMA sobre esses profissionais, tais como o “FIfluence – quem fala de investimentos nas redes sociais”, que apresenta os principais tipos de influenciadores de finanças, bem como o escopo de seus trabalhos, os tipos de conteúdo que discutem, em quais redes sociais desenvolvem suas atividades e quais influenciadores possuem audiências maiores.

Outro trabalho que contribuiu expressivamente para os estudos sobre os *finfluencers* foi a Análise de Impacto Regulatório (“AIR”) elaborada pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (“ASA”) da CVM em 2023. Este estudo foi produzido com base nas parcerias entre a CVM e diversas entidades do mercado, tais como a B3, a BSM, a ANBIMA e a APIMEC, que, conforme apresentado em diversos momentos do presente trabalho, elaboraram uma vasta normativa autorregulatória, dentre outras iniciativas que facilitaram este estudo.

Segundo os estudos referenciados no primeiro capítulo, a fiscalização sobre os *finfluencers* deve ser realizada a fim de mitigar os riscos de ocorrência de ilícitos de mercado e de condutas irregulares, bem como proteger o investidor que consome o conteúdo digital produzido por esses agentes, garantindo que a informação publicada seja verdadeira e transparente. Com o objetivo de exemplificar como a atuação de influenciadores digitais pode direcionar os interesses dos investidores e manipular o mercado, foram apresentados quatro casos: (i) o caso em que o empresário Elon Musk impulsionou a criptomoeda Dogecoin; (ii) o fenômeno de “*pump and dump*” ocorrido com a criptomoeda “*Save the Kids*”; (iii) o movimento do Reddit sobre os papéis da GameStop; e (iv) o fenômeno de “*short squeeze*” sobre as ações do Institutos Resseguros do Brasil.

Em seguida, uma vez que a atividade dos *finfluencers* pode extrapolar a mera publicação de conteúdo nas redes sociais de caráter opinativo, assumindo formas semelhantes aos trabalhos de profissionais do mercado de capitais, o primeiro capítulo se encerrou por meio da comparação entre a atividade dos *finfluencers* e a profissão de analista de valores mobiliários, regulada pela CVM por meio da Resolução CVM nº 20/2021. Dentre as atividades reguladas que se assemelham à atuação dos influenciadores digitais, foram analisadas a consultoria de valores mobiliários e a assessoria de investimentos, sendo esta última uma atividade que guarda certa similaridade com a atuação dos *finfluencers*, tendo em vista a possibilidade deste agente receber remuneração ou comissão por exercer a prospecção e a captação de clientes para o intermediário contratante. No entanto, o entendimento apontado na AIR da ASA revela que a análise de valores mobiliários é a que possui características que mais se confundem com as da atividade profissional de influenciador, uma vez que é generalista, diferentemente das outras duas, que são voltadas para destinatários particulares e específicos.

Neste contexto, foram verificadas as principais características da atividade profissional de análise de valores mobiliários, que corresponde à produção de relatórios de análise e recomendações de investimento. Por conseguinte, o analista de valores mobiliários só pode atuar com a devida certificação, garantida por meio da realização de exames de qualificação, e deve observar as regras estabelecidas na regulamentação específica em suas atividades. Apesar

de poderem atuar por meio das redes sociais, realizando publicações de relatórios e recomendações de investimentos, os analistas de valores mobiliários são guiados por alguns elementos caracterizam sua atividade, mas que não são obrigatoriamente observados nas atividades dos influenciadores: (i) caráter profissional; (ii) elaboração de relatório de análise; (iii) publicação, divulgação ou distribuição de conteúdo a terceiros; e (iv) recomendação de investimentos.

A recomendação de valores mobiliários, bem como a prospecção e a captação de clientes, são as atividades que estabelecem as principais distinções entre as espécies de influenciadores digitais: (i) influenciadores que não tratam de temas financeiros, mas realizam publicidade para participantes do mercado; (ii) influenciadores que divulgam somente conteúdos relacionados à educação financeira; (iii) influenciadores que exercem a atividade de assessoria de investimentos; e (iv) influenciadores que exercem a atividade de análise de valores mobiliários.

Os influenciadores que realizam atividades próprias dos mercados financeiro e de capitais são passíveis de serem identificados como analistas de valores mobiliários ou assessores de investimento, enquanto os demais influencers que abordam apenas conteúdos de educação financeira, bem como os influenciadores que realizam publicidade institucional, não estão exercendo atividade que não cabe à regulação. Indubitavelmente, por mais que a atividade de determinados influenciadores digitais, *finfluencers* ou genéricos, não sejam objeto de regulação do mercado, as relações contratuais celebradas entre os participantes do mercado com influenciadores digitais devem observar regras sobre a publicidade de produtos de investimentos e serviços.

As contratações entre influenciadores digitais e participantes do mercado são pautadas em regras previstas principalmente pela autorregulação, uma vez que as instituições financeiras são destinatárias de uma série de normativas sobre mercados financeiro e de capitais. Por meio do segundo capítulo, foram demonstradas, inicialmente, algumas modalidades de contratos típicos e atípicos que podem ser utilizadas pelos influenciadores digitais no exercício de suas atividades: contrato de agência, contrato de prestação de serviços, contrato de parceria e contrato de patrocínio.

Uma vez que a doutrina e a legislação são omissas sobre as espécies de contratos celebrados pelos influenciadores digitais no âmbito das contratações para atividades publicitárias, de modo que essas contratações são feitas por contratos atípicos, foram demonstradas as referências da autorregulação que estabelecem critérios e parâmetros para a celebração dos contratos entre influenciadores e participantes do mercado. Inicialmente,

destaca-se a autorregulação do CONAR, exercida por meio do Código Brasileiro de Autorregulamentação Publicitária (“CBAP”), que estabelecem padrões éticos para o exercício da atividade publicitária em geral, bem como o Guia de Publicidade por Influenciadores Digitais desta entidade. Ainda no contexto da autorregulamentação publicitária, este trabalho apresentou as considerações da ABRADi publicadas no Código de Conduta para Agências Digitais na Contratação de Influenciadores.

No âmbito da autorregulação dos mercados financeiro e de capitais, a BSM e a ANBIMA são as entidades que apresentaram as principais referências normativas sobre as contratações e as atividades dos influenciadores, que consistem, respectivamente, na Nota de Orientação 20/2023-BSM e nas Regras e Procedimentos do Código de Distribuição de Produtos de Investimento da ANBIMA, bem como o próprio Código de Distribuição de Produtos de Investimento e as Regras e Procedimentos para Contratação de Influenciadores Digitais, que consolidam as regras previstas nos dois últimos.

Somando todas as disposições apresentadas, o contrato celebrado entre influenciadores digitais e participantes do mercado deverá conter os seguintes elementos, além dos elementos comuns a quaisquer contratos: (i) documento escrito formal e instrumentalizado, a fim de garantir a segurança jurídica da relação contratual; (ii) descrição detalhada sobre o escopo da atividade publicitária sobre a divulgação do produto ou serviço, incluindo o quantitativo de publicações que serão realizadas; (iii) remuneração, compensação ou comissões sobre a relação comercial, ainda que não sejam financeiras; (iv) procedimento de monitoramento ou ingerência do anunciante sobre a atuação do influenciador digital, que contempla, também, o controle editorial ou a análise prévia do material publicitário; (v) obrigações do influenciador digital sobre transparência e divulgação nas publicações que demonstrem que o conteúdo é publicitário; (vi) obrigações do influenciador digital de atuar com diligência e boa-fé; (vii) obrigações do influenciador digital atuar nos limites estabelecidos pelo contrato; e (viii) penalidades contratuais a fim de garantir o estrito cumprimento às determinações do contrato.

Em seguida, o segundo tópico do segundo capítulo identificou as obrigações contratuais adquiridas pelos influenciadores no âmbito das relações estabelecidas com participantes do mercado. Tendo em vista que a atuação do influenciador digital engloba atividades próprias das áreas de publicidade e de marketing, a autorregulação do CONAR recai sobre esses agentes digitais e determina deveres específicos no Anexo E do CBAP.

Adicionalmente, a ANBIMA consolidou uma série de deveres que devem ser observados pelos influenciadores digitais na página “Tá na Rede - manual ANBIMA de melhores práticas para influencers”. Em resumo, os principais deveres dos influenciadores

digitais correspondem à atuação transparente com os seguidores, de modo que o público sempre seja informado da existência de registros na CVM ou certificações de entidades reguladoras que o influenciador possua, dos vínculos profissionais com instituições financeiras, dos patrocínios de instituições financeiras sobre os conteúdos e das relações do influenciador com os ativos analisados ou recomendados, portanto, se esses ativos compõem sua carteira ou se são oferecidos por alguma instituição com a qual o influenciador possua vínculos.

O segundo capítulo foi concluído com a demonstração dos deveres dos participantes do mercado advindos das normas já existentes que devem ser observados no escopo das relações contratuais. Inicialmente, destaca-se o dever de monitoramento contínuo do intermediário sobre os terceiros contratados, que corresponde ao dever do participante de zelar pelo funcionamento regular e pela integridade do mercado, bem como na atitude proativa que este agente financeiro deve ter em face de atividades irregulares, conforme disposições da Resolução CVM nº 35/2021. Neste sentido, buscar garantir que o influenciador contratado possua determinadas certificações para exercer algumas atividades é outra prática de monitoramento recomendada pela ANBIMA em suas Regras e Procedimentos para Contratação de Influenciadores Digitais.

Supletivamente, a Nota de Orientação 20/2023-BSM recomendou alguns procedimentos correspondentes à atuação diligente dos participantes do mercado no escopo das contratações com influenciadores digitais para ações publicitárias de divulgação de produtos de investimentos e de serviços das instituições financeiras. Sobre a questão da transparência das relações contratuais, a BSM indicou que a instituição participante divulgasse a existência de vínculos com influenciadores em seus próprios meios, como websites e redes sociais, além da exigência de menção de *disclaimers* nas publicações dos *finfluencers*. Ademais, a BSM propôs que os participantes realizassem procedimentos de *due diligence* nos mesmos moldes dos procedimentos de compliance do tipo “*Know Your Partner*”, a fim de conduzir avaliações prévias sobre o terceiro contratado e os riscos envolvidos na contratação. Por fim, foi sugerida a utilização de canais de denúncia pelos participantes para receber reclamações sobre condutas irregulares dos influenciadores digitais, na qualidade de terceiros contratados, pelo público.

O terceiro e último capítulo deste trabalho se desdobrou sobre o principal evento que regulatório que suscitou drasticamente a controvérsia dos influenciadores digitais no mercado de valores mobiliários nos últimos anos: a Consulta Pública SDM nº 04/2023. Preliminarmente, foram apresentadas as principais conclusões da AIR da ASA que embasaram a publicação do referido Edital – uma vez que já existe um arcabouço legal que enseja a responsabilização dos *finfluencers* na ocorrência de atuações irregulares, o principal objeto de eventual normativa da CVM deve abranger as relações estabelecidas entre os participantes do mercado e os

influenciadores digitais para ações patrocinadas, tendo em vista o problema da transparência sobre essas relações. Em resumo, a ASA entende que os impactos da proposta de regulamentação são baixos, enquanto os benefícios de uma eventual normatização sobre as contratações entre influenciadores e participantes são diversos.

No momento atual em que a Consulta Pública, apesar de encerrada em março de 2024, ainda não gerou resultados concretos por meio de alterações normativas ou publicações de ofícios sobre a controvérsia, é importante demonstrar como a CVM têm atuado com relação a influenciadores digitais que atuam nas margens da regulação ou por meio de condutas irregulares. Neste contexto, dois casos foram apresentados no terceiro capítulo para a análise da atividade sancionadora da CVM: (i) Deliberação CVM nº 890, de 6 de março de 2024, que atribuiu *stop order* ao Sr. Marcos Eduardo Elias; e (ii) Deliberação CVM nº 803, de 21 de dezembro de 2018, que determinou a suspensão de oferta de serviço de análise de valores mobiliários pelo Sr. Emir Sancler Leal de Melo.

Em seguida, todos os quesitos elencados no Edital de Consulta Pública SDM nº 04/2023 foram referenciados neste trabalho, que contemplaram, em síntese, três aspectos – inicialmente, a CVM levantou questionamentos sobre contratação e transparência, a fim de avaliar quais regras e condutas devem ser observadas no estabelecimento de parcerias entre agentes diversos do mercado de valores mobiliários com influenciadores digitais a fim de promover os serviços ou os produtos de investimento dos primeiros.

Ademais, uma série de quesitos se refere ao interesse da CVM em esclarecer questões sobre a promoção e a divulgação de conteúdos por meio de redes sociais e plataformas de mídia, bem como a modernização das normas existentes sobre atividades reguladas por meio de possíveis atualizações regulatórias, a fim de atualizar as cautelas que devem ser observadas na realização de promoções e divulgação de informações.

Por fim, a CVM pontuou uma sequência de quesitos sobre o limiar de atuação entre os influenciadores e os analistas de valores mobiliários, com o objetivo de compreender qual seria o tratamento regulatório adequado que deveria ser dado aos influenciadores que se manifestam sobre valores mobiliários específicos, tanto nas hipóteses em que os agentes digitais tenham autorização para realizar análise de valores mobiliários, quanto na ausência desta.

O último tópico deste trabalho abarcou as manifestações das entidades autorreguladoras dos mercados financeiro e de capitais, com a finalidade de demonstrar que alguns aspectos sobre as contratações entre influenciadores digitais e participantes do mercado já estão consolidados por meio das normas apresentadas no segundo capítulo. Como visto, apesar de o contrato de parceria entre entes regulados e *finfluencers* constituir um instrumento atípico, a

autorregulação do mercado tem se posicionado no sentido de estabelecer critérios mínimos para que esses contratos respeitem os princípios do mercado.

Contudo, ainda que as entidades autorreguladoras se posicionem majoritariamente em consonância sobre os principais questionamentos levantados no Edital de Consulta Pública SDM nº 04/2023, para além das determinações já dispostas nas normas de autorregulação, alguns aspectos são controversos e merecem o devido destaque nesta conclusão do trabalho.

Inicialmente, em resposta ao quesito “a”, item “i”, além de as entidades reiterarem as recomendações da ANBIMA e da BSM sobre a boa-fé, transparência e diligência nas ações patrocinadas, a B3 pontuou a possibilidade de divulgação de informações relevantes identificadas na análise reputacional do influenciador. A B3 não esclareceu quais seriam essas informações, mas é importante destacar que o objetivo da *due diligence* proposta é garantir que o participante do mercado realize uma análise com abordagem de risco antes de efetuar uma contratação, portanto, não haveria necessidade de divulgar essas informações. Ademais, caso alguma informação levantada em um processo de *due diligence* demonstre conduta irregular por parte do influenciador, a resposta adequada do intermediário seria de levar uma denúncia ou reclamação à CVM para apuração, conforme a regulação prevê, em vez de divulgar.

Com relação ao quesito “a”, item “ii”, as manifestações pontuaram que a orientação de aprovação prévia do material publicitário, também conhecida como controle editorial, conforme explicado no presente trabalho, pode comprometer as características atrativas dos conteúdos digitais dos influenciadores, que consistem na criatividade, estética e linguagem simples. Este problema poderia ser mitigado caso o participante do mercado agisse de forma proativa, elaborando um manual com diretrizes sobre as publicações, afim de evitar uma alta demanda de controle editorial sobre seus terceiros contratados para publicidade.

Sobre o quesito “d”, item “i”, a B3 apontou que quaisquer conexões materiais relevantes estabelecidas entre influenciadores digitais e instituições contratantes deveriam ser divulgadas, tais como relações familiares, financeiras ou empregatícias. No entanto, não há motivo que justifique a necessidade de tipificar a relação estabelecida entre influenciador e contratante, bastando que a audiência seja cientificada de que há uma conexão entre as partes. Em seguida, a BSM se manifestou sobre o quesito “e”, sugerindo que a CVM divulgasse uma lista com os nomes de usuário nas redes sociais dos analistas de valores mobiliários que atuam como influenciadores, o que traria visibilidade a estes profissionais qualificados.

Em resposta ao quesito “g”, a ANBIMA propõe a incorporação dos esclarecimentos e orientações dos Ofícios-Circulares CVM/SIN 2/2019 e CVM/SIN 13/2020 à Resolução CVM nº 20/2021, o que claramente já deveria ter sido feito na edição desta normativa, posterior aos

respectivos ofícios. Ademais, conforme sugere a BSM, o regulador deve estabelecer uma definição de “influenciador digital” por meio de alguma publicação. Posteriormente, com relação ao quesito “l”, item “i”, as entidades se posicionaram contra a definição de parâmetros quantitativos sobre habitualidade e remuneração sobre atividades profissionais reguladas, o que merece destaque, tendo em vista que esses critérios limitariam a supervisão da CVM.

Com relação ao quesito “m”, a SSA/APIMEC se posicionou veementemente contrária a flexibilização das exigências para credenciamento de analistas. Este parecer demonstra uma preocupação apropriada sobre a qualidade das informações divulgadas aos investidores. Em seguida, o estabelecimento de um *safe harbor*, proposto no quesito “n”, foi recepcionado negativamente pelas entidades, que compreendem que esta medida poderia se tornar supérflua novamente com o célere desenvolvimento de novas tecnologias e de novas profissões. Neste contexto, a BSM propôs a criação de um selo de qualificação pela CVM para influenciadores. Se, em outra oportunidade, a BSM se manifestou em favor de alterações normativas mais simples sobre a legislação já existente, a fim de acelerar o processo de regularização da controvérsia e desonerar a autarquia, essa proposta destoava deste entendimento, uma vez que demandaria da CVM um esforço para estruturar este procedimento, apesar de tal proposta ser uma solução interessante para o problema das situações limítrofes.

Em face do apanhado geral de estudos, normas de autorregulação e pareceres das entidades reguladoras no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, é esperado que os desafios regulatórios enfrentados pela Comissão de Valores Mobiliários na supervisão da atividade dos *finfluencers* sejam sobrepostos por meio de um posicionamento final da autarquia no âmbito da Consulta. Ainda que o Edital da referida Consulta indique que este procedimento não prevê necessariamente a minuta de uma resolução específica, este trabalho demonstra que os participantes do mercado, os influenciadores digitais e as entidades autorreguladoras demandam uma reação célere e eficaz da autarquia. Portanto, o presente estudo se encerra com a expectativa de que a Comissão de Valores Mobiliários se pronunciará em breve, considerando tudo o que foi proposto pelos agentes envolvidos nesta controvérsia.

REFERÊNCIAS

ABRADI. Código de Conduta para Agências Digitais na Contratação de Influenciadores. 2021. Disponível em: <https://abradi.com.br/wp-content/uploads/2017/07/Abradi-Influenciadores.pdf>. Acesso em: 5 jun. 2024.

ABA. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, março de 2024. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_ANBIMA.pdf. Acesso em: 2 jun. 2024.

ANBIMA. Código de Distribuição de Produtos de Investimento. 2023. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/8C/81/F4/ED/4E02C810D97821C8B82BA2A8/Codigo%20de%20Distribuicao_30.11.23.pdf. Acesso em: 5 jun. 2024.

ANBIMA. FInfluence – Quem fala de investimentos nas redes sociais. 5ª edição, 2023. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos-5.htm. Acesso em: 1 jun. 2024.

ANBIMA. FInfluence – Quem fala de investimentos nas redes sociais. 6ª edição, 2024. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos-6.htm. Acesso em: 1 jun. 2024.

ANBIMA. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_ANBIMA.pdf. Acesso em: 2 jun. 2024.

ANBIMA. Raio X do Investidor Brasileiro. 7ª edição, 2024. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/raio-x-do-investidor-brasileiro.htm. Acesso em: 31 maio 2024.

ANBIMA. Regras e Procedimentos do Código de Distribuição de Produtos de Investimento. 2023. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/43/C3/3E/B8/EF73D81019A513D8EA2BA2A8/RP%20do%20Codigo%20de%20Distribuicao_30.11.23.pdf. Acesso em: 5 jun. 2024.

ANBIMA. Regras e Procedimentos para Contratação de Influenciadores Digitais. 2023. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/29/47/49/82/CDE8A810B1E0B8A8B82BA2A8/1.%20RP%20Influenciador%20digital_13.09.23.pdf. Acesso em: 5 jun. 2024.

ANBIMA. Tá na Rede - manual ANBIMA de melhores práticas para finfluencers. 2024. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/manual-melhores-praticas-finfluencers.htm. Acesso em: 5 jun. 2024.

APIMEC. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023., 29 de fevereiro de 2024. Disponível em:

https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_APIMEC.pdf. Acesso em: 2 jun. 2024.

ARROWOOD, Spencer B. TikTok: Is it Time to Regulate "Finfluencer" Investment Advice on Social Media? North Carolina Bank Institute Volume 28, 2024.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. A Descoberta da Bolsa pelo Investidor Brasileiro. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/DE/47/57/09/B3866710D32004679C094EA8/Pesquisa%20PF_Apresentacao_final_11_12_20_20_.pdf. Acesso em: 31 maio 2024.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_ANBIMA.pdf. Acesso em: 2 jun. 2024.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 20 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/2002/L10406compilada.htm. Acesso em: 3 jun. 2024. Acesso em: 3 jun. 2024.

BRASIL. Lei nº 12.965, de 23 de abril de 2014. Estabelece princípios, garantias, direitos e deveres para o uso da Internet no Brasil. https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2014/lei/112965.htm. Acesso em: 3 jun. 2024.

BRASIL. Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 3 jun. 2024.

BRASIL. Lei nº 8.313, de 23 de dezembro de 1991. Restabelece princípios da Lei nº 7.505, de 2 de julho de 1986, institui o Programa Nacional de Apoio à Cultura (Pronac) e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L8313cons.htm. Acesso em: 3 jun. 2024.

BSM Supervisão de Mercados. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_BSM_Supervisao_de_Mercados.pdf. Acesso em: 5 jun. 2024.

BSM Supervisão de Mercados. Nota de Orientação 20/2023-BSM. Disponível em <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/NO-BSM-20-2023-Influenciadores-Digitais.pdf>. Acesso em: 5 jun. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Consulta Pública SDM nº 04/2023. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2023/sdm0423.html. Acesso em: 2 jun. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Deliberação CVM nº 803, de 21 de dezembro de 2018. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0800/deli803.pdf>. Acesso em: 6 jun. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Deliberação CVM nº 890, de 6 de março de 2024. Disponível em:
<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0800/deli890.pdf>
f. Acesso em: 6 jun. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Consulta Pública SDM nº 04/2023. Disponível em:
https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_Edital.pdf. Acesso em: 7 jun. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Influenciadores Digitais e o Mercado de Capitais Brasileiro. Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). Uma análise do custo-benefício da edição de regramento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários. Abril, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf>. Acesso em: 20 maio 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício-Circular nº 13/2020/CVM/SIN. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sin/anexos/oc-sin-1320.pdf>. Acesso em: 26 maio 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício-Circular nº 2/2019/CVM/SIN. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sin/anexos/oc-sin-0219.pdf>. Acesso em: 26 maio 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco, 2023 -2024. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-de-supervisao-baseada-em-risco/2023-2024>. Acesso em: 22 maio 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo SEI nº 19957.011836/2017-15. Memorando nº 31/2018-CVM/SIN/GAIN. Rio de Janeiro, 5 de dezembro de 2018. Disponível em:
https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2018/20181221_memorando_CVM_SIN_GAIN_312018.pdf. Acesso em: 4 jun. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Atividade Sancionadora do 4º trimestre de 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2023-4o-trimestre-versao-integral.pdf>. Acesso em: 4 jun. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 178, de 14 de fevereiro de 2023. Dispõe sobre a atividade de assessor de investimento e revoga a Resolução CVM nº 16, de 9 de fevereiro de 2021. Disponível em:
<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol178.html>. Acesso em: 3 jun. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 19, de 25 de fevereiro de 2021. Dispõe sobre a atividade de consultoria de valores mobiliários e revoga a Instrução CVM nº 592, de 17 de novembro de 2017, a Instrução CVM nº 619, de 6 de fevereiro de 2020

e a Deliberação CVM nº 783, de 17 de novembro de 2017. Disponível em:
<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol019.html>. Acesso em: 3 jun. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 20, de 26 de maio de 2021. Estabelece normas e procedimentos a serem observados na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários e revoga a Deliberação CVM nº 105, de 22 de janeiro de 1991, e as Instruções CVM nº 51, de 9 de junho de 1986, CVM nº 333, de 6 de abril de 2000, CVM nº 505, de 27 de setembro de 2011, Instrução CVM nº 526, de 21 de setembro de 2012; Instrução CVM nº 581, de 29 de setembro de 2016; Instrução CVM nº 612, de 21 de agosto de 2019; e Instrução CVM nº 618, de 28 de janeiro de 2020. Disponível em:
<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol035.html>. Acesso em: 3 jun. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 35, de 25 de fevereiro 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. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol020.html>. Acesso em: 3 jun. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 50, de 31 de agosto de 2021. Dispõe sobre a prevenção à lavagem de dinheiro, ao financiamento do terrorismo e ao financiamento da proliferação de armas de destruição em massa – PLD/FTP no âmbito do mercado de valores mobiliários e revoga a Instrução CVM nº 617, de 5 de dezembro de 2019 e a Nota Explicativa à Instrução CVM nº 617, de 5 de dezembro de 2019. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol050.html>. Acesso em: 3 jun. 2024.

CONAR. Código Brasileiro de Autorregulamentação Publicitária. Disponível em:
<http://www.conar.org.br/codigo/codigo.php>. Acesso em: 5 jun. 2024.

CONAR. Guia de Publicidade por Influenciadores Digitais. 2021. Disponível em:
http://conar.org.br/pdf/CONAR_Guia-de-Publicidade-Influenciadores_2021-03-11.pdf. Acesso em: 5 jun. 2024.

CONAR. Manifestação no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2023, 1 de março de 2024. Disponível em:
https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_ANBIMA.pdf. Acesso em: 2 jun. 2024.

GONÇALVES, Carlos Roberto. Direito Civil Brasileiro, v. 3, Contratos. 2021. p. 173.

GUAN, Sue S. The Rise of the Finfluencer. Journal of Law and Business. New York University. Volume 19, Summer 2023, Number 3, p. 492

KARHAWI, Issaaf. Influenciadores Digitais: Conceitos e Práticas em Discussão. Revista Comunicare. Volume 17 – Edição especial de 70 anos da Faculdade Cásper Líbero. 2017, p. 55. Disponível em: <https://static.casperlibero.edu.br/uploads/sites/5/2020/12/comunicare17-especial.pdf>. Acesso em: 31 maio 2024.

LEMOS, A., LEVY, P. O Futuro da Internet: em direção a uma ciberdemocracia. São Paulo: Ed. Paulus, 2010, conforme citado por CÔRREA, Fabiano Simões. Um Estudo Qualitativo

sobre as Representações Utilizadas por Professores e Alunos para Significar o Uso da Internet. Orientador: Sérgio Kodato. 2013. 172 f. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Psicologia) - Faculdade de Filosofia, Ciências e Letras de Ribeirão Preto/USP.

NANI, Albi. The doge worth 88 billion dollars: A case study of Dogecoin. *Convergence: The International Journal of Research into New Media Technologies* 2022, Vol. 28(6) 1719–1736

NASCIMENTO, João Pedro. Influenciadores digitais & o Mercado de Capitais. *Revista Relações com Investidores*, v. 281. Maio, 2024. p. 24. Disponível em: <https://www.revistari.com.br/281/2206>. Acesso em: 1 jun. 2024.

OCDE. *The Economic and Social Role of Internet Intermediaries*, abril 2010, p. 14.

UNITED STATES DISTRICT COURT SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK.
Plaintiffs' Third Amended Class Action Complaint. Civil Action No.: 1:22-cv-05037-AKH.
Disponível em: <https://fingfx.thomsonreuters.com/gfx/legaldocs/klpyzenyevg/frankel-dogecoinclassaction--DQreplybrief.pdf>. Acesso em: 31 maio 2024.