

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP
FACULDADE DE DIREITO

Mayara Trassi Villa

A insuficiência do modelo tradicional de *full disclosure* diante da nova dinâmica
informativa do mercado de capitais brasileiro

SÃO PAULO
2025

Mayara Trassi Villa

A insuficiência do modelo tradicional de *full disclosure* diante da nova dinâmica
informacional do mercado de capitais brasileiro

Dissertação apresentada à banca examinadora
da Pontifícia Universidade Católica de São
Paulo, como exigência parcial para obtenção do
título de MESTRE em Direito, sob a orientação
do prof. Doutor Paulo Marcos Rodrigues
Brancher.

SÃO PAULO
2025

Villa, Mayara Trassi

A insuficiência do modelo tradicional de full disclosure
diante da nova dinâmica informacional do mercado de capitais
brasileiro. / Mayara Trassi Villa. -- São Paulo: [s.n.],
2025.

150p. ; cm.

Orientador: Paulo Marcos Rodrigues Brancher.

Dissertação (Mestrado)-- Pontifícia Universidade Católica de
São Paulo, Programa de Estudos Pós-Graduados em Direito.

1. Mercado de Capitais. 2. full disclosure. 3. redes
sociais. 4. manipulação de mercado. I. Brancher, Paulo
Marcos Rodrigues . II. Pontifícia Universidade Católica de
São Paulo, Programa de Estudos Pós-Graduados em Direito.
III. Título.

CDD

Mayara Trassi Villa

A insuficiência do modelo tradicional de *full disclosure* diante da nova dinâmica
informativa do mercado de capitais brasileiro

Dissertação apresentada à banca examinadora
da Pontifícia Universidade Católica de São
Paulo, como exigência parcial para obtenção do
título de MESTRE em Direito, sob a orientação
do prof. Doutor Paulo Marcos Rodrigues
Brancher.

Aprovada em: ____ de ____ de 2025.

Banca Examinadora

*Dedico esta dissertação de mestrado
à minha tia Maria de Lourdes Trassi.*

AGRADECIMENTOS

O mestrado é uma jornada longa que, pessoalmente, representou um grande desafio, em diferentes aspectos. E, ainda que também seja uma jornada essencialmente solitária, pude contar com pessoas que, direta ou indiretamente, contribuíram para o meu sucesso e, por isso, eu quero aproveitar a oportunidade para agradecê-las.

Em primeiro lugar – e não poderia ser diferente –, eu agradeço ao Rodrigo, meu marido, parceiro e companheiro, que viveu comigo todas as privações e dificuldades dessa jornada, mas nunca reclamou de nada disso. Pelo contrário: o Rodrigo foi, desde o início, o meu maior incentivador e, em muitos momentos ao longo do caminho, foi também minha alegria, força e coragem, sempre me impulsionando para frente, um dia após o outro. Por acreditar em mim até mais do que eu mesma, eu o agradeço do fundo do meu coração.

Agradeço também aos meus pais, Regina e Ronan, cujo amor e cuidado incondicionais me marcam e me moldam profundamente. Me tornar filha deles foi a primeira bênção da minha vida e, desde então, eu tenho a maior e mais segura base que alguém poderia ter para se desenvolver da forma mais livre e plena possível. Como o mestrado é resultado dessa base, essa conquista também é deles.

Ao meu irmão, Gabriel, agradeço por toda a leveza e alegria que a sua presença, como de costume, emanou ao longo dessa jornada. Às minhas tias, Maria de Lourdes e Sônia Maria, agradeço não só por serem, desde as minhas memórias mais remotas, grandes exemplos de sabedoria e resiliência, mas também por terem me acolhido em suas casas, onde boa parte dessa dissertação foi planejada e escrita.

Não poderia deixar de também agradecer à família do Rodrigo, o que faço em nome de seus pais, Eliana e César, que, além de terem me recebido de braços e corações abertos, sempre demonstraram enorme entusiasmo com essa conquista.

Ao Professor Paulo Brancher, agradeço por todo o incentivo e orientação. Sua serenidade e ampla disponibilidade, especialmente durante o período de redação desta dissertação, foram essenciais, não apenas para sua conclusão, mas também para eu me sentisse segura durante toda a jornada.

Eu agradeço, ainda, aos Professores que tanto me ensinaram ao longo do mestrado: Marcelo Guedes Nunes, Marcelo Sacramone, Marcus Elidius, Maria Eugênia Finkelstein, Paulo Brancher e Pedro Serrano. Aos Professores Armando Rovai e Vitor Moraes de Andrade, eu agradeço pelas valiosas contribuições no exame de qualificação. A PUC-SP é motivo de muito

orgulho para mim e me sinto privilegiada por ter completado minha graduação, especialização e mestrado nesta Universidade.

Aos colegas e amigos do escritório Sturzenegger e Cavalcante, agradeço por todo o apoio e convivência diária, que foram, sem dúvidas, essenciais para que eu pudesse ter conciliado as minhas escolhas profissionais e acadêmicas. Tudo o que aprendi ao longo dos anos nessa banca, da qual muito me orgulho de pertencer, foi fundamental para que eu conseguisse conectar a teoria à prática.

Em especial, agradeço à Graziela Santos da Cunha, por toda a consideração com o meu bem-estar e por ter me dado o máximo possível de liberdade ao longo desses anos; à Natalia Tahara, por todos os raros textos e livros que encontrou para mim; e, claro, ao Marcos Cavalcante de Oliveira, por seus incalculáveis ensinamentos e, especialmente, por todo o incentivo e torcida. É uma honra poder contar com tudo isso.

Por fim, agradeço aos meus amigos e amigas que, mesmo sabendo das respostas mais prováveis, não deixaram de me convidar, nem de perguntar por mim.

Atravessei essa jornada com vocês me lembrando da vida.

RESUMO

Villa, Mayara Trassi. **A insuficiência do modelo tradicional de *full disclosure* diante da nova dinâmica informacional do mercado de capitais brasileiro**. 2025. 150 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, PUC-SP, São Paulo, 2025.

O presente trabalho tem por objetivo analisar a suficiência do modelo regulatório de *full disclosure* – pilar do regime informacional do mercado de capitais – diante da nova realidade informacional que tem se consolidado nesse ambiente, marcada pelo crescimento exponencial da participação de investidores pessoa física e pela influência crescente das redes sociais e dos chamados influenciadores digitais. Com base em dados oficiais da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), de entidades autorreguladoras e em estudos empíricos nacionais e estrangeiros, a pesquisa demonstra que o processo decisório dos investidores e o processo de formação de preços dos valores mobiliários tem sido progressivamente impactado por informações provenientes de agentes não regulados, que atuam à margem do regime informacional obrigatório. Esse deslocamento do centro da informação, é justamente o que desafia a suficiência do modelo tradicional de *disclosure*, cuja estrutura normativa parte da premissa de que as companhias emissoras são as fontes primárias de informação no mercado de capitais. A hipótese central é que, embora o modelo de *full disclosure* permaneça essencial ao mercado de capitais, ele precisa ser complementado por novos instrumentos que sejam capazes de alcançar as novas fontes informacionais e, com isso, reduzir o desalinhamento entre o modelo legal e a prática de mercado. Essa hipótese foi confirmada pelos resultados encontrados após pesquisa de natureza qualitativa, teórico-descritiva e exploratória, que indicam a necessidade de ampliação do perímetro regulado, para assegurar a integridade informacional do mercado de capitais.

Palavras chaves: mercado de capitais; *full disclosure*; redes sociais; influenciadores digitais; informação; manipulação de mercado; regulação.

ABSTRACT

Villa, Mayara Trassi. **The insufficiency of the traditional full disclosure model in the context of the new informational dynamics of the brazilian capital market.** 2025. 150 p. Dissertation (Master of Law) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, PUC-SP, São Paulo, 2025.

This study aims to analyze the sufficiency of the *full disclosure* regulatory model – the cornerstone of the informational framework of the capital market – in light of the new informational reality that has been consolidating in this environment, marked by the exponential growth of individual investors and the increasing influence of social media and so-called digital influencers. Based on official data from the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM), self-regulatory entities, and national and international empirical studies, the research demonstrates that investors' decision-making processes and the price formation of securities have been progressively influenced by information produced by unregulated agents operating outside the mandatory disclosure regime. This shift in the center of information is precisely what challenges the sufficiency of the traditional *disclosure* model, whose normative structure assumes that issuing companies are the primary sources of information in the capital market. The central hypothesis is that, although the *full disclosure* model remains essential to the capital market, it must be complemented by new regulatory instruments capable of reaching these emerging informational sources and thereby reducing the misalignment between the legal model and actual market practice. This hypothesis was confirmed by the results of a qualitative, theoretical-descriptive, and exploratory research, which indicate the need to expand the regulatory perimeter in order to ensure the informational integrity of the capital market.

Keywords: capital market; *full disclosure*; social media; digital influencers; information; market manipulation; regulation.

LISTA DE SIGLAS

BCB	Banco Central do Brasil
SFN	Sistema Financeiro Nacional
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNSP	Conselho Nacional de Seguros Privados
CNPC	Conselho Nacional de Previdência Complementar
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados
PREVIC	Superintendência Nacional de Previdência Complementar
B3	B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão
IPO	<i>Initial Public Offer</i>
IOSCO	<i>International Organization of Securities Commissions</i>
BVRJ	Bolsa de Valores do Rio de Janeiro
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
CATS	<i>Computer Assisted Trading System</i>
BM&F	Bolsa de Mercadorias e Futuros
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i>
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
COSIPA	Companhia Siderúrgica Paulista S.A.
IRB	IRB Brasil
MAR	<i>Market Abuse Regulation</i>
AFM	<i>Autoriteit Financiële Markten</i>
BaFin	<i>Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht</i>
ARPP	<i>Autorité de Régulation Professionnelle de la Publicité</i>
AMF	<i>Autorité des Marchés Financiers</i>
FINRA	<i>Financial Industry Regulatory Authority</i>
FTC	<i>Federal Trade Commission</i>
BSM	BSM Supervisão de Mercados

SUMÁRIO

	INTRODUÇÃO	12
1	MERCADO EM SENTIDO AMPLO E SUA RELAÇÃO COM A DISTRIBUIÇÃO EFICIENTE DA RIQUEZA DISPONÍVEL EM SOCIEDADE	17
1.1	A intervenção do Estado nos mercados.....	19
1.1.1	O papel da informação nos mercados	24
1.1.2	As principais distorções causadas pelas assimetrias informacionais	28
1.2	O mercado financeiro e suas particularidades	31
1.2.1	Eficiência dos mercados financeiros e justificativas para a intervenção do Estado...	35
2	MERCADO DE CAPITAIS	41
2.1	Conceitos essenciais: dos valores mobiliários às divisões teóricas do mercado de capitais.....	41
2.2	A importância do mercado de capitais para o crescimento econômico dos países	45
2.3	A intervenção do Estado no mercado de capitais.....	48
2.3.1	A importância da informação para a proteção dos investidores e do próprio mercado	53
2.3.2	O atual modelo fundamental da regulação no âmbito do mercado de capitais: <i>mandatory full disclosure</i>	57
2.4	A estrutura atual do mercado de capitais brasileiro.....	61
2.4.1	O regime jurídico da informação no mercado de capitais brasileiro.....	64
3	A TRANSFORMAÇÃO DO MERCADO SECUNDÁRIO BRASILEIRO: O IMPACTO DA TECNOLOGIA E DA <i>INTERNET</i>.....	68
3.1	O expressivo aumento dos investidores pessoa física na bolsa de valores brasileira.....	72
3.2	As novas fontes de informação dos investidores pessoa física e os riscos decorrentes dessa nova realidade informacional.....	74
3.2.1	A relação entre os influenciadores digitais e o mercado de valores mobiliários	79
3.3	O caso GameStop.....	82
3.3.1	Influenciadores de grande alcance e seus impactos no mercado.....	87
3.4	O caso COSIPA: Primeiro precedente da CVM sobre tentativa de manipulação via <i>internet</i>	89
3.4.1	O caso IRB Brasil: A tentativa brasileira de replicar o fenômeno GameStop	91
4	LACUNAS REGULATÓRIAS E DESAFIOS DO <i>ENFORCEMENT</i> DIANTE DA NOVA REALIDADE INFORMACIONAL NO MERCADO DE CAPITAIS	94
4.1	Caminhos de resposta reguladora: experiência internacional	98

4.1.1	União Europeia: definição de moldura regulatória ampla e geral.....	100
4.1.1.1	<i>O pioneirismo francês: da Lei dos Influenciadores aos novos formatos de comunicação com os jovens investidores</i>	<i>106</i>
4.1.2	Estados Unidos: adaptabilidade das regras já existentes e atos emblemáticos de <i>enforcement</i>	109
4.2	O caminho de resposta reguladora adotado pelo Brasil.....	116
4.2.1	O endereçamento dos riscos decorrentes da atividade dos influenciadores digitais no âmbito do mercado de capitais brasileiro	118
4.2.2	Autorregulação, cooperação institucional e lacunas remanescentes	122
	CONCLUSÃO	129
	REFERÊNCIAS	134

INTRODUÇÃO

A presente dissertação tem por objeto o estudo da regulamentação do mercado de capitais¹, no tocante ao seu modelo regulatório fundamental de divulgação ampla e completa de informações pelas companhias emissoras de valores mobiliários (*full disclosure*), para compreender se ele ainda se mostra suficiente frente ao expressivo aumento da participação de investidores pessoa física e à nova realidade informacional que eles trazem ao mercado brasileiro, com a divulgação e o consumo de informações não submetidas à fiscalização da autoridade reguladora.

O trabalho parte, no primeiro capítulo, de uma análise jurídica-econômica do fenômeno complexo que é o mercado em sentido amplo, como forma de compreender os fundamentos que justificam a intervenção estatal nesse ambiente – que é majoritariamente conduzido pela iniciativa privada –, com destaque para o conceito de eficiência alocativa e para o processo de formação de preços de bens e serviços.

Quanto a esse último ponto, como se sabe, trata-se de um processo complexo que envolve diversas variáveis, cuja análise exaustiva foge ao escopo da presente dissertação. Assim, cumpre asseverar que, por opção metodológica, o trabalho se volta à análise de uma variável específica, qual seja, a informação disponível aos participantes do mercado, na medida em que ela se relaciona diretamente ao objeto de estudo acima delimitado.

No segundo capítulo, essa mesma análise jurídica-econômica é feita, de forma direcionada, quanto ao mercado de capitais e o trabalho se volta à compreensão do interesse público pelo seu pleno e eficiente desenvolvimento², na medida em que esse interesse, somado à necessidade de endereçamento das falhas inerentes à sua estrutura, tem justificado uma

¹ Na doutrina majoritária e na jurisprudência, “mercado de valores mobiliários” é comumente entendido como sinônimo de “mercado de capitais” e a própria Lei nº 6.385/1976 ora utiliza uma nomenclatura, ora a outra, sem fazer distinção. Diante disso, esclarece-se que as expressões serão utilizadas como sinônimos também na presente dissertação, pois a distinção não altera o significado dos conceitos apresentados e nem o cerne da discussão aqui proposta. Sem prejuízo disso, cumpre registrar que, como destaca Andrezo (2024, p. 39-40), há doutrinadores que discordam desse entendimento, na medida em que consideram o mercado de valores mobiliários apenas como uma parte do mercado de capitais. Para eles, o mercado de capitais é a parte do mercado financeiro no qual são negociadas operações de médio ou longo prazo em geral e o mercado de valores mobiliários, integrante desse mercado de capitais, é o mercado no qual são negociados os valores mobiliários.

² Conforme estudos empíricos que serão apresentados neste trabalho, há uma forte correlação entre o desenvolvimento dos mercados de capitais e o crescimento econômico dos países nos quais inseridos, especialmente por se tratar de uma fonte alternativa de financiamento de longo prazo às entidades emissoras, que foi relacionada, pelos estudos analisados, à promoção de inovação, ao desenvolvimento de tecnologias e ao acesso ao capital por pequenas e médias e empresas, que costumam enfrentar barreiras no tradicional mercado de crédito intermediado pelas instituições financeiras.

interferência estatal ainda mais direta, com uma regulação mais robusta, quando comparada com a intervenção em outros mercados, inclusive financeiros.

O estabelecimento dessa base teórica interdisciplinar é importante, pois, uma análise restrita à ótica normativa seria insuficiente para a compreensão da complexidade dos mecanismos que justificam a intervenção estatal no mercado de capitais. Com essa abordagem, portanto, o presente trabalho busca evidenciar o nexo entre os fundamentos econômicos e o sistema regulatório que, conforme defende Forgioni (2023, p. 152-154), trata-se de um instrumento de política pública e não de um mero conjunto estático de normas.

Estabelecidas essas premissas, o foco da presente dissertação, ainda no segundo capítulo, passa a ser a análise daquele que é considerado o pilar desse robusto sistema regulatório do mercado de capitais, qual seja, a informação³ disponível aos participantes do mercado e, em especial, a sua relação com o processo de tomada de decisão pelos agentes econômicos e com o processo de formação do preço dos valores mobiliários, que, à luz da teoria dos mercados eficientes, espera-se reflita, o máximo possível, a correta e real avaliação econômico-financeira das companhias emissoras, para que a poupança disponível em sociedade seja direcionada para as empresas com melhores perspectivas de crescimento e rentabilidade.

Com isso, restará demonstrada a necessidade da existência de uma regulação de divulgação de informações aos participantes do mercado de capitais, voltando-se o trabalho à compreensão do modelo regulatório de *full disclosure*⁴, que, como se sabe, exige a contínua disponibilização de informações corretas e completas pelas companhias emissoras, a respeito delas próprias e dos valores mobiliários por ela emitidos.

Desde a sua origem nos Estados Unidos na década de 1930 até os dias de hoje, esse modelo compõe o cerne da estrutura regulatória do mercado de capitais, tendo sido amplamente adotado pelos países que dispõem de mercado de valores mobiliários, inclusive o Brasil. Neste ponto, a dissertação se aprofunda na análise da atual estrutura do mercado de capitais brasileiro e da forma como esse regime de *disclosure* é aplicado no país, acompanhado de uma rede de mecanismos de responsabilidades administrativas, penal e civil, que garante a observância do

³ A informação objeto da presente dissertação é, nas palavras de Yazbek (2007, p. 42), conhecimento econômico (prático ou funcional) sobre as condições em que os agentes econômicos atuam em mercado.

⁴ Esclarece-se que o termo *disclosure* pode ser traduzido como “dever de divulgação”, porém, na presente dissertação, é utilizado sem tradução, tendo em vista que se consolidou como termo técnico no âmbito do mercado de capitais: “*disclosure*, ainda sem o seu correspondente específico em português, advém do latim medieval *disclaudere*, significando abrir, expor à vista, sair do invólucro, tornar público ou conhecido, revelar”. BARROSO, Luiz Felizardo. A importância do desempenho do advogado no processo de “disclosure” – Mercado de Capitais (ações, debentures), Mercado de Franchising. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 71, p. 127-140, jan./mar. 2016.

regime jurídico da informação por meio da vedação à fraude, à manipulação de mercado, ao uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*), entre outros ilícitos.

Concluído o estudo teórico e interdisciplinar da matéria, o presente trabalho passa a demonstrar que, apesar de ele permanecer sendo essencial ao mercado de capitais, passados quase 100 anos desde a sua estruturação, o modelo tradicional de *disclosure* não se mostra mais suficiente para garantir a divulgação de informações corretas e completas no mercado de capitais.

A partir da análise promovida no terceiro capítulo, acerca do impacto da tecnologia e da *internet* no mercado secundário, a dissertação apresenta resultados de diversas pesquisas realizadas ao redor do mundo – por autoridades reguladoras, entidades de autorregulação e instituições privadas –, a fim de demonstrar que está em curso uma profunda transformação no ecossistema informacional dos mercados de valores mobiliários, inclusive no brasileiro.

Com efeito, acompanhando uma tendência global, o Brasil observou um aumento exponencial no número de participantes pessoa física na B3, a bolsa de valores do país, que, em pouco mais de 3 anos, quintuplicou a quantidade desses investidores, tendo atingido a marca de 5 milhões de investidores pessoa física no segmento de renda variável no final de 2022 – até o ano de 2017, esse número era aproximadamente de apenas 500 mil e havia se mantido estável ao longo dos anos anteriores, com poucas oscilações que não chamam a atenção.

Esse cenário de mudança é central na análise promovida pelo presente trabalho, em especial a sua relação com a drástica transformação da realidade informacional do mercado de capitais, na medida em que as pesquisas apresentadas também demonstram que a nova população investidora é jovem e prefere realizar suas próprias análises e operações de investimento, ou seja, sem o auxílio de entes atualmente regulados, tais como consultores, analistas e assessores de investimento. De forma específica, sobre o processo de tomada de decisão, as pesquisas demonstram que a ampla maioria dos novos investidores pessoa física se baseia em informações disponibilizadas nas redes sociais e em análises apresentadas pelos influenciadores digitais, em detrimento dos tradicionais relatórios técnicos de análise econômica.

Ou seja, ao mesmo tempo em que os investidores pessoa física passam a ampliar sua presença no mercado de capitais, eles recorrem a fontes de informações não tradicionais para fundamentar suas decisões de investimento. Neste ponto, ainda no terceiro capítulo, a dissertação se volta à compreensão dos riscos que essa nova realidade informacional traz, tanto aos investidores individuais que são expostos a muitas informações não submetidas à fiscalização da autoridade reguladora, quanto ao mercado com tudo, com a potencialização da

possibilidade de formação de preços não condizentes com a realidade e a alocação menos eficiente de recursos, o que eventualmente pode, inclusive, gerar preocupações relacionadas à estabilidade do sistema financeiro.

Esses riscos não são apenas teóricos, mas são reconhecidos pelas autoridades reguladoras de diferentes jurisdições⁵ e restaram demonstrados em casos emblemáticos que também são objeto de análise do presente trabalho, como aquele que envolveu as ações da GameStop, nos Estados Unidos, e que envolveu as ações da IRB, no Brasil.

Diante dessa mudança drástica – do perfil de quem produz informação e do perfil de quem a consome –, a informação com maior potencial de impactar o funcionamento do mercado de capitais pode não vir mais das emissoras e nem dos demais entes regulados, mas de agentes à margem do regime informacional obrigatório, como os influenciadores digitais, as comunidades virtuais e os anônimos em fóruns *on-line*.

A questão que se coloca a parte do quarto capítulo, portanto, é a avaliação de outras medidas que deveriam ser conjugadas ao modelo tradicional de *disclosure*, para que o *enforcement*⁶ das autoridades reguladoras, em especial a brasileira, possa alcançar atores que têm operado fora do tradicional perímetro regulado, beneficiando-se das lacunas existentes.

Para endereçar essa questão, a dissertação passa a analisar a experiência internacional e os caminhos de resposta reguladora adotados por países que possuem mercados de valores mobiliários ainda mais desenvolvidos e com maior participação de pessoas físicas, tais como alguns países europeus (Países Baixos, Alemanha e França) e os Estados Unidos.

Ao final, estuda-se o caminho que tem sido adotado pelo Brasil, que, desde logo se adianta, é mais similar àquele adotado pelos Estados Unidos e parte da adaptação de regras nacionais já existentes, bem como da emissão de alertas e esclarecimentos de caráter educativo e interpretativo, mas sem criar regras específicas para o endereçamento dos reconhecidos riscos decorrentes da nova realidade informacional do mercado de capitais.

⁵ Para a CVM, “as opiniões expressas nas mídias sociais podem afetar as decisões individuais de negociação dos investidores e decorrentemente causar impacto nas cotações dos ativos e nas quantidades negociadas”. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Influenciadores digitais e o mercado de capitais brasileiro: uma análise do custo-benefício da edição de regimento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários**. Rio de Janeiro: CVM, abr. 2023. p. 9.

⁶ Conforme a CVM, por *enforcement* entende-se “atividade de aplicação e cumprimento das leis”, que “tem por objetivo prevenir e coibir condutas irregulares e punir aqueles que violam dispositivos legais ou regulamentares. Essa atuação é fundamental para a proteção de investidores e para a manutenção da confiança, da integridade e do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro”. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **CVM publica Relatório de Atividade Sancionadora do 1º trimestre de 2025**. Brasília, 30 jun. 2025. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2025/cvm-publica-relatorio-de-atividade-sancionadora-do-1o-trimestre-de-2025>. Acesso em: 20 set. 2025.

Conforme será demonstrado, por meio da análise do arcabouço legal atualmente aplicado ao tema e das manifestações institucionais apresentadas por variados agentes econômicos, o foco regulatório brasileiro permanece nos entes regulados e na relação que eles estabelecem com terceiros, inexistindo uma ampla obrigação de *disclosure* que alcance, por exemplo, qualquer pessoa que fale sobre valores mobiliários em redes sociais, tal como exigido na União Europeia, o que faz com que, embora a moldura regulatória existente no Brasil seja capaz de punir condutas abusivas *a posteriori*, seja mantida uma lacuna normativa que pode beneficiar os atores que atuam à margem do regime informacional obrigatório – tais como os influenciadores digitais autônomos e os participantes de fóruns *on-line* –, com potencial de impactar de modo significativo o funcionamento do mercado de capitais.

Por fim, metodologicamente, indica-se que o estudo promovido pela presente dissertação é de natureza qualitativa, teórico-descritiva e exploratória, tendo se baseado: (i) em revisão bibliográfica e legislativa, com ênfase nas normas que estruturam o regime informacional do mercado de capitais brasileiro; (ii) na análise de estudos empíricos desenvolvidos por autoridades reguladoras, entidades de autorregulação e instituições privadas, tanto no Brasil quanto no exterior; (iii) em uma abordagem indutiva da realidade, a partir de observações de casos específicos e de dados que permitiram a identificação da nova dinâmica informacional do mercado de capitais.

1 MERCADO EM SENTIDO AMPLO E SUA RELAÇÃO COM A DISTRIBUIÇÃO EFICIENTE DA RIQUEZA DISPONÍVEL EM SOCIEDADE

A palavra mercado possui diversas acepções e, por exemplo, pode fazer referência ao espaço físico ou virtual onde as pessoas se encontram para trocarem entre si os mais variados bens e serviços⁷, mas o conceito de mercado não se limita a isso e, em sentido amplo, relaciona-se ao conjunto de estruturas que regem a troca de bens e serviços na sociedade, estruturas essas que não se criam de forma espontânea, mas são moldadas pelas expectativas e relações sociais mantidas entre todos os seus participantes (Weber, 1984, p. 35-62), que, por sua vez, são regidas pela lei, o que também torna o mercado uma instituição essencialmente jurídica (Irti, 1995).

Para além dessas dimensões social e jurídica, Forgioni (2023, p. 152-158) destaca a dimensão econômica do mercado, já que é nele onde ocorre o jogo da oferta e da demanda⁸, bem como destaca a sua dimensão política, na medida em que o mercado é resultado de decisões políticas e não de técnicas neutras e inconscientes, como ideologicamente se possa imaginar.

Nesse sentido amplo, portanto, o mercado é um fenômeno complexo⁹, com diversas dimensões (social, jurídica, econômica e política), que abrange (i) os agentes que nele atuam, (ii) as interações estabelecidas entre eles e (iii) a espécie de bem e/ou serviço que é objeto de troca nessas interações.

E, especialmente por haver uma ampla variedade de bens e serviços passíveis de troca na sociedade, há diferentes tipos de mercado em sentido amplo a eles relacionados, como o mercado agrícola, o mercado imobiliário, o mercado de bens de consumo, o mercado financeiro e o mercado de trabalho, sendo que cada um deles possui particularidades e estruturas próprias.

⁷ Esse sentido da palavra, conforme ensina Polanyi (2012, p. 199), remonta às feiras medievais, que se desenvolveram como forma de atenderem às necessidades práticas e organizacionais relativas à circulação de bens e serviços naquelas sociedades. Passados mais de 5 séculos desde o fim da Idade Média, esse conceito de mercado como um espaço voltado à troca de bens e serviços ainda faz parte do cotidiano das pessoas, apesar de ele ter deixado de ser apenas físico, na medida em que “o lugar feito de ferro, barro e cimento cedeu para o ‘espaço virtual’” (Oliveira, 2009, p. 17).

⁸ Por ser mencionado em outras passagens do texto e se relacionar ao objeto de análise da presente dissertação, rememore-se que a “lei da oferta e da demanda” é um modelo de determinação de preços em mercado, segundo o qual os preços de bens e serviços são determinados pela interação entre quantidade disponível e a demanda dos consumidores. Em regra, espera-se que quando a oferta de determinado bem ou serviço for alta, os preços tendem a cair e vice-versa, podendo haver um ponto de equilíbrio no qual a quantidade ofertada é igual à quantidade demandada.

⁹ “Fenômeno complexo” é a expressão utilizada por Forgioni (2023) e Oliveira (2009) ao descreverem mercado em sentido amplo, chamando a atenção para a sua natureza multifacetada. Já Grau (2005) e Sztajn (2010) apresentam o conceito do jurista italiano Irti (1995) e definem mercado apenas como “instituição”, termo que remete a uma construção normativamente estruturada. A diferente escolha de palavras para apresentar um mesmo conceito não é meramente retórica e merece destaque, na medida em que pode interferir na interpretação da matéria.

A importância desses diferentes tipos de mercado para a sociedade, por sua vez, relaciona-se, desde a sua origem, a necessidades práticas e organizacionais relativas à circulação de bens e serviços, na medida em que eles ordenam e regulam a troca econômica e facilitam a circulação da riqueza (Sztajn, 2010, p. 21).

Com isso, além de desempenharem um papel fundamental na vida cotidiana das pessoas, os mercados são essenciais ao estímulo do desenvolvimento econômico das sociedades nas quais estão inseridos, o que pode ser observado, por exemplo, por meio da seguinte descrição formulada pelos economistas Passos e Nogami (2012, p. 14):

Qualquer que seja a firma – agrícola, industrial ou de serviços –, ela necessita, para operar, do concurso de recursos produtivos. Necessita, por exemplo, de um pedaço de terra; e também de bens de capital, que são utilizados para produzir outros bens; além disso, muitas vezes o empresário pode ter necessidade de dinheiro de terceiros para a compra de máquinas, matérias-primas etc.; necessita, finalmente, de mão de obra ou força de trabalho para operar os bens de capital de modo a transformar os bens intermediários em novos produtos.

Diante dessa realidade, na ausência de mercados, a circulação e a troca de todos esses bens e serviços, se não fosse impossível, geraria custos proibitivos. São os mercados, portanto, que permitem a existência de um fluxo de distribuição entre a riqueza disponível em sociedade e os diferentes agentes que nele atuam, o que, ao final, gera desenvolvimento econômico e bem-estar social.

Esse fluxo de distribuição, porém, além de apenas existir, precisa também ser eficiente e resultar em uma boa alocação da riqueza disponível, tendo em vista que esses diversos e essenciais recursos produtivos (terra, capital, maquinário, matérias-primas, mão de obra etc.) são, por sua própria natureza, finitos e limitados, ou, como dizem os economistas, são escassos.

Quanto a essa eficiência distributiva e alocativa via mercados, Sztajn (2010, p. 21) ressalta que não se confunde com justiça distributiva, “mas apenas significa que os bens, ao circularem entre pessoas, são transferidos para as que lhes atribuem maior valor (entenda-se valor de troca), com o que se aumenta seu grau de satisfação ou de bem-estar”.

Por fim, desde já se adianta que, para que haja eficiência distributiva nesse sentido, o processo de formação de preços¹⁰ dos bens e serviços deve ocorrer, entre outros aspectos, da forma mais livre e autônoma possível, ou seja, tendo como base as forças decorrentes do próprio funcionamento do mercado (por ex.: livre concorrência, livre iniciativa e lei da oferta e

¹⁰ O processo de formação de preços define o valor que será cobrado por um produto ou serviço (valor de mercado); trata-se de uma análise complexa que leva em consideração diversos fatores inerentes à própria produção (margem de lucro, custos e despesas, mão de obra etc.) e fatores inerentes às condições gerais do mercado (concorrência, demanda esperada, fatores políticos e legais, preços praticados no mercado, ciclo de vida produto etc.).

demanda)¹¹. Trata-se de um dos preceitos da economia de mercado – sistema de organização econômico típico das sociedades capitalistas, tal como a brasileira –, que visa evitar uma transferência artificialmente direcionada da riqueza disponível em sociedade, dissociada das reais condições do mercado (Passos; Nogami, 2012, p. 59-65).

Esse sistema, porém, não pressupõe a existência de mercados absolutamente livres ou imunes à intervenção¹² estatal, ainda que sejam ambientes econômicos majoritariamente conduzidos pela iniciativa privada, pois, como adverte Grau (2005, p. 30), se “deixarmos a economia de mercado desenvolver-se [exclusivamente] de acordo com as suas próprias leis, ela criaria grandes e permanentes males”.

Assim, veremos no tópico a seguir como a vigilância e a intervenção do Estado em quaisquer mercados se relacionam diretamente à promoção da eficiência alocativa e à contenção de práticas que possam comprometer a livre formação dos preços.

1.1 A intervenção do Estado nos mercados

Para o economista estadunidense Douglass North, não existe instituição que não represente limitação à atuação humana¹³. De acordo com seu raciocínio, as instituições oferecem um guia às interações humanas que pode ser comparado às regras – e por isso uma limitação – de um jogo de esporte, regras essas que podem ser formalmente escritas ou podem corresponder a códigos de conduta não escritos (North, 2001, p. 13-14).

No entanto, apesar de reconhecer a existência e a importância desses códigos não escritos, North (2001, p. 80) defende que, para afetarem positivamente o desempenho econômico de um país, as instituições devem ter estruturas e regras formalizadas, pois é essa formalidade que mantém os custos transacionais¹⁴ baixos: as instituições formalmente constituídas permitem a existência e a manutenção de um ambiente de confiança, especialmente

¹¹ Nesse mesmo sentido, cf. Wellisch (2018, p. 37).

¹² A palavra “intervenção” nesse contexto expressa, como defende Grau (2005, p. 93-94), “atuação em área de outrem” ou, mais especificamente, “atuação estatal em área de titularidade do setor privado”, não se referindo, portanto, à mera “atuação do Estado”, quando este atua em área de sua própria titularidade, que pode se dar, inclusive, no campo da atividade econômica.

¹³ “Las instituciones son las reglas del juego en una sociedad o, más formalmente, son las limitaciones ideadas por el hombre que dan forma a la interacción humana. Por consiguiente, estructuran incentivos en el intercambio humano, sea político, social o económico. El cambio institucional conforma el modo en que las sociedades evolucionan a lo largo del tiempo, por lo cual es la clave para entender el cambio histórico” (North, 2001, p. 13).

¹⁴ O conceito de “custos de transação” surgiu em 1937 por meio dos trabalhos seminais do economista britânico Ronald Coase. Conforme Coase (1937), trata-se de todos os custos envolvidos em uma troca (ou transação), para além do preço do bem ou serviço em si. Ou seja, quando duas pessoas trocam um bem ou serviço, há outros custos que devem ser levados em consideração, tais como o custo de busca por recursos produtivos, o custo de negociação de contratos e o custo de fiscalização de cumprimento de contratos.

relacionado à força coercitiva do Estado e à possibilidade de imposição dos acordos celebrados entre os agentes econômicos; sem essa segurança, os custos de transação seriam proibitivos e os mercados nada eficientes¹⁵.

North (2001, p. 140), ainda, analisou especificamente a instituição mercado e criticou a ideia de “mercado perfeito” da teoria econômica neoclássica¹⁶, no qual seria possível, de forma espontânea e sem nenhuma interferência do Estado, exclusivamente por meio do comportamento racional dos agentes econômicos visando à maximização da riqueza, alcançar-se a alocação plenamente eficiente de recursos e o equilíbrio entre oferta e demanda.

Trata-se, defende North (2001, p. 32-35), de uma hipótese que não encontra respaldo na realidade, pois, em primeiro lugar, os agentes econômicos também tomam decisões não racionais¹⁷ ou, ao menos, racionalmente limitadas¹⁸, com base em motivações diversas à maximização da riqueza, sendo também necessário levar em consideração o fato de que as pessoas processam as informações disponíveis de formas diferentes e eminentemente individuais, conforme suas próprias experiências pessoais.

Em segundo lugar, em sentido contrário à teoria, os mercados reais se mostram imperfeitos, com deficiências ou falhas decorrentes do seu próprio funcionamento. Quanto a isso, Yazbek (2007, p. 39-50) e Forgioni (2023, p. 172-173) ensinam que, tradicionalmente, são

¹⁵ Quanto mais próximos os custos de transação forem de zero, mais eficiente é um mercado.

¹⁶ Passos e Nogami (2012, p. 60) explicam que essa corrente de pensamento econômico surgiu no final do século XIX e estudava o processo de formação de preços e o funcionamento dos mercados com base na suposição de que os participantes do mercado apenas se comportam de maneira racional e tomam decisões que buscam maximizar a riqueza, defendendo que não deveria haver interferência externa no mercado, no qual deveria imperar a regra da oferta e da demanda, como se fosse um “mecanismo de preços automático e inconsciente”. Nesse sentido, Yazbek (2007, p. 12) afirma que “se os fornecedores e os consumidores de bens ou de serviços agem de forma racional e maximizadora, presume-se que em todas as operações econômicas se obtenha o melhor resultado possível. Este é o ponto de equilíbrio ao qual, de acordo com a teoria neoclássica, todos os mercados tendem, e em que convergem a oferta e a demanda”.

¹⁷ Sobre essa mesma questão, Knight (1921, p. 235-236) assevera que “Thus it is a familiar fact, well discussed by Adam Smith, that men will readily risk a small amount in the hope of winning a large when the adverse probability (known or estimated) against winning is much in excess of the ratio of the two amounts, while they commonly will refuse to incur a small chance of losing a larger amount for a virtual certainty of winning a smaller, even though the actuarial value of the chance is in their favor. To this bias must be added an inveterate belief on the part of the typical individual in his own ‘luck’, especially strong when the basis of the uncertainty is the quality of his own judgment. The man in the street has little more sense of the real value of his opinions than he has knowledge of the ‘logic’ on which they rest. In addition, we must consider the almost universal prevalence of superstitions. Any coincidence that strikes attention is likely to be elevated into a law of nature, giving rise to a belief in an unerring ‘sign’. Even a mere ‘hunch’ or ‘something tells me’, with no real or imaginary basis in the mind of the person himself, may readily be accepted as valid ground for action and treated as an unquestionable verity”.

¹⁸ A “teoria da racionalidade limitada” foi apresentada pelo economista alemão Herbert Simon como uma crítica à teoria de que os agentes econômicos agem de forma racionalmente plena, apenas visando à maximização da riqueza e do bem-estar, especialmente porque, na realidade, há limitações cognitivas e informacionais que devem ser levadas em consideração (Simon, 1959).

reconhecidas 4 “falhas de mercado”¹⁹ que, além de serem capazes de afetarem a livre formação de preços e a alocação eficiente de recursos, têm o potencial de provocarem crises econômicas generalizadas e de comprometerem a própria existência dos mercados. São elas:

- a) Externalidades negativas: efeitos negativos que podem decorrer da execução dos contratos e podem também afetar terceiros que não participaram da relação originária (por ex.: poluição do meio ambiente);
- b) Bens públicos ou coletivos: os agentes econômicos não têm incentivo natural para construção de bens essenciais à sociedade, que beneficiariam a coletividade e não apenas os responsáveis pela sua criação (por ex.: um farol que ilumina o caminho até o porto mais próximo), o que pode levar à subprodução desses bens;
- c) Concentração de capital e poder econômico: o agente econômico que concentra capital e poder econômico pode interferir diretamente no mercado e promover, em seu favor, uma transferência artificial da riqueza disponível; e
- d) Assimetria informacional: ocorre quando uma das partes envolvidas em uma troca possui mais ou melhores informações a respeito do bem ou do serviço objeto de troca e, por meio dessa leitura privilegiada da realidade, beneficia-se em prejuízo da outra parte.

E, justamente por essas falhas serem capazes de comprometer a livre formação de preços, a eficiência distributiva de riqueza e a própria existência dos mercados, faz-se necessário que haja intervenções pelo Estado²⁰ que, conforme ensina Sztajn (2010, p. 22), podem ser reguladoras (disciplinam as atividades e as interações entre os agentes econômicos de forma a evitar ou diminuir a chance de as falhas acontecerem) ou moderadoras (corrigem os desvios, as falhas que já se concretizaram).

Neste ponto, é importante destacar que a livre iniciativa e livre concorrência, além da lei da oferta e da demanda, permanecem sendo princípios basilares das economias de

¹⁹ Destaca-se que a doutrina especializada reconhece outras possibilidades de falhas de mercado. Sztajn (2010, p. 22), por exemplo, também fala em displicência e em ações culposas. Já Nusdeo (2015, p. 30-31), também fala na incapacidade de o mercado incorporar a complexidade das instituições sociais e culturais, o que leva à distorção na formação de preços.

²⁰ “Assim, e na medida em que se reconhece que os mercados são imperfeitos e que, portanto, não só podem como, de fato, geram falhas e externalidades acentuadas – e aí reside, insiste-se, o fundamento da intervenção estatal na economia –, impõe-se a atuação do Estado, que age no sentido de corrigir essas deformações e, assim, impor regras e adotar medidas que possam recuperar o equilíbrio do mercado” (Wellisch, 2018, p. 38).

mercado²¹, mas o que a análise histórica e contextualizada do desenvolvimento da matéria²² deixa claro é que, para que o mercado – como instituição – seja preservado e funcione de forma eficiente, o Estado deve regular o comportamento dos agentes que nele atuam e deve intervir para eliminar as falhas decorrentes do seu próprio funcionamento.

Foi nesse sentido que o jurista italiano Irti (1995), ao formular o seu conceito de mercado, ressaltou que o objetivo dessa instituição jurídica não é regular a finalidade da troca (conveniência do preço ou utilidade do objeto trocado), mas sim regular a forma como essa troca se realiza, para que se possa garantir e proteger a legalidade na formação dos preços, impedindo-se que sejam formados de forma artificial²³, o que pode se dar pelas mais variadas práticas como, por exemplo, por meio da manipulação da oferta ou a partir de concorrência desleal.

Há, por fim, um outro aspecto que justifica a mão visível do Estado nos mercados, que diz respeito à dimensão social desse fenômeno complexo e à necessidade de acomodação de outros interesses para além dos interesses daqueles que atuam diretamente nos mercados (North, 2001, p. 179). Afinal, ao lado dos interesses particulares dos agentes envolvidos em uma troca, existe também o interesse público da sociedade na qual o mercado está inserido²⁴.

Quanto a esse aspecto, Oliveira (2009, p. 17) destaca que “nenhuma sociedade repousa exclusivamente nos mercados como meio de distribuição de renda. A ordem jurídica, no interesse da preservação de outros bens que não os meramente patrimoniais, estabelece limites à atuação desses mercados”. De forma complementar, para Forgioni (2023, p. 152-154), “o mercado é uma (não a única) das formas de organização, de alocação de recursos na sociedade” e “o direito, enquanto ferramenta de implementação de políticas públicas, também

²¹ “A liberdade de mercado atende aos interesses de todos; a livre concorrência entre agentes gera aumento do bem-estar social. A livre iniciativa é fundamental para o desenvolvimento econômico e bem-estar social” (Sztajn, 2010, p. 35).

²² “A experiência do liberalismo, no entanto, evidenciou rapidamente os males de se relegar a um plano secundário e acessório os dados da vocação social do ser humano. Três vícios intoleráveis, nascidos do funcionamento do sistema liberal, dramaticamente se caracterizaram: 1º) o livre jogo dos mercados tendia a acentuar, tornando-a intolerável, a injustiça na repartição social da riqueza; 2º) em nome da liberdade de competição, favoreciam-se situações que tendiam a indiscriminada concentração empresarial, com sacrifício dos valores da competição e com estímulo à injustiça e desenvolvimento da atuação dos monopólios; 3º) o funcionamento das instituições liberais gerou processos cumulativos de que resultaram, recorrentemente, a intervalos de aproximadamente dez anos, crises socialmente empobrecedoras, caracterizadas por situações de estocagem e desemprego” (Vidigal, 1977, p. 14).

²³ “Il prezzo non è, nei singoli casi, né giusto né ingiusto: esso semplicemente è, quale si determina nel libero gioco delle forze economiche e nell’incontro tra la domanda e l’offerta. La giustizia del prezzo è nella legalità della sua formazione: in ciò, che venditori e compratori abbiano osservato le regole della gara. Il mercato non afferma che un prezzo sia più giusto dell’altro; ma dice semplicemente: quello è il prezzo” (Irti, 1995, p. 292).

²⁴ O fenômeno mercado produz impactos não apenas àqueles envolvidos diretamente nas trocas de bens e serviços, mas também para trabalhadores, fornecedores, consumidores, fisco, a sociedade como um todo. Nesse sentido, cf. Yazkeb (2007, p. 176), “as atividades e a forma de integração dos agentes privados geram riscos que a sociedade inteira, e não apenas aqueles agentes, precisa suportar”.

desempenha seu papel”, concluindo que “há resultados (distributivos) que derivam da implementação de políticas públicas, e não da dinâmica ‘natural e espontânea’ do mercado”.

O ordenamento jurídico brasileiro, frisa-se, reconhece essa necessidade de acomodação de diversos interesses na matéria. A Constituição Federal atualmente vigente, por exemplo, ao mesmo tempo em que mantém a livre iniciativa e a livre concorrência na categoria de princípios que devem ser observados pela ordem econômica nacional²⁵, também identifica objetivos fundamentais do país, entre eles a promoção do bem de todos e a existência digna²⁶.

Com esse texto constitucional, não há dúvidas quanto ao fato de que, no Brasil, a defesa dos princípios da livre iniciativa e livre concorrência não se limita a uma questão puramente ideológica, pois não se trata apenas de instrumentos para a busca da máxima eficiência distributiva em uma economia de mercado, mas como Grau (2005, p. 353-355) conclui em seu estudo a respeito da ordem econômica da Constituição de 1988:

A ordem econômica na Constituição de 1988 define opção por um sistema, o sistema capitalista; há um modelo econômico definido na ordem econômica na Constituição de 1988, modelo aberto, porém, desenhado na afirmação de pontos de proteção contra modificações extremas, que descrevo como modelo de bem-estar [...]. O fato é que, nela [na Constituição], a interpretação/aplicação do princípio da dignidade da pessoa humana ilumina a concretização dos princípios veiculados pelos artigos 1º, 3º e 170 da Constituição; mas a interpretação/aplicação, desses mesmos princípios, concomitantemente, ilumina a concretização do princípio da dignidade da pessoa humana.

Com isso, restaram demonstrados neste tópico os diferentes motivos que justificam a intervenção do Estado nos mercados que, em síntese, são a: (i) criação de um ambiente institucional com regras formais, que traz segurança aos agentes econômicos e reduz os custos transacionais; (ii) regulação preventiva da atividade dos agentes econômicos; (iii) atuação corretiva para reparação de falhas que sejam observadas; (iv) garantia da livre formação de preços e busca da máxima eficiência distributiva; e (v) acomodação dos interesses sociais também envolvidos no funcionamento dos mercados.

²⁵ “A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: I – soberania nacional; II – propriedade privada; III – função social da propriedade; IV – livre concorrência; V – defesa do consumidor; VI – defesa do meio ambiente; VII – redução das desigualdades regionais e sociais; VIII – busca do pleno emprego; IX – tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País”. BRASIL. **Constituição (1988)**. Constituição da República Federativa do Brasil. Art. 170.

²⁶ “Constituem objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil: I – construir uma sociedade livre, justa e solidária; II – garantir o desenvolvimento nacional; III – erradicar a pobreza e a marginalização e reduzir as desigualdades sociais e regionais; IV – promover o bem de todos, sem preconceitos de origem, raça, sexo, cor, idade e quaisquer outras formas de discriminação”. BRASIL. **Constituição (1988)**. Constituição da República Federativa do Brasil. Art. 3º.

Para concluirmos a análise do mercado em sentido amplo, trataremos nos tópicos seguintes a respeito da informação disponível aos participantes do mercado – um dos fatores que interfere na eficiência de qualquer mercado, justifica a intervenção estatal e se relacionará ao objeto central de análise da presente dissertação.

1.1.1 O papel da informação nos mercados

Como destaca Copola (2013, p. 90), para atuarem em mercados, os seus participantes devem constantemente tomar decisões:

É fato que o agir nos mercados – qualquer mercado – demanda que a todo o tempo o indivíduo se comprometa fazendo escolhas. Esta atuação envolve, para citar os exemplos mais corriqueiros, decidir comprar, decidir vender, abandonar negociações, pesquisar alternativas concorrentes, considerar opções, evitar erros, mitigar custos etc.

No entanto, assim como em qualquer outro âmbito da vida humana, o processo de tomada de decisões em mercado não está isento de incertezas e de riscos, fatores esses que, conforme ensina o economista estadunidense Frank Knight (1921, p. 197-232), não são equivalentes, devendo o risco ser entendido como uma incerteza que pode ser quantificada ou mensurada por meio de cálculos econômicos ou de estatísticas decorrentes de experiências passadas, o que não é possível para a incerteza propriamente dita.

Para reduzir ao mínimo possível as incertezas e os riscos relacionados à questão a ser decidida, o processo de tomada de decisão deve ser racional e, para tanto, Knight (1921, p. 233-263) demonstra que existem alguns mecanismos dos quais os agentes econômicos podem se valer e, entre eles, destaca-se a obtenção de informações²⁷.

Isso porque um processo racional de tomada de decisão está intrinsicamente ligado às informações que o indivíduo possui a respeito da questão a ser por ele decidida, informações essas que podem corresponder a dados da realidade (passado e presente) e/ou a previsões sobre resultados futuros, sendo que os dados e as previsões podem ser mais ou menos precisos, a depender da qualidade dessas informações (Copola, 2013, p. 94-98).

A informação, portanto, é um aspecto fundamental dentro das relações econômicas estabelecidas em mercados²⁸. Não à toa, há um ramo da economia dedicado especialmente ao

²⁷ São os outros mecanismos indicados por Knight (1921, p. 233-263): atuação em grupo; especialização (por ex.: atividade especulativa promovida por agentes especializados); exercício do poder de controle (por ex.: unificação do processo decisório da atividade empresarial); difusão ou dispersão dos riscos pela repartição com terceiros; e administração cuidadosa.

²⁸ “A informação é economicamente relevante, considerando-se a influência que exerce sobre o comportamento e os processos decisórios dos agentes econômicos, que conseguem, por meio do adequado processamento das informações disponíveis, elencar suas preferências e racionalizar suas escolhas. Em contrapartida, na ausência

seu estudo. Trata-se da Economia da Informação, que analisa o impacto da informação nesse processo de tomada de decisão dos indivíduos e, conseqüentemente, no funcionamento dos mercados em geral e na alocação eficiente de recursos.

Diante desse contexto, destaca-se que, conforme ensina De Chiara (1986, p. 110-113), o conjunto de informações que cada um dos indivíduos envolvidos em uma troca específica possui a respeito do objeto de troca: (i) é uma das variáveis que define o próprio interesse de cada parte no intercâmbio em questão²⁹ e (ii) faz diferença no processo de tomada de decisão a respeito do preço final daquele objeto, o chamado “preço de mercado”, ao qual se chega após o embate entre o interesse daquele que oferece o bem ou o serviço e o interesse daquele que pretende adquiri-lo; esse preço de mercado, nas palavras de Oliveira (2009, p. 43-44), “traz em si, na frieza do seu número, uma síntese de toda a informação disponível a compradores e vendedores, que decidiram fechar seus negócios à luz da compreensão que cada um tinha dos dados conhecidos”.

Em outras palavras, é por meio de informações relacionadas a, por exemplo, custos de produção, quantidade, qualidade, disponibilidade, projeção de retorno de investimento e expectativas do próprio mercado, que uma decisão racional é tomada quanto ao preço que se aceita pagar e/ou receber por um determinado bem ou serviço.

O conjunto de informações disponível aos participantes do mercado, portanto, é uma das variáveis que interfere no complexo processo de formação de preços dos bens e serviços, o que, em termos técnicos-econômicos, significa dizer que as informações disponíveis em mercado refletem no preço dos bens e serviços sendo negociados (North, 2001, p. 87).

Partindo-se dessa premissa, Sztajn (2010, p. 38) ensina que “para os economistas é eficiente o mercado no qual as pessoas podem informar-se sobre produtos, quantidades, qualidade, do que decorre a formação livre do preço no embate entre oferta e demanda”. De forma complementar, para Fabozzi e Modigliani (2003, p. 10) um mercado é eficiente quando os preços dos bens e serviços nele negociados refletem toda a informação disponível aos seus participantes, entendimento esse que é compartilhado por Oliveira (2009, p. 40), para quem “a ideia por trás desta afirmação é que os mercados são eficientes na medida em que alocam os recursos entre as pessoas de uma maneira tal que o valor de todos os bens é maximizado”.

de informação ou diante da impossibilidade de seu adequado processamento, os indivíduos são incapazes de maximizar a utilidade dos recursos disponíveis de modo racional” (Pitta, 2013, p. 69-70).

²⁹ “[...] no sistema capitalista, com frequência a troca resulta não só do fato de que os bens e serviços trocados têm utilidades variadas para cada um dos indivíduos que toma parte no negócio, mas também pelo fato de que as partes detêm informações necessariamente não coincidentes no que diz respeito aos objetos de troca” (Copola, 2013, p. 94-95).

No entanto, não existe – a não ser na teoria – um mercado no qual toda a informação relevante disponível esteja refletida no preço dos bens e serviços sendo negociados, uma vez que, em um mercado real, as informações não são perfeitamente distribuídas entre os seus participantes, como destaca o economista estadunidense Joseph Stiglitz (2002, p. 460-501):

[...] é difícil imaginar como seria um mundo com informações perfeitas. Grande parte da pesquisa que descreverei a seguir concentra-se nas assimetrias de informação, no fato de que pessoas diferentes sabem coisas diferentes: os trabalhadores sabem mais sobre suas habilidades do que a empresa; a pessoa que compra um seguro sabe mais sobre sua saúde, se fuma ou bebe excessivamente, do que a seguradora; o proprietário de um carro sabe mais sobre o carro do que potenciais compradores; o dono de uma empresa sabe mais sobre a empresa do que um potencial investidor; o mutuário sabe mais sobre seu risco e sobre a tomada de risco do que o credor. A característica essencial de uma economia de mercado descentralizada é que pessoas diferentes sabem coisas diferentes [...] (tradução nossa)³⁰.

Além disso, ainda que fosse possível aceitar a existência de um “mercado perfeito” nesse sentido, Grossman e Stiglitz (1980) demonstram que há um paradoxo nessa possibilidade, pois, se toda a informação relevante fosse igualmente distribuída ao mesmo tempo a todos os participantes do mercado, a obtenção de lucros expressivos por qualquer agente seria praticamente impossível e, em sendo assim, não haveria incentivo para que os agentes econômicos buscassem informações, o que, por sua vez, acabaria por comprometer a racionalidade do processo de tomada de decisão e, conseqüentemente, tornaria o mercado imperfeito e ineficiente³¹.

Diante dessa realidade, na qual não existe – nem pode haver – um mercado com informações perfeitamente distribuídas, a assimetria informacional vista no tópico anterior, que deve ser entendida como falha de mercado e pode justificar a intervenção do Estado, não se confunde com a situação na qual os participantes dos mercados³² buscam mais e melhores

³⁰ “Information imperfections are pervasive in the economy: indeed, it is hard to imagine what a world with perfect information would be like. Much of the research I will describe below focuses on asymmetries of information, the fact that different people know different things: Workers know more about their ability than does the firm; the person buying Insurance knows more about his health, whether he smokes and drinks immoderately, than the Insurance firm; the owner of a car knows more about the car than potential buyers; the owner of a firm knows more about the firm than a potential investor; the borrower knows more about his risk and risk taking than the lender. The essential feature of a decentralized market economy is that different people know different things [...]” (Stiglitz, 2002).

³¹ De forma complementar, o economista George J. Stigler (1961, p. 224) defende que eliminar por completo os “efeitos da ignorância” seria totalmente antieconômico: “Ignorance is like subzero weather: by a sufficient expenditure its effects upon people can be kept within tolerable or even comfortable bounds, but it would be wholly uneconomic entirely to eliminate all its effects. And, just as an analysis of man’s shelter and apparel would be somewhat incomplete if cold weather is ignored, so also our understanding of economic life will be incomplete if we do not systematically take account of the cold winds of ignorance”.

³² Frisa-se que essa busca é comum em qualquer mercado: até mesmo quando se pensa no consumidor comum que vai à feira da rua da sua casa para comprar um cacho de banana; ele também buscará mais e melhores informações com o intuito de reduzir incertezas e obter vantagem econômica ou, pelo menos, não ter prejuízo. Para escolher a fruta que comprará, ele vai se atentar para características como textura, cor e firmeza, sendo

informações simplesmente com o intuito de reduzirem as incertezas e riscos inerentes ao processo de tomada de decisão³³.

Isso porque, em uma economia de mercado, essa busca não corresponde, por si só, a uma prática condenável, mas decorre do próprio funcionamento e objetivos do sistema, como se observa no exemplo a seguir apresentado por Vidigal (1977, p. 152), que trata do processo de tomada de decisão de investimento pelo empresariado:

Visando à competição pelo mercado e à realização de lucro, o empresário ausculta os indicadores do mercado e busca neles a informação quanto ao acolhimento que receberia a ampliação de sua atividade produtiva, através do investimento novo.

Os consumidores trazem diariamente ao mercado a manifestação de suas intenções de consumo. As decisões de investir só serão prudentes e fundadas, só trarão probabilidade de resultado econômico satisfatório, quando representarem compreensão dos desejos do consumidor, manifestados no mercado.

Dessa forma, a curva do comportamento do consumo repercute diretamente sobre o desenho da curva das decisões de investir. O condicionamento jurídico das decisões de investir deverá, portanto, dedicar-se à ação sobre o comportamento do consumo.

E desse fato inerente ao funcionamento do sistema – busca por mais e melhores informações pelos participantes do mercado para redução de incertezas e riscos³⁴ –, decorrem 2 importantes preceitos econômicos que foram pensados e matematicamente demonstrados pelo economista estadunidense George J. Stigler (1961): (i) a informação é uma espécie de bem que pode ser trocada e, assim como os demais objetos de troca, está sujeita aos mesmos princípios de funcionamento do mercado, como a lei da oferta e da demanda; e (ii) o processo de busca pelas informações é custoso às partes (tempo e recursos) e, por isso, o chamado “custo de informação” também integra os custos transacionais³⁵, o que faz com que, como destaca Yazbek (2007, p. 42), surjam “mercados próprios para esse importante e peculiar recurso, com o surgimento de intermediários especializados na compra e venda de informações”.

Diante do exposto neste tópico, portanto, sabendo-se que a informação é um fator determinante no processo de tomada de decisões e de formação de preços, mas que não há mercado perfeito, o objetivo almejado em uma economia de mercado passa a ser a formação

razoável esperar que ele irá em mais de uma barraca para conferir e comparar a qualidade e preço do mesmo produto. Após reunir essas informações a respeito do objeto a ser trocado, ele terá condições de tomar sua decisão, sobre qual barraca comprar e quanto pagar, com bem menos incerteza.

³³ “Risco é a incerteza quanto à ocorrência de uma perda ou a obtenção de um ganho” e “a informação é o antídoto da incerteza decorrente da ignorância” (Oliveira, 2009, p. 28) ou, em outras palavras, “é uma das mais importantes formas de reduzir a insegurança dos agentes” (Yazbek, 2007, p. 42).

³⁴ “The identification of sellers and the discovery of their prices are only one sample of the vast role of search for information in economic life. Similar problems exist in the detection of profitable fields for investment and in the worker’s choice of industry, location, and job” (Stigler, 1961, p. 224).

³⁵ Quanto a esse ponto, Oliveira (2009, p. 109) assevera que “quanto mais elevado o custo da obtenção da informação necessária à tomada de decisão pelos agentes econômicos, maior será o custo das transações. Semelhantemente, quanto mais desigual for a distribuição da informação, também mais cara será a realização de qualquer transação”.

mais “livre” possível do preço dos bens e serviços, ou seja, com base nas forças próprias do mercado já vistas no tópico anterior (livre concorrência e lei da oferta e da demanda), de forma tal que o preço negociado reflita a realidade das informações disponíveis, o que apenas é possível quando essas informações sejam de qualidade e não estejam limitadas a um pequeno número de participantes.

Essa é uma compreensão teórica essencial à análise da intervenção do Estado que busca prevenir e corrigir as assimetrias informacionais que comprometem a livre formação de preços e a alocação eficiente de recursos em quaisquer mercados. No tópico a seguir, serão analisados os principais efeitos dessas assimetrias, ressaltando-se que eles serão especialmente relevantes para a análise que será promovida, em capítulo próprio, a respeito do específico mercado de capitais.

1.1.2 As principais distorções causadas pelas assimetrias informacionais

Como visto nos tópicos anteriores, em um mercado real, diferentemente do teórico modelo de mercado perfeito, surgirão situações de assimetria informacional, nas quais os agentes econômicos dispõem de informações diferentes entre si a respeito de uma mesma questão, seja sob um aspecto quantitativo (maior quantidade de informações), seja sob um aspecto qualitativo (melhor qualidade das informações).

Essas situações de assimetria podem criar “uma série de possíveis distorções aos mercados, não apenas por sabotar, de pronto, a presunção de plena informação que serve de plano de fundo para a análise do equilíbrio, mas também pela sua capacidade de gerar outros efeitos, mais concretos” (Yazbek, 2007, p. 43).

Quanto a isso, Wellisch (2018, p. 51-55) e Andrezo (2024, p. 53-61) ensinam que a literatura especializada reconhece, tradicionalmente, 2 efeitos ou problemas decorrentes das assimetrias informacionais nos mercados.

O primeiro deles é a chamada seleção adversa, que decorre da insuficiência de informações – a respeito da contraparte e/ou do bem ou serviço sendo negociado – no momento da contratação. Diante de uma situação como essa, a parte contratada tem estímulo para explorar a ignorância do contratante em seu favor, enquanto este, já esperando por esse comportamento, buscará se proteger oferecendo preços mais baixos ou até mesmo deixando de contratar.

Esse efeito da assimetria informacional no momento da contratação foi matematicamente demonstrado pelo economista estadunidense George A. Akerlof, por meio da análise do específico mercado de carros usados. Conforme ensina Akerlof (1970), os potenciais

compradores de carros usados têm dificuldade para diferenciar os carros em boas condições (pêssegos) dos carros em condições ruins (limões), especialmente porque os vendedores têm incentivo para camuflar as reais condições dos carros.

Assim, como adiantado, os compradores naturalmente buscam se proteger oferecendo preços mais baixos, o que acabará, enfim, refletindo no processo de formação dos preços dos carros usados, reduzindo-se os preços médios. Com isso, também se diminui o incentivo para a oferta dos pêssegos, ou seja, reduz-se a oferta de produtos de boa qualidade – disso decorrendo o nome utilizado para o efeito em questão, de seleção adversa:

O modelo dos limões pode ser usado para comentarmos os custos da desonestidade. Considere um mercado no qual os bens são vendidos de forma honesta ou desonesta; a qualidade pode ser corretamente representada ou pode ser deturpada. O problema do comprador, evidentemente, é identificar a qualidade. A presença de pessoas no mercado dispostas a oferecer bens de qualidade inferior tende a expulsar o mercado do seu funcionamento – como no caso dos “limões” do mercado de automóveis usados. É justamente essa possibilidade que representa o maior custo da desonestidade – pois práticas desonestas tendem a expulsar os negócios honestos do mercado. Pode haver compradores potenciais de produtos de boa qualidade e pode haver vendedores desses produtos na faixa de preço adequada; entretanto, a presença de pessoas que desejam empurrar produtos ruins como se fossem bons tende a eliminar os negócios legítimos. O custo da desonestidade, portanto, não está apenas no valor que o comprador perde ao ser enganado; o custo também inclui a perda causada pela retirada dos negócios legítimos do mercado (tradução nossa)³⁶.

Para fugir dos efeitos da seleção adversa, Akerlof (1970) indica que os vendedores de bens de boa qualidade podem se valer da chamada sinalização, que corresponde a um ato intencional de divulgação de informação visando demonstrar ao mercado que o próprio agente ou seus bens possuem habilidades ou características específicas que os diferenciam dos demais. No contexto do mercado de carros usados, por exemplo, os donos dos pêssegos podem sinalizar aos potenciais compradores que possuem bons carros por meio da outorga de garantias contratuais³⁷.

³⁶ “The Lemons model can be used to make some comments on the costs of dishonesty. Consider a market in which goods are sold honestly or dishonestly; quality may be represented, or it may be misrepresented. The purchaser’s problem, of course, is to identify quality. The presence of people in the market who are willing to offer inferior goods tends to drive the market out of existence – as in the case of our automobile ‘lemons.’ It is this possibility that represents the major costs of dishonesty – for dishonest dealings tend to drive honest dealings out of the market. There may be potential buyers of good quality products and there may be potential sellers of such products in the appropriate price range; however, the presence of people who wish to pawn bad wares as good wares tends to drive out the legitimate business. The cost of dishonesty, therefore, lies not only in the amount by which the purchaser is cheated; the cost also must include the loss incurred from driving legitimate business out of existence” (Akerlof, 1970, p. 495).

³⁷ São outros exemplos de sinalizações intencionais ao mercado, além da concessão de garantias contratuais, cf. Yazbek (2007, p. 46-47): utilização de marcas conhecidas e consolidadas, propagandas, realização de campanhas diversas ou promoções.

Já o segundo efeito decorrente das assimetrias informacionais nos mercados, que é tradicionalmente reconhecido pela literatura especializada, é o chamado *moral hazard*, que pode ser traduzido como risco moral ou comportamento oportunista. Diferentemente da seleção adversa, esse efeito não se relaciona à insuficiência de informações no momento da contratação, mas diz respeito às dificuldades de monitoramento ou controle do comportamento de uma das partes após a celebração do contrato.

Trata-se de uma situação facilmente observada no mercado de seguros, no qual há um conflito de interesses entre os agentes econômicos dele participantes, especialmente porque uma das partes envolvidas em uma relação de seguro, o segurado, tem incentivo para agir de maneira imprudente ou oportunista, na medida em que a seguradora arcará com a maior parte – se não com a integralidade – das consequências de seus atos. Uma pessoa que possui seguro de automóvel, por exemplo, pode estar disposta a dirigir com menos cuidado por saber que, em caso de acidente, a sua seguradora arcará com os custos dele decorrentes.

Além desse conflito de interesses, acrescenta-se o fato de que as partes em uma relação de seguro não terão acesso ao mesmo nível de informação no curso do cumprimento do contrato e o segurado pode omitir informações que tornariam o produto (seguro) mais caro. Ainda no caso de um seguro de automóvel, por exemplo, o segurado pode omitir que há outra pessoa além dele dirigindo o seu carro, o que possui impacto no preço do seguro por diversos fatores, especialmente pelo aumento do risco de sinistro e pela perda da previsibilidade, para a seguradora, do perfil do motorista associado ao veículo.

Diante de um cenário como esse, de comportamento oportunista após a celebração de contratos, aumentam-se os custos transacionais à parte fabricante do bem ou prestadora do serviço negociado, em decorrência, por exemplo, dos custos de monitoramento do comportamento da contraparte e do efetivo cumprimento do quanto contratado, o que tende a elevar os custos de produção e o preço final do bem ou serviço, gerando prejuízos a toda à coletividade.

Seleção adversa e *moral hazard*, portanto, são os 2 efeitos das assimetrias informacionais nos mercados que a literatura especializada costuma reconhecer, porém, destaca-se que Yazbek (2007, p. 41-47), ao analisar a sinalização, originariamente entendida como uma forma de proteção contra os efeitos da seleção adversa, conclui que ela também pode ser um problema se, ao contrário dos exemplos dados por Akerlof (1970), os sinais não forem emitidos ao mercado de forma intencional, o que fará com que os demais agentes econômicos presumam questões, prejudicando-se o processo racional de tomada de decisões, o que, ao final, tornará o mercado menos eficiente.

Essa situação é observada, por exemplo, quando um agente econômico toma uma determinada decisão ou pratica um ato com base em informação que dispõe – ou presumivelmente dispõe – em decorrência de situação na qual se encontra ou de posição que ocupa. Com isso, a informação que ele presumivelmente detinha passa a ser de conhecimento público e os demais agentes econômicos poderão tomar suas próprias decisões com base nela. O problema dessa situação, nas palavras de Yazbek (2007, p. 46), é que ela:

pode dar causa a distorções, na medida em que a emissão de sinais pode permitir a outros agentes que se beneficiem, de formas diversas. Aí também residem possibilidades de direcionamento do comportamento de terceiros e mesmo de manipulação de mercado. Dentre os efeitos negativos da sinalização deve-se destacar, ainda, o estímulo a condutas irracionais, na medida em que os agentes atuam com base em informações não plenamente confiáveis – essas condutas irracionais podem, não raro, ser coletivas.

O trato das falhas de mercado exige intervenções pelo Estado que, como visto em tópico anterior, podem ser reguladoras ao disciplinarem as atividades e as interações entre os agentes econômicos. No caso dos efeitos das assimetrias informacionais, essas normas reguladoras costumam exigir, por exemplo, obrigações compulsórias de prestar informações e de registrar certos atos – como ocorre em diversos dispositivos da lei acionária brasileira, que será objeto de análise em capítulo próprio.

Com isso, concluímos a análise do mercado em sentido amplo e de questões que se relacionam a todos os seus tipos. A seguir, analisaremos as particularidades de um específico mercado em sentido amplo, o mercado financeiro, gênero do qual o mercado de capitais é espécie e que será, adiante, objeto central da presente dissertação.

1.2 O mercado financeiro e suas particularidades

O mercado financeiro, como já indicado anteriormente, é uma das diversas espécies de mercado em sentido amplo e, para uma melhor compreensão das suas particularidades, devem ser conhecidos, em primeiro lugar, os essenciais conceitos de poupança e de investimento:

Poupança é definida como a parte da renda não consumida, ou seja, a abstenção de consumo constitui um ato de poupar. O indivíduo racional concorda em trocar um poder de consumo presente e certo, por um poder de consumo futuro e incerto, se este for consideravelmente maior que o primeiro. Trata-se, portanto, de uma decisão intertemporal – a poupança é uma alocação do consumo no tempo. Por outro lado, a utilização dos recursos poupados, próprios ou de terceiros, para a produção de um bem de capital representa um ato de investimento, desde que contribua para a formação de capital novo, caso contrário, seria apenas uma realocação da riqueza (Andrezo; Lima, 2001, p. 5).

Partindo desses conceitos, Andrezo e Lima (2001, p. 6) definem os poupadores como agentes econômicos superavitários que possuem recursos em excesso (poupança), enquanto os chamados tomadores são agentes econômicos deficitários que não possuem poupança suficiente para promoção de investimentos e, por isso, precisam angariar recursos³⁸. As preocupações de cada um dos grupos³⁹, portanto, são opostas entre si: os poupadores se preocupam em como aplicar os recursos que têm em excesso, enquanto os tomadores se preocupam em como obter recursos para promoção de investimentos necessários e/ou desejados.

O mercado financeiro, conforme ensina Georgakopoulos (2018), trata-se justamente do mercado que conecta, diretamente ou por meio de intermediadores⁴⁰, os poupadores ou agentes superavitários aos tomadores ou agentes deficitários que necessitam de fundos para promoção de investimentos.

Nesse mesmo sentido, para Oliveira (2009, p. 22), a função do mercado financeiro é “agrupar a poupança disponível em uma larga quantidade de poupadores e dirigi-la para aquelas unidades produtoras que apresentam os projetos considerados mais atraentes”. De forma complementar, para Andrezo e Lima (2001, p. 3), “o mercado financeiro é composto pelo conjunto de instituições e instrumentos financeiros destinados a possibilitar a transferência de recursos dos ofertadores para os tomadores, criando condições de liquidez no mercado”.

Essa noção do mercado financeiro como um meio de financiamento das atividades empresariais é majoritária na literatura especializada, porém, cumpre destacar que há autores, como Fabozzi e Modigliani (2003, p. 5) e Yazbek (2007, p. 89), que a criticam e defendem que deve ser levado em consideração o fato de que há outros motivos não estritamente financeiros que podem justificar a atuação dos empresários no mercado financeiro como, por exemplo, a repartição dos riscos por eles assumidos com terceiros, com o público investidor – esse, inclusive, trata-se de um dos mecanismos indicados por Knight (1921, p. 233-263) para se lidar

³⁸ Nesse mesmo sentido, cf. Bisi e Feijó (2009, p. 25).

³⁹ Ainda de acordo com Andrezo e Lima (2001, p. 6), intercalam-se nas posições de poupadores e investidores os seguintes agentes econômicos: unidades familiares, sociedades de pessoas, organizações não governamentais (ONGs), sociedades anônimas e órgãos do governo.

⁴⁰ “[...] surge a necessidade natural de que as pessoas e instituições se especializem em aproximar poupadores e tomadores, para facilitar a comunicação entre os agentes econômicos e permitir reunir e formar grandes somas de poupanças para projetos mais caros. Surgem, portanto, agentes financeiros auxiliares (corretores ou intermediários financeiros), que operam na conciliação de necessidades de fundos com sua oferta, a um custo inferior ao dos próprios agentes. Outra vantagem é a possibilidade de dividir um investimento em valores menores, mais acessíveis aos que apresentam poupança. Não há o lançamento de qualquer obrigação por parte deste agente. Sua função é apenas colocar, frente a frente, tomadores e emprestadores, informando-os sobre os negócios disponíveis e condições gerais de mercado. Portanto, esses agentes atuam como meros intermediadores, não assumindo nenhum risco em nome próprio. Atualmente, esses agentes seriam as instituições financeiras e as assemelhadas, tais como as sociedades corretoras e as distribuidoras de títulos e valores mobiliários” (Andrezo; Lima, 2001, p. 8-9).

com os riscos e incertezas inerentes ao processo de tomada de decisões em mercados, conforme visto em tópico anterior.

No entanto, independentemente da justificativa para a atuação no mercado financeiro – seja ela financeira ou não –, a conexão entre os 2 grupos (poupadores e tomadores) se dá por meio da negociação e da troca de bens (instrumentos) que, por sua vez, possuem conteúdo essencialmente financeiro⁴¹ (por ex.: ações, títulos públicos e derivativos financeiros, além da própria moeda em si), bem como por meio da prestação de serviços relacionados a esses mesmos bens (por ex.: gestão de investimento, análise de crédito e custódia de ativos):

[...] as unidades provedoras de fundos cedem seu dinheiro recebendo em troca apenas promessas, as quais são como que “embaladas” na forma de direitos e serviços financeiros, tais como ações, depósitos a prazo e à vista, apólices de seguro, contratos de empréstimo e outros. Esses instrumentos financeiros prometem ao provedor de fundos um fluxo de receita futura na forma de dividendos, juros, tarifas, aluguéis ou indenizações de seguros. O provedor de fundos só os cede para o outro fazer seus investimentos porque espera receber de volta o principal emprestado e mais uma remuneração por ter aguardado que o investidor usasse os fundos pelo tempo contratado (Oliveira, 2009, p. 22).

E, especialmente em decorrência do fato de que os bens e serviços de conteúdo financeiro possuem características bastante particulares, também há diferentes espécies de mercados financeiros a eles relacionados (Oliveira, 2009, p. 30), havendo mais de uma forma possível de classificá-los.

Mosquera (1999a, p. 257-261), por exemplo, indica que o mercado financeiro pode ser cindido em duas espécies: no mercado financeiro em sentido estrito e no mercado de capitais. No primeiro, a mobilização e a canalização da poupança são feitas por meio de intermediários financeiros, especialmente as instituições bancárias, enquanto, no segundo, estabelece-se uma relação direta entre os poupadores e os tomadores por meio dos títulos por estes emitidos (por ex.: ações e debêntures).

Quanto a isso, frisa-se que Mosquera (1999a) não ignora que, no âmbito do mercado de capitais, são criadas estruturas de intermediação para a promoção das movimentações financeiras e para permitir uma conexão eficiente entre os poupadores e tomadores, porém, o

⁴¹ Por “conteúdo financeiro”, Georgakopoulos (2018) se refere à natureza abstrata daquilo que é negociado no mercado financeiro, pois, diferentemente dos bens de consumo ou de produção, os bens de conteúdo financeiro não possuem valor de uso físico, mas sim valor de troca monetária. Em outras palavras, a essência dos bens de conteúdo financeiro está relacionada a fluxos monetários, promessas de pagamento, expectativas de retorno ou instrumentos de alocação de recursos, como as ações no mercado de capitais. De forma complementar, como ensinam Fabozzi e Modigliani (2003, p. 1-2): “Intangible assets, by contrast, represent legal claims to some future benefit. Their value bears no relation to the form, physical or otherwise, in which the claims are recorded. Financial assets, financial instruments, or securities are intangible assets. For these instruments, the typical future benefit comes in the form of a claim to future cash”.

jurista destaca que, ao contrário do que acontece no mercado financeiro em sentido estrito, os intermediários no mercado de capitais atuam apenas como intervenientes e não como contrapartes.

O mercado financeiro, ainda, conforme ensina Yazbek (2007, p. 133-135), pode ser classificado de duas outras formas. A primeira delas, levando em consideração os tipos de recursos e necessidades que são intermediados, identifica quatro espécies de mercados financeiros: mercado de crédito, mercado monetário, mercado de câmbio e mercado de capitais. Essa, destaca-se, é a classificação institucionalmente adotada pelo Brasil e o Banco Central do Brasil (BCB) assim esclarece a diferença entre esses mercados⁴²:

- Mercado monetário: é o mercado que fornece à economia papel-moeda e moeda escritural, aquela depositada em conta-corrente;
- Mercado de crédito: é o mercado que fornece recursos para o consumo das pessoas em geral e para o funcionamento das empresas;
- Mercado de capitais: é o mercado que permite às empresas em geral captar recursos de terceiros e, portanto, compartilhar os ganhos e os riscos; e
- Mercado de câmbio: é o mercado de compra e venda de moeda estrangeira.

Já a última forma de classificar o mercado financeiro, por levar em consideração diferentes arranjos entre as atividades possíveis, os recursos financeiros e os agentes participantes nas operações, permite o reconhecimento de outras espécies de mercados financeiros para além das quatro discriminadas acima. Nesse sentido, pode-se falar também em mercado de criptomoedas (compra e venda de moedas digitais), mercado de obrigações (negociação de títulos de dívida emitidos por governos e empresas), mercado de derivados (negociação de contratos cujo valor depende do desempenho de outros ativos), entre outros.

Cumprе destacar, por oportuno, que o conceito de mercado financeiro apresentado neste tópico é essencialmente doutrinário, voltado à compreensão teórica do fluxo que é formado entre os recursos excedentes dos poupadores e os tomadores desses mesmos recursos. Já aquilo que se chama de sistema financeiro é a forma prática como os Estados organizam e estruturam os seus diversos mercados financeiros, os agentes que neles atuam e os processos mediante os quais eles trocam instrumentos financeiros entre si, sendo que se chama “sistema” em decorrência da “interligação existente entre os negócios jurídicos que ocorrem no seu interior” (OLIVEIRA, 2009, p. 30).

No Brasil, essa estrutura institucional recebe o nome de Sistema Financeiro Nacional (SFN) e é organizada funcionalmente, ou seja, com base nas funções (normativas, supervisoras

⁴² BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sfn>. Acesso em: 24 maio 2025.

ou operativas) que os diferentes órgãos e entidades que a compõem exercem (Oliveira, 2009, p. 58). Os órgãos normativos determinam as regras para o funcionamento do sistema e, atualmente, são o Conselho Monetário Nacional – CMN, o Conselho Nacional de Seguros Privados – CNSP e o Conselho Nacional de Previdência Complementar – CNPC. Já as entidades supervisoras são aquelas que fiscalizam as instituições sob sua responsabilidade, mas também têm função normativa, quanto regulamentam as decisões tomadas pelos órgãos normativos ou atribuições outorgadas a elas por lei. Atualmente, o Banco Central do Brasil – BCB, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, a Superintendência de Seguros Privados – SUSEP e a Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC são as entidades supervisoras do SFN. Por fim, as entidades operadoras são todas as demais instituições responsáveis pelas intermediações de recursos entre poupadores e tomadores ou pela prestação de serviços, tais como os bancos, a bolsa de valores, as seguradoras, entre outras⁴³.

A importância das diferentes espécies de mercados financeiros que compõem o sistema financeiro de qualquer país, por sua vez, independentemente do critério classificatório que se adote, relaciona-se ao mesmo fundamento econômico apresentado anteriormente para os mercados em sentido amplo: a criação de um fluxo entre a riqueza disponível em sociedade e os agentes que atuam nos mercados, sendo que, no caso específico do mercado financeiro, esse fluxo é formado entre os recursos excedentes dos poupadores e os tomadores que utilizam esses recursos especialmente para a promoção de investimentos em geral.

1.2.1 Eficiência dos mercados financeiros e justificativas para a intervenção do Estado

Como visto em tópico anterior, qualquer fluxo de distribuição de riqueza em sociedade, além de existir, precisa ser eficiente, o que, especificamente no âmbito do mercado financeiro, significa dizer que a conexão entre poupadores e tomadores deve ser promovida com custo mínimo e com as menores dificuldades possíveis, de forma tal a assegurar uma maior otimização e melhor aplicação dos recursos disponíveis em excesso (Fabozzi; Modigliani, 2003, p. 116).

Com isso, como ensinam Andrezo e Lima (2001, p. 7-8), além de se aumentar o incentivo à poupança, os agentes superavitários encontram soluções de aplicações (tipos de

⁴³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/conheca-o-mercado-de-capitais/sistema-financeiro-nacional>. Acesso em: 6 jul. 2025; BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sfn>. Acesso em: 6 jul. 2025.

investimentos) mais interessantes do que a manutenção dos recursos excedentes em dinheiro⁴⁴, o que, por sua vez, cria maiores, melhores e mais rápidas oportunidades aos agentes deficitários que precisam e/ou desejam promover investimentos, permitindo-se a formação de capital novo, bem como o aumento da produtividade e o crescimento econômico⁴⁵ da sociedade como um todo, o que, ao final, faz aumentar o bem-estar dos indivíduos em suas particularidades.

Quanto à necessária eficiência do mercado financeiro, ainda, destacam-se as palavras de Oliveira (2009, p. 22), para quem:

Se os mecanismos da transmissão de fundos na economia estiverem desestruturados ou emperrados pelo excesso de regulamentação ou tributação, o fluxo de recursos das unidades poupadoras para as investidoras será seriamente afetado e as oportunidades de investimento não serão exploradas adequadamente. Qualquer economia depende da operação regular e contínua desses mercados para que possa haver investimento e, por meio deste, o crescimento da produção, do emprego, da renda e do padrão de vida das pessoas.

No entanto, também como visto em tópico anterior, não existe mercado que seja perfeito, havendo situações, inclusive decorrentes do seu próprio funcionamento, que não só ameaçam a sua eficiência, mas a sua própria existência pelo comprometimento das suas estruturas.

Assim, em uma primeira análise, a mão visível do Estado no mercado financeiro se justifica pelos mesmos fundamentos já apresentados para a intervenção estatal em quaisquer outros mercados, especialmente para a prevenção e correção das chamadas falhas de mercado, que afetam a livre formação dos preços, o fluxo de riqueza e o desenvolvimento econômico da sociedade.

Não obstante, a literatura especializada destaca a existência de, ao menos, 3 externalidades negativas que são particulares às estruturas do mercado financeiro e, por isso, correspondem a justificativas para intervenção do Estado especificamente nessa espécie de mercado em sentido amplo.

⁴⁴ Em relação à retenção do excedente em dinheiro, Sztajn (2011, p. 80) assevera que “se as famílias retiverem a moeda, manterão, para si, o poder de compra; se emprestarem recursos para outrem, percebe-se que a quantidade de moeda que desejam manter em seu poder é variável conforme a renda e as utilidades geradas. A interdependência entre desenvolvimento econômico e quantidade de moeda em circulação merece atenção, pois, sem moeda, volta-se ao sistema de trocas, e as dificuldades superadas com o bem intermediário, moeda, reaparecerão até que se encontre substituto que assuma tal função”.

⁴⁵ “A experiência internacional sugere uma relação causal entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. Hoje, já há uma aceitação generalizada dos impactos positivos que um sistema financeiro desenvolvido proporciona na economia, em termos de produtividade, acumulação de capital, aumento de poupanças e investimentos e crescimento econômico, pois há amplas evidências empíricas e suporte teórico considerável” (Andrezo; Lima, 2001, p. 15).

A primeira delas decorre do fato de que as instituições financeiras administram ou custodiam os recursos de terceiros, por meio dos quais realizam a maior parte das suas próprias operações (Andrezo; Lima, 2001, p. 14)⁴⁶, o que faz com que os riscos aos quais essas instituições sejam expostas externalizem aos consumidores financeiros que nelas confiaram seus recursos e poupanças⁴⁷, situação essa que é potencializada pela centralidade das instituições financeiras nas economias modernas e no cotidiano das pessoas⁴⁸.

Diante desse cenário, conforme assevera Mosquera (1999b, p. 21-21), “os detentores de recursos financeiros aplicam seus recursos na entidade financeira porque têm confiança de que ela cumprirá com suas obrigações”, o que faz com sejam “princípios norteadores do mercado financeiro: a proteção do público poupador e a proteção da estabilidade das entidades financeiras”; e esses princípios, por sua vez, justificam a intervenção do Estado nesse mercado.

Já a segunda externalidade negativa particular ao mercado financeiro decorre da sua dimensão sistêmica, na medida em que as atividades financeiras exercidas por diferentes instituições formam um complexo de relações jurídicas que, “a despeito da diversidade das partes, se encontra em uma situação de interdependência, tal como se tivesse sido objeto de vínculos de reciprocidade, de sorte que a alteração no funcionamento de um dos seus componentes afeta a operação do sistema como um todo” (Oliveira, 2009, p. 37).

Assim, por exemplo, qualquer atraso ou inadimplemento de uma instituição financeira “pode, em princípio, gerar problemas de liquidez em outra instituição e a consequente instabilidade desta, ou mesmo de instituições indiretamente afetadas, para cumprir suas obrigações perante terceiros” (Yazbek, 2007, p. 186).

Diante de uma situação como essa, em que haja dúvidas quanto à solvabilidade de uma instituição financeira, Yazbek (2007, p. 187) assevera que é natural se esperar que os seus clientes busquem retirar, o quanto antes, os valores que nela haviam depositado, criando uma situação de verdadeiro pânico coletivo e ensejando as chamadas corridas bancárias para

⁴⁶ Nesse mesmo sentido, cf. Yazbek (2007, p. 187): “Na qualidade de intermediários financeiros, os bancos recebem dinheiro das unidades superavitárias sob a forma de depósitos para em seguida emprestá-lo, em relações creditícias diversas, para terceiros. Assim, na maior parte das vezes, o passivo de um banco é exigível de imediato ou em um curto prazo, enquanto seu ativo (aquele crédito a terceiros), apenas será exigível em data futura, com o vencimento das respectivas operações. A estrutura patrimonial dos bancos cumula, assim, este desencadeamento entre a liquidez dos ativos e dos passivos e um elevado (e natural) grau de endividamento”.

⁴⁷ “A quebra de uma entidade ligada ao Sistema Financeiro Nacional corresponde, em última instância, à falência dos clientes dessa entidade, isto é, o colapso dos bancos gera o colapso de seus correntistas. Quem quebra não é apenas o banqueiro, quebra, também, o cliente do banqueiro. Daí por que, assim como direito do mercado financeiro e de capitais dá segurança à economia popular, deve esse enredo normativo atribuir estabilidade às entidades financeiras” (Mosquera, 1999a, p. 267).

⁴⁸ As instituições financeiras, destaca Yazbek (2007, p. 186), são responsáveis pelo processamento de um – cada vez mais – elevado número de movimentações financeiras no dia a dia, além de atuarem como, por exemplo, operadoras de pagamento e provedoras de serviços diversos de crédito e de financiamento.

retiradas inesperadas de vultosas quantias⁴⁹, movimento esse que pode desencadear ou acelerar uma situação de crise e até mesmo provocar a quebra de instituições financeiras – o que aconteceu, por exemplo, com o Silicon Valley Bank⁵⁰.

Quanto às corridas bancárias, ainda, Sztajn (2011, p. 157-158) destaca que podem causar “efeito dominó, por isso quando se trata de risco sistêmico é preciso considerar a fragilidade de um banco isolado, a natureza do passivo e a intrínseca iliquidez da sua carteira de empréstimos; nexos sistêmicos que unem os intermediários financeiros”; e esse risco sistêmico, por sua vez, também é uma particularidade dos mercados financeiros que justifica a intervenção do Estado.

Por fim, a terceira externalidade negativa específica do mercado financeiro, ora destacada pela sua relevância ao contexto do presente trabalho, decorre da volatilidade que é inerente aos preços dos ativos financeiros, esclarecendo-se que, segundo a Bolsa de Valores do Brasil (B3), “volatilidade reflete a magnitude das oscilações de preço, sejam elas para cima ou para baixo”⁵¹, havendo diversos fatores que a influenciam (por ex.: eventos econômicos, decisões empresariais e condições climáticas).

No entanto, conforme assevera Yazbek (2007, p. 188), a volatilidade natural dos preços dos ativos financeiros (oscilação) vem aumentando, impulsionada pela crescente negociação de instrumentos de maior risco⁵² e pela intensificação da integração entre os mercados globais⁵³ –

⁴⁹ Wellisch (2018, p. 43-47) esclarece a problemática do fenômeno da corrida bancária: “Como se sabe, em uma economia de mercado, a grande maioria das operações relevantes praticadas entre os agentes econômicos é liquidada por meio da transferência de direitos sobre depósitos à vista mantidos nos bancos comerciais. Esses depósitos nada mais são do que promessas feitas por agentes privados – no caso, os bancos – de entrega de um determinado montante de moeda legal (papel-moeda), no momento em que forem solicitados. A equivalência entre depósitos à vista e moeda legal e que os transforma em substitutos perfeitos, depende da confiança do público de que aquelas promessas serão efetivamente cumpridas a qualquer momento. Assim, a eventual perda, ou mesmo o simples abalo dessa confiança, pode levar os depositantes a testarem a capacidade de um banco de resgatar os depósitos, tal como prometido. Se isto ocorrer poderá ter início aquilo que a doutrina especializada chama de ‘corrida bancária’. [...] Assim, na eventual necessidade de atendimento de um volume anormal de resgates, o banco poderá ser obrigado a liquidar rapidamente os seus ativos, o que importará em custo certamente onerosos, dada a já comentada falta de liquidez de seus ativos, ou, na pior das hipóteses, na impossibilidade de a instituição honrar todos os seus compromissos, podendo ocasionar, com corolário, os efeitos sistêmicos já referidos acima”.

⁵⁰ CNN BRASIL. **Como o Silicon Valley Bank faliu em 48 horas?** Veja linha do tempo. Publicado em 11 mar. 2023; atualizado em 11 mar. 2023. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/como-o-silicon-valley-bank-faliu-em-48-horas-veja-linha-do-tempo/>. Acesso em: 7 ago. 2025.

⁵¹ Informação disponível em: <https://borainvestir.b3.com.br/objetivos-financeiros/investir-melhor/o-que-sao-bolhas-de-mercado-e-como-fugir-delas/>. Acesso em: 27 maio 2025.

⁵² São exemplos de instrumentos financeiros de maior risco os contratos derivativos, por meio dos quais se negociam bens ou índices com liquidação futura (como *commodities* atreladas a safras futuras, moedas e índices de). Trata-se de uma operação de elevado grau de risco, uma vez que pequenas oscilações nos preços negociados podem gerar perdas financeiras de valores bastante elevados.

⁵³ Quanto a esse ponto específico, cf. Sztajn (2011, p. 161-169): “Uma delas [vulnerabilidades do sistema] é a cadeia formada pelas relações entre intermediários financeiros no plano internacional. A globalidade das relações financeiras exacerba a contaminação do sistema, fato de extrema gravidade [...] O sistema financeiro é cada vez mais internacionalizado. Formam-se consórcios com a participação de instituições de vários países,

além disso, como será analisado em capítulo mais adiante, o papel cada vez mais central da *internet* e das redes sociais também contribui para esse aumento de volatilidade.

Com isso, prossegue o jurista, favorece-se a criação das chamadas bolhas especulativas, situações nas quais “um bem ou ativo se valoriza sem fundamentos ou razões econômicas – e seu preço de negociação é maior do que deveria ser”⁵⁴.

Esse aumento das oscilações dos preços dos ativos financeiros e a formação de bolhas especulativas, por sua vez, expõem agentes econômicos diversos, inclusive pessoas físicas e unidades familiares – que são as partes naturalmente mais vulneráveis –, à possibilidade de perdas de valores bastante expressivos. Em outras palavras, esses fatores majoram os riscos de mercado e provocam, ainda que de forma indireta, instabilidade sistêmica (Yazbek, 2007, p. 188), justificando-se a intervenção estatal nos mercados financeiros também por esses motivos.

Dessa forma, além das falhas que são comuns a quaisquer mercados, o mercado financeiro demanda atenção especial e intervenção do Estado em razão de riscos específicos que ele representa à sociedade, decorrentes das particularidades das suas estruturas, sendo que essa intervenção, conforme ensina Grau (2005, p. 148-149), pode se dar por 3 formas distintas: (i) absorção ou participação, quando o Estado atua como agente econômico em concorrência com os demais ou assume os meios de produção de determinado setor em regime de monopólio; (ii) direção, quando o Estado estabelece mecanismos e normas de comportamento compulsórias para os agentes econômicos; ou (iii) indução, quando o Estado cria estímulos aos agentes econômicos, buscando direcionar as atividades por eles desenvolvidas.

Para finalizar a análise promovida neste tópico acerca das particularidades do mercado financeiro, destaca-se que, conforme ensina Yazbek (2007, p. 189-191), a regulação financeira⁵⁵ – instrumento da intervenção estatal nesse setor – também pode ser dividida, para fins teóricos, em 3 categoriais: (i) regulação de condutas, que estabelece obrigações aos agentes econômicos nas relações concretas estabelecidas em mercado, visando à proteção dos clientes financeiros; (ii) regulação sistêmica, que protege o sistema financeiro como um todo e, de forma

são oferecidos empréstimos sindicalizados, crescente o número e instituições financeiras multinacionais, com operações em muitos países. Vultosas transferências monetárias internacionais, facilitadas pela tecnologia da informação, dificultam o controle da moeda pelas autoridades financeiras”.

⁵⁴ B3. O que são bolhas de mercado e como fugir delas. Disponível em: <https://borainvestir.b3.com.br/objetivos-financeiros/investir-melhor/o-que-sao-bolhas-de-mercado-e-como-fugir-delas/>. Acesso em: 27 maio 2025.

⁵⁵ A palavra “regulação” nesse contexto engloba, como defende Wellisch (2018, p. 33-34), “toda e qualquer medida estatal de condicionamento da atividade econômica, tenha ou não uma forma normativa”, ou seja, “desde a criação de normas, passando pela sua implementação por meio de determinados atos administrativos e pela fiscalização do seu cumprimento, até a aplicação de penalidades àqueles que infringirem as regras postas”.

indireta, as relações não-financeiras dele dependentes, visando impedir o alastramento de eventuais crises; e (iii) regulação prudencial, que reforça os processos das outras duas modalidades com a adoção de práticas sadias de gestão das atividades financeiras.

Quanto à regulação financeira, ainda, destaca-se que, no Brasil, a doutrina especializada e a jurisprudência⁵⁶ entendem que “as normas que regem os meios de pagamento, o preço do dinheiro e o crédito são normas de ordem pública” (Oliveira, 2009, p. 38), justamente por reconhecerem a importância delas para a preservação do equilíbrio não só dos mercados financeiros, mas de toda a sociedade que deles dependem. Na prática, isso significa que a regulação financeira brasileira busca proteger os interesses de todos os elementos do mercado, inclusive daqueles que não estejam diretamente envolvidos em uma específica relação de troca, ou seja, da sociedade como um todo.

Concluída assim a análise das razões que justificam a intervenção do Estado no mercado financeiro em sentido amplo, no capítulo seguinte passaremos à análise do específico mercado de capitais – objeto central da presente dissertação –, que, apesar de integrar o mercado financeiro, apresenta particularidades que tornam ainda mais relevante a discussão sobre as informações disponíveis em mercado e a proteção dos agentes econômicos contra as práticas que buscam manipulá-las.

⁵⁶ Exemplos de entendimentos nesse sentido podem ser encontrados nos seguintes acórdãos proferidos pelo Superior Tribunal de Justiça: EDcl no AgRg no REsp n. 764.433/SP, relatora Ministra Laurita Vaz, Quinta Turma, julgado em 7/11/2006, DJ de 18/12/2006; EDcl no REsp n. 663.781/RJ, relator Ministro José Delgado, Primeira Turma, julgado em 15/12/2005, DJ de 20/3/2006; e RMS n. 16.344/DF, relator Ministro Hamilton Carvalhido, Sexta Turma, julgado em 2/9/2003, DJ de 6/10/2003.

2 MERCADO DE CAPITAIS

Na concepção do mercado financeiro como um meio de financiamento das atividades empresariais, o mercado de capitais, também chamado de mercado de valores mobiliários, é tradicionalmente associado à captação de recursos para projetos e/ou operações de médio ou longo prazo, assim entendidos como sendo aqueles cuja duração seja igual ou superior a 1 ano⁵⁷.

Quanto a esses empreendimentos de longo prazo, como destacado por Pitta (2018, p. 64), muitos deles “exigem uma injeção de capital em volume muito além daquilo que a capacidade financeira de um único indivíduo (ou de um pequeno grupo) alcançará”, o que torna o financiamento externo essencial para a sobrevivência e para o desenvolvimento das atividades empresariais.

E, como adiantado no capítulo anterior, a relação de financiamento decorrente da atuação no mercado de capitais se estabelece diretamente entre os agentes superavitários e os agentes deficitários, ou seja, nessa parte do mercado financeiro, os tomadores acessam diretamente os poupadores para captar recursos.

Em outras palavras, o mercado de valores mobiliários é uma parte do mercado financeiro que representa uma importante alternativa à típica intermediação das instituições financeiras no financiamento das atividades empresariais – captação ou empréstimos feitos pelos bancos em nome próprio no mercado de crédito com cobrança de elevadas taxas de juros –, caracterizando-o como um *locus artificialis* voltado à captação de recursos junto ao público.

Antes de prosseguirmos com a análise do mercado de capitais, proposta pela presente dissertação, porém, faz-se necessário apresentar conceitos essenciais sobre a matéria no tópico a seguir, cumprindo ressaltar, quanto a isso, que a exposição não pretende ser exaustiva, uma vez que cada um dos conceitos abordados permite discussões técnicas e teóricas que merecem tratamento à parte.

2.1 Conceitos essenciais: dos valores mobiliários às divisões teóricas do mercado de capitais

No contexto do mercado de capitais, os tomadores são chamados de emissores⁵⁸, na medida em que captam recursos por meio dos valores mobiliários por eles emitidos e, apesar

⁵⁷ Cf. Fabozzi e Modigliani (2003, p. 10) e Oliveira (2009, p. 32).

⁵⁸ De acordo com Parente (2022), as principais emissoras são as companhias abertas, ou seja, sociedades por ações que negociam os valores mobiliários por elas emitidos em mercados organizados e regulamentados, como bolsas de valores ou sistemas de balcão, estando sujeitas à regulação específica e à supervisão de uma autoridade pública de mercado. No Brasil, essas companhias estão sujeitas à Lei nº 6.404/1976 (“Lei das S/A”)

de não haver uma definição exata para o conceito de “valor mobiliário”, trata-se, de modo geral e na prática, de instrumentos financeiros que permitem o cumprimento dessa função econômica de captação de recursos de longo prazo junto ao público (Andrezo, 2024, p. 38).

O primeiro valor mobiliário moderno reconhecido como tal foi a ação⁵⁹, definida como um título de renda variável⁶⁰ que representa a menor parcela do capital social de uma empresa (Bisi; Feijó; 2009, p. 40-41) e, diferentemente do que acontece nos demais mercados financeiros, que normalmente criam credores quando canalizam a poupança disponível, os poupadores adquirentes das ações no mercado de capitais se tornam sócios (acionistas) das empresas emissoras.

Com isso, conforme destacam Eizirik *et al.* (2011, p. 8-9), a empresa não está obrigada a devolver os recursos excedentes disponibilizados pelos poupadores que, nesse contexto, são chamados de investidores⁶¹. A obrigação da companhia emissora é remunerar os investidores na forma de dividendos⁶², apenas se a empresa apresentar lucros, sendo esse o motivo pelo qual o mercado de capitais é um mercado de risco, já que “os investidores não têm qualquer garantia quanto ao retorno de seus investimentos, que dependerá dos resultados do empreendimento econômico desenvolvido pela companhia”⁶³.

As ações foram os primeiros valores mobiliários reconhecidos como tal e permanecem sendo o principal instrumento de participação no mercado de capitais, porém, o escopo daquilo que se caracteriza como valor mobiliário foi se ampliando ao longo do tempo, ainda que de

e à supervisão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Há, porém, outras emissoras no mercado de capitais, ainda que de menor relevância econômica quando comparadas com as companhias abertas. No mercado brasileiro, por exemplo, as sociedades limitadas de investimento coletivo, os empreendimentos de financiamento coletivo (*crowdfunding*), as microempresas e as empresas de pequeno porte, também podem emitir determinados valores mobiliários sob regras específicas (Parente, 2022, p. 507).

⁵⁹ Conforme ensinam North (2001, p. 166) e Parente (2022, p. 250), o mercado de capitais surgiu no início do Século XVII, em Amsterdã – Holanda, quando a Companhia Neerlandesa das Índias Orientais se tornou a primeira companhia aberta da história ao emitir as primeiras ações negociáveis em mercado para captação de recursos.

⁶⁰ Títulos ou investimentos de renda variável são aqueles cuja remuneração não é conhecida no momento da aplicação, pois pode variar positivamente ou negativamente ao longo do tempo, a depender de uma série de fatores, tais como a valorização do ativo no mercado e o próprio desempenho da economia. Além das ações, são outros exemplos de investimentos de renda variável: fundos de investimento, fundos imobiliários, criptomoedas, *commodities* etc.

⁶¹ Os investidores podem ser classificados em institucionais e individuais. Os primeiros são as entidades que administram volumes significativos de recursos perante um grupo de pessoas que efetuam contribuições periódicas ou integralizam quotas (fundos de pensão, fundos de investimento etc.). Em outras palavras, os investidores institucionais gerem o capital de terceiros. Já os investidores individuais, pessoas físicas ou jurídicas, investem e gerem o próprio dinheiro. Ressalta-se que há regras diferenciadas para os investidores institucionais, pois há a presunção de que eles têm mais conhecimento sobre o mercado de capitais e sobre os riscos a ele inerentes (Andrezo; Lima, 2001, p. 13).

⁶² Os dividendos compõem a parcela do lucro apurado de uma companhia que é destinada à distribuição entre os seus acionistas.

⁶³ Nesse mesmo sentido, conforme Bisi e Feijó (2009, p. 67): “o valor das ações possui relação direta com a sua riqueza. Portanto, sempre será do interesse dos acionistas ter as ações valorizadas ao máximo”.

formas diferentes em cada sociedade, como uma resposta à constante inovação financeira e ao desenvolvimento dos mais variados instrumentos destinados ao financiamento da atividade empresarial (Parente, 2022, p. 246).

No Brasil, a Lei nº 6.385/1976, que regulamenta o mercado de capitais do país, indica quais são os instrumentos reconhecidos como valores mobiliários perante o ordenamento jurídico nacional e seu artigo 2º traz um rol exemplificativo com alguns títulos específicos amplamente conhecidos⁶⁴, tais como as ações e as debêntures, mas o inciso IX desse mesmo dispositivo legal, que foi incluído pela Lei nº 10.303/2001, apresenta a seguinte definição:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

[...]

IX – quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. [...].

Como se vê, trata-se de uma definição ampla, que foi incluída pelo legislador justamente com o intuito de “fazer frente à crescente e constante criação de novos produtos financeiros” e de “abranger boa parte das modalidades de captação pública de recursos”⁶⁵.

Quanto a isso, é importante esclarecer que, conforme ensina Parente (2022, p. 569), uma oferta de valores mobiliários é considerada pública quando é:

[...] destinada a investidores indeterminados. Serão indeterminados os destinatários sempre que a oferta for proposta a toda a coletividade, permitindo que quaisquer investidores interessados possam a ela aderir, tornando-se determinados apenas no momento da aceitação. A publicidade da oferta, nesse caso, decorrerá do fato de ser destinada ao público em geral, e não apenas a um número restrito de investidores.

Por outro lado, uma oferta será considerada privada quando ela não puder ser aceita por qualquer investidor interessado, mas apenas por aquele(s) para quem a oferta tenha sido direcionada de maneira individualizada (Parente, 2022, p. 569). De forma complementar,

⁶⁴ “São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I – as ações, debêntures e bônus de subscrição; II – os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III – os certificados de depósito de valores mobiliários; IV – as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros; X - os ativos integrantes do Sistema Brasileiro de Comércio de Emissões de Gases de Efeito Estufa (SBCE) e os créditos de carbono, quando negociados no mercado financeiro e de capitais.” — BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Art. 2º.

⁶⁵ Cf. Comissão de Valores Mobiliários. **O que são valores mobiliários**. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/conheca-o-mercado-de-capitais/o-que-sao-valores-mobiliarios>. Acesso em: 8 jun. 2025.

Oliveira (2009, p. 34-35) chama a atenção para o fato de que, em uma oferta pública, os participantes têm direito à igualdade de condições, bem como a usufruir de igual nível de conhecimento informacional, enquanto em uma oferta ou negociação privada, não há obrigatoriedade de tratamento igualitário com os demais agentes.

Para finalizar a análise promovida neste tópico acerca de conceitos básicos da matéria, destaca-se que há uma importante divisão teórica que cinde o mercado de capitais em 2 segmentos. Trata-se do (i) mercado primário, no qual os valores mobiliários são emitidos e distribuídos – ou colocados – aos investidores, o que permite a canalização de recursos diretamente para as entidades emissoras, cumprindo-se assim com a função principal do mercado de capitais; e do (ii) mercado secundário, no qual não há emissão de títulos e, portanto, não há canalização de recursos para as entidades emissoras, mas há contínua negociação entre os poupadores investidores, que transferem entre si os valores mobiliários emitidos no mercado primário, sendo por isso considerado como o ambiente que proporciona liquidez⁶⁶ aos títulos emitidos (Eizirik *et al.*, 2011, p. 10).

A distribuição de valores mobiliários no mercado primário, conforme ensinam Eizirik *et al.* (2011, p. 139-140), se dá essencialmente por meio das ofertas públicas iniciais (*Initial Public Offer* – IPO), com as quais as entidades emissoras acessam o mercado de capitais pela primeira vez, promovendo um “apelo ao público”, e “os investidores interessados em se tornar titulares dos valores mobiliários ofertados devem subscrevê-los ou adquiri-los e o preço por eles pago é revertido para o ofertante”.

Após a realização de uma IPO, uma mesma entidade ainda pode retornar ao mercado de capitais para captar recursos diretamente junto ao público investidor, o que também se dá por meio de ofertas públicas de valores mobiliários no mercado primário, porém, essas novas ofertas são denominadas subsequentes (*follow-on*)⁶⁷.

Já a negociação e a transferência de valores mobiliários no mercado secundário, promovidas entre os investidores, ocorrem em bolsas de valores ou no mercado de balcão. As primeiras, inicialmente concebidas como locais, são verdadeiras entidades que disponibilizam “todas as facilidades para a custódia e transferência dos valores mobiliários nela listados” e “regulam a conduta das instituições que nelas operam, zelando para que sejam

⁶⁶ Nesse mesmo sentido, conforme Andrezo (2024, p. 38): “[...] o mercado secundário proporciona liquidez aos valores mobiliários emitidos anteriormente, o que incentiva a realização de operações no mercado primário em razão da possibilidade de posterior venda dos papéis para outros interessados”.

⁶⁷ Cf. B3. Oferta subsequente de ações – Follow-on. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/aumento-de-liquidez/oferta-subsequente-follow-on/. Acesso em: 15 jun. 2025.

preservados elevados padrões éticos nas negociações” (Eizirik *et al.*, 2011, p. 11), ou seja, as bolsas de valores garantem transparência, segurança jurídica e eficiência nas operações nela realizadas.

O mercado de balcão, por sua vez, “constitui o conjunto das operações de mercado secundário realizadas fora das bolsas de valores” (Eizirik *et al.*, 2011, p. 11) e pode ser “organizado”, quando é administrado por uma entidade que centraliza as operações, ou pode ser “não organizado”, quando as negociações são promovidas diretamente entre as partes, sem intermediação de uma entidade ou plataforma institucionalizada, ou seja, quando as transações não são publicadas em nenhum sistema, o que, entre outros pontos, tornam incertas informações como volume de transações e valores⁶⁸.

Por fim, frisa-se que nada impede que os investidores negociem valores mobiliários diretamente entre si, fora das bolsas de valores ou do mercado de balcão, ou seja, sem nenhuma estrutura de intermediação. Nesse contexto, as operações são particulares e privadas e, conforme entendem Eizirik *et al.* (2011, p. 11), não devem ser consideradas integrantes do mercado de capitais para fins regulatórios.

2.2 A importância do mercado de capitais para o crescimento econômico dos países

À luz dos conceitos apresentados anteriormente, como aponta Andrezo (2024, p. 41), “não é difícil perceber intuitivamente a importância do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico”, já que para a promoção de grandes investimentos e para o aumento de produção – o que, ao final, contribui para a geração de empregos, renda e inovação –, as empresas precisam captar recursos de longo prazo de forma eficiente, o que é viabilizado pelo mercado de capitais ao aproximar os poupadores dos tomadores por meio dos valores mobiliários⁶⁹.

Essa “intuição”, por sua vez, já restou demonstrada em diversos estudos empíricos, sendo que um dos mais destacados pela literatura especializada foi desenvolvido pelos economistas estadunidenses Ross Levine e Sara Zervos (1996), que analisaram o mercado de

⁶⁸ O mercado de balcão é normalmente utilizado por pequenas empresas que buscam captar recursos, mas não podem arcar com os custos envolvidos na atuação das bolsas de valores. Quanto ao mercado de balcão “não organizado”, destaca-se que ele facilita a negociação de valores mobiliários de baixa liquidez e que, apesar da menor transparência, costuma atrair investidores mais experientes.

⁶⁹ Nesse mesmo sentido, para Pitta (2018, p. 61), “a importância do mercado de valores mobiliários ao crescimento e desenvolvimento de uma determinada economia é, portanto, bastante intuitiva: por meio de um mercado primário operante, converte-se a poupança disponível em investimento direto na atividade produtiva, em detrimento, por exemplo, de uma destinação desses recursos a outros ativos não produtivos, usados apenas como reserva de valor”.

capitais de 41 países, por meio de dados médios referentes a um período de 17 anos, de 1976 a 1993.

E o objetivo do estudo era justamente investigar se o desenvolvimento dos mercados de valores mobiliários influencia positivamente o crescimento econômico⁷⁰ de longo prazo dos países. Para tanto, foram utilizados modelos de cálculo que permitiram o controle de variáveis macroeconômicas⁷¹ (por ex.: inflação, PIB e desemprego) e foram analisadas, entre outras, as seguintes variáveis de desenvolvimento do mercado de capitais⁷²: capitalização total de mercado, rotatividade dos ativos negociados e valor total negociado.

Ao final da análise, os cálculos e cruzamentos de dados promovidos por Levine e Zervos (1996) demonstraram a existência de uma relação estatisticamente significativa e positiva entre as variáveis de desenvolvimento do mercado de capitais e o crescimento econômico de longo prazo dos países. Com isso, os economistas concluíram o estudo com a indicação de que o mercado de valores mobiliários não apenas acompanha o crescimento econômico dos países, mas tem papel relevante na sua promoção⁷³.

Neste ponto, cumpre destacar que o Brasil compunha a amostra analisada por Levine e Zervos (1996), o que permite aplicar as conclusões do estudo por eles promovidos, quanto à relação entre desenvolvimento do mercado de capitais e crescimento econômico, ao específico contexto brasileiro.

⁷⁰ “A noção de crescimento econômico está associada ao aumento da produção total de riquezas de uma dada sociedade, a partir de uma perspectiva quantitativa. Assim, o crescimento econômico de uma nação ou região é tradicionalmente aferido a partir da evolução do Produto Interno Bruto (PIB) ou da renda *per capita*, independentemente das alterações estruturais que resultam dessa evolução” (Pitta, 2018, p. 60).

⁷¹ As variáveis macroeconômicas expressam o comportamento agregado da economia de um país em um determinado período, ou seja, são indicadores de desempenho econômico e, por isso, é um dado importante que a análise empírica desenvolvida por Levine e Zervos (1996) tenha garantido o controle dessas variáveis. Caso contrário, não seria possível confiar integralmente se os resultados encontrados realmente se relacionaram às variáveis de desenvolvimento do mercado de capitais.

⁷² As variáveis de desenvolvimento do mercado de capitais, por sua vez, são indicadores utilizados para medir, entre outros aspectos, o grau de maturidade, liquidez, eficiência e acessibilidade do mercado de capitais de uma determinada sociedade. Instituições como o Banco Mundial, o FMI e a própria CVM realizam estudos com base nessas variáveis para analisarem o desenvolvimento dos mercados de capitais.

⁷³ “The empirical relationship between stock market development and long-run growth remains strong even after controlling for initial conditions, inflation, the size of the government, the black market exchange rate premium, and the pre-determined component of financial depth. Moreover, the results hold after checking for outliers and removing individual countries. As discussed in the introduction, measurement, statistical, and conceptual problems plague cross-country growth regressions. Nonetheless, the results suggest a comparatively strong link between the functioning of stock markets and economic growth”. LEVINE, Ross; ZERVOS, Sara. Stock Market Development and Long-Run Growth. **The World Bank Economic Review**, Washington, D.C., v. 10, n. 2, p. 323-339, 1996.

Mais recentemente, em dezembro de 2019, o Banco Mundial publicou um trabalho⁷⁴ no qual reuniu e revisou os principais estudos empíricos realizados ao longo das últimas 2 décadas sobre o desenvolvimento dos mercados de capitais – 72 estudos no total –, inclusive com dados históricos e comparativos entre diversos países.

Com esse trabalho, o Banco Mundial concluiu⁷⁵ que os estudos empíricos confirmam a existência de uma forte correlação entre o desenvolvimento dos mercados de capitais e o crescimento econômico dos países nos quais inseridos, especialmente por se tratar de uma fonte alternativa de financiamento de longo prazo às entidades emissoras, que foi relacionada, pelos estudos analisados, à promoção de inovação, ao desenvolvimento de tecnologias e ao acesso ao capital por pequenas e médias e empresas, que costumam enfrentar barreiras no tradicional mercado de crédito intermediado pelas instituições financeiras.

Quanto à correlação entre desenvolvimento do mercado de capitais e crescimento econômico, ainda, destacam-se as palavras de Andrezo (2024, p. 42-43), para quem:

O mercado de capitais representa, portanto, importante fonte de recursos de longo prazo para as empresas e, conseqüentemente, pode gerar empregos, fomentar a inovação e estimular o crescimento econômico. Além disso, um mercado de valores mobiliários desenvolvido oferece mais alternativas de investimento, o que ajuda na distribuição de riqueza uma vez que permite a pulverização da participação acionária e a distribuição dos lucros das companhias de forma menos concentrada, abrangendo parcela maior da população.

Diante dessa realidade, é esperado que os governos busquem desenvolver o mercado de capitais dos seus respectivos países como forma de, indiretamente, promover crescimento econômico. Nesse sentido, por exemplo, a posição institucional do governo brasileiro é de que “o mercado de capitais tem uma grande importância no desenvolvimento do país, pois estimula a poupança e o investimento produtivo, que é essencial para o crescimento de qualquer sociedade econômica”⁷⁶.

⁷⁴ World Bank. **Capital Markets Development: Causes, Effects, and Sequencing**. Washington, DC: World Bank Group, 2019. Disponível em <https://documents1.worldbank.org/curated/en/701021588343376548/pdf/Capital-Markets-Development-Causes-Effects-and-Sequencing.pdf>. Acesso em: 19 jun. 2025.

⁷⁵ “Overall, the empirical studies reviewed confirm the potential benefits of capital markets to economic growth. In particular, a strong correlation has been found between capital markets and economic growth – although causality does not run in a single direction: capital markets development generates economic growth, but the level of gross domestic product (prominently, per capita) also contributes to further capital market deepening. In addition, empirical evidence links capital markets and innovation, as well-developed capital markets play a key role in the financing of technology and, more generally, of riskier projects and enterprises, which are not usually financed via banking lending”. World Bank, *op. cit.*, nota 73.

⁷⁶ Comissão de Valores Mobiliários. **Conheça o mercado de capitais**. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/conheca-o-mercado-de-capitais#:~:text=O%20mercado%20de%20capitais%20tem,crescimento%20de%20qualquer%20sociedade%20econ%C3%B4mica>. Acesso em: 20 jun. 2025.

No entanto, como destacado pelo Banco Mundial no mesmo trabalho mencionado anteriormente, ao mesmo tempo em que os estudos empíricos comprovam o efeito positivo dos mercados de capitais para o crescimento econômico dos países, eles também “confirmam a existência de uma série de requisitos para o desenvolvimento dos [próprios] mercados de capitais”, entre eles a existência de um “ambiente jurídico e institucional robusto, incluindo mecanismos para garantir a proteção dos investidores” (tradução nossa)⁷⁷.

É o que passaremos a analisar a seguir.

2.3 A intervenção do Estado no mercado de capitais

Partindo-se da premissa – demonstrada empiricamente – de que o mercado de capitais tem papel relevante na promoção do crescimento econômico dos países, especialmente por propiciar a criação de um fluxo específico de riqueza, diretamente entre poupadores e tomadores, que é tradicionalmente destinado à promoção de investimentos de longo prazo, é de interesse público que esse mercado se desenvolva e opere da maneira mais eficiente possível (Pitta, 2013, p. 49).

É por isso que, em uma primeira análise, a intervenção do Estado no mercado de capitais se justifica pelos mesmos fundamentos já apresentados no capítulo anterior para a intervenção estatal em quaisquer outros mercados, especialmente para a prevenção e correção das chamadas falhas de mercado (Pitta, 2018, p. 45), que, nesse contexto, têm o condão de afetar a livre formação dos preços dos valores mobiliários e o fluxo de riqueza para os empreendimentos mais produtivos e rentáveis:

Os economistas preocupam-se com a eficiência dos preços das ações e outros ativos financeiros, basicamente, porque estes afetam a alocação de recursos na economia. Os preços do mercado de ações, por exemplo, fornecem sinais importantes que acabam por direcionar recursos a diferentes setores da economia. Em linhas gerais, a ideia fundamental é ter um mercado em que os preços transmitam sinais acurados para a adequada e eficiente alocação de capital, de modo que a poupança dirija-se naturalmente às unidades produtivas que apresentem maior rentabilidade, consideradas ao mesmo nível de risco (Wellisch, 2018, p. 201).

Além disso, por ser uma parte do mercado financeiro, a intervenção do Estado no mercado de capitais também se justifica pela existência das mesmas externalidades negativas

⁷⁷ “At the same time, the empirical research confirms the existence of a series of preconditions for capital markets to develop. In general, such preconditions point to the need for countries to have (a) a stable macroeconomic environment, which mainly translates into economic growth, low inflation, and robust fiscal policies, (b) a certain level of development of the financial sector, including a robust banking sector, institutional investors, and financial openness, and (c) a robust legal and institutional environment, including mechanisms to ensure the protection of investors and, more generally, that the country abides by the rule of law”. World Bank. **Capital Markets Development: Causes, Effects, and Sequencing**. Washington, DC: World Bank Group, 2019.

que são particulares às estruturas do mercado financeiro (Pitta, 2018, p. 46), principalmente pela necessidade de administração de risco sistêmico e pela volatilidade natural dos preços dos ativos financeiros (oscilação) – no caso, valores mobiliários – que, como visto, vem aumentando e favorecendo a criação das bolhas especulativas, situações essas que majoram os riscos de mercado e provocam, ainda que de forma indireta, instabilidade sistêmica.

No entanto, conforme ensina Andrezo (2024, p. 45-48), a intervenção do Estado no mercado de valores mobiliários é ainda mais direta, com uma regulação mais robusta, quando comparada com a intervenção em outros mercados, inclusive financeiros.

Isso porque uma sucessão de eventos históricos demonstrou ao mundo o potencial das graves consequências decorrentes de grandes falhas em mercados de capitais não regulados, falhas essas que resultaram em grandes perdas para os investidores, severas crises de confiança no mercado em si e longos períodos de recessão econômica.

Esse contexto histórico, conforme Andrezo (2024, p. 45-48), teve início com falhas no mercado de capitais da Inglaterra, ocorridas entre 1804 e 1878, que foram causadas, entre outros motivos, pela falta de supervisão dos agentes econômicos e pela especulação excessiva sem fundamentação econômica e com assimetria informacional, que levaram à formação de bolhas especulativas que, quando rompidas, geraram um colapso dos preços dos ativos e provocaram perdas significativas, tanto para os investidores institucionais quanto para os individuais⁷⁸.

O ápice, porém, foi em 29 de outubro de 1929, com o conhecido “*crash* da bolsa de Nova York”, quando o valor de mercado das ações listadas em bolsas de valores estadunidenses caiu US\$ 14 bilhões em um único dia (Andrez, 2024, p. 71-72), provocando a falência de muitas empresas e de muitos investidores, o que levou os Estados Unidos à “grande depressão”, um longo período de 12 anos de recessão econômica que contaminou toda a economia mundial.

A quebra da bolsa de Nova York, que ficou conhecida como a “maior crise do capitalismo financeiro do século 20”⁷⁹, levou ao total descrédito do mercado de capitais dos

⁷⁸ A situação caótica dos mercados de valores mobiliários ao redor do mundo, no final do século XIX, chegou a ser ilustrada de forma criativa pelo escritor português Eça de Queiroz, na obra *A Cidade e as Serras*, em passagem na qual as personagens Jacinto e Efraim discutiam a respeito da “Companhia das Esmeraldas da Birmânia”. Jacinto, preocupado com investimentos na companhia, perguntou se teriam sido feitos estudos que provavam a efetiva existência de esmeraldas “soterradas num vale da Ásia” e Efraim respondeu que “há sempre esmeraldas desde que haja acionistas!” QUEIRÓS, Eça de. *A cidade e as Serras*. São Paulo: Ática. Disponível em: <http://www.dominiopublico.gov.br/download/texto/bv000081.pdf>. Acesso em: 29 jun. 2025.

⁷⁹ Cf. Estadão. **Quebra da Bolsa de Nova York resultou na maior crise do capitalismo financeiro do século 20**. Disponível em <https://www.estadao.com.br/150-anos/150-momentos/quebra-da-bolsa-de-nova-york-resultou-na-maior-crise-do-capitalismo-financeiro-do-seculo-20/?srsltid=AfmBOoriiR0MrEV3yeK-57XDYnAfZGTYJzmHUffFNju926UufptdLZm>. Acesso em: 20 jun. 2025.

Estados Unidos⁸⁰, o que, por sua vez, contribuiu para o prolongamento da recessão econômica de toda a economia mundial, já que essa importante fonte de recursos esvaziou em decorrência da falta de confiança que afastou os investidores (Andrezo, 2024, p. 71-72).

Frisa-se que, até então, os Estados Unidos não possuíam legislação federal para regular o mercado de valores mobiliários, fato esse que é considerado um dos principais motivos que levaram à quebra da bolsa de Nova York, pois foi justamente essa ausência que, como destaca Pitta (2013, p. 80), permitiu a ocorrência de operações fraudulentas e a alocação ineficiente da poupança disponível, na medida em que os poupadores realizaram investimentos vultosos em empreendimentos que, posteriormente, demonstraram não ter praticamente valor algum.

Assim, foi em resposta a essa crise que o governo estadunidense promulgou duas leis federais nesse sentido (Parente, 2022, p. 176-177): (i) *Securities Act of 1933*, que trata do mercado primário; e (ii) *Securities Exchange Act of 1934*, que trata do mercado secundário e, destaca-se, criou a *Securities and Exchange Commission* – SEC, a agência responsável pela fiscalização do mercado de capitais dos Estados Unidos, tal como a CVM no Brasil.

No *Exchange Act*, o interesse público na regulação do mercado de capitais é assim reconhecido:

Pelas razões a seguir enumeradas, as transações com valores mobiliários, tal como comumente realizadas nas bolsas de valores e nos mercados de balcão, envolvem um interesse público nacional, o que torna necessária a regulamentação e o controle dessas transações e das práticas e questões a elas relacionadas, incluindo as operações realizadas por administradores, diretores e principais acionistas. É necessário exigir relatórios apropriados, remover obstáculos e aperfeiçoar os mecanismos de um sistema nacional de mercado de valores mobiliários, bem como de um sistema nacional para a compensação e liquidação dessas transações e para a salvaguarda dos valores mobiliários e fundos a elas relacionados. Também se impõe a adoção de exigências que tornem essa regulamentação razoavelmente completa e eficaz, a fim de proteger o comércio interestadual, o crédito nacional, o poder tributário federal, fortalecer o sistema bancário nacional e o Sistema da Reserva Federal, e assegurar a manutenção de mercados justos e íntegros nessas transações: [...] (tradução nossa)⁸¹.

⁸⁰ Conforme Copola (2013, p. 181), “entre 1920 e 1933, cerca de US\$ 40 bilhões (quarenta bilhões de dólares) em títulos e valores mobiliários foram vendidos nos Estados Unidos. Ficou constatado em 1933 que metade deste montante era constituído de valores mobiliários que, assombrosamente, nada valiam”.

⁸¹ “For the reasons hereinafter enumerated, transactions in securities as commonly conducted upon securities exchanges and over-the-counter markets are effected with a national public interest which makes it necessary to provide for regulation and control of such transactions and of practices and matters related thereto, including transactions by officers, directors, and principal security holders, to require appropriate reports, to remove impediments to and perfect the mechanisms of a national market system for securities and a national system for the clearance and settlement of securities transactions and the safeguarding of securities and funds related thereto, and to impose requirements necessary to make such regulation and control reasonably complete and effective, in order to protect interstate commerce, the national credit, the Federal taxing power, to protect and make more effective the national banking system and Federal Reserve System, and to insure the maintenance of fair and honest markets in such transactions: [...]” UNITED STATES. **Securities Exchange Act of 1934**. Public Law nº 291, 48 Stat. 881, aprovado em 6 de junho de 1934. Disponível em: <https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/regulation/nyse/sea34.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2025.

Na sequência, outros países seguiram o exemplo estadunidense e tomaram iniciativas normativas para o fortalecimento da intervenção institucional dos seus respectivos mercados de capitais (Andrezo, 2024, p. 71-72). No Reino Unido, por exemplo, isso aconteceu na década de 1940 (*Companies Act 1947* e *Companies Act 1948*), enquanto na França foi na década de 1960 (*Ordonnance* n° 67-833).

Já no Brasil, o marco dessa moderna regulamentação institucional, com clara inspiração no *Securities Act* e no *Exchange Act*, foi a promulgação, em 1976, da Lei n° 6.385 (lei do mercado de valores mobiliários) e da Lei n° 6.404 (lei das S/A), destacando-se o interesse público na regulação do mercado de capitais que é assim reconhecido pela CVM⁸²:

A posição central que o mercado de valores mobiliários ocupa no sistema econômico, faz com que as operações e alterações nele realizadas acarretem reflexos sobre o todo o aparelho produtivo, atingindo aqueles que dele não participam diretamente. Assim, são do interesse público os atos e fatos relativos ao mercado de valores mobiliários e sob a sua égide devem-se nortear todos os seus fundamentos e princípios.

Como resultado, nesses países, passou a haver uma intervenção mais direta dos Estados nos mercados de capitais, com o estabelecimento de arcabouços jurídicos e institucionais robustos, o que, como demonstrado pelos estudos empíricos analisados pelo Banco Mundial no trabalho publicado em 2019⁸³, trata-se de um dos requisitos para o desenvolvimento dos próprios mercados de valores mobiliários. Afinal, como visto no capítulo anterior, são as instituições formalmente constituídas e reguladas que permitem a existência e a manutenção de um ambiente de confiança, especialmente relacionado à força coercitiva do Estado e à possibilidade de imposição dos acordos celebrados entre os agentes econômicos, sendo que, sem essa segurança, os custos de transação seriam proibitivos e os mercados nada eficientes (North, 2001, p. 80).

E os 2 objetivos específicos da robusta regulação do mercado de capitais – que justificam uma intervenção estatal ainda mais direta, quando comparada com a intervenção em outros mercados, inclusive financeiros – são a manutenção da credibilidade das instituições e a proteção aos investidores (Pitta, 2013, p. 52), sendo este último comumente apontado pela literatura especializada como o objetivo principal da regulação do mercado de valores mobiliários⁸⁴.

⁸² Comissão de Valores Mobiliários. **Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios**. Rio de Janeiro: CVM, [s.d.]. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/cuidados-ao-investir/o-papel-da-cvm/fundamentos-principios-e-politicas-1/arquivos/regulacaodomercadodevaloresmobiliarios.pdf>. Acesso em: 22 jun. 2025.

⁸³ World Bank, *op. cit.*, nota 73.

⁸⁴ Nesse sentido, por exemplo, cf. Eizirik *et al.* (2011, p. 20) e Andrezo (2024, p. 50).

A manutenção da credibilidade no mercado de capitais e a proteção aos investidores são essenciais, pois, como ensina Parente (2022, p. 65), se os poupadores não confiarem na instituição e não se sentirem protegidos, eles não terão incentivo racional para investirem no mercado de valores mobiliários, o que acabaria por impedir o seu pleno desenvolvimento e tornaria escassa essa fonte de financiamento da atividade empresarial – tal como aconteceu imediatamente após a crise de 1929 –, prejudicando a captação de recursos e a alocação eficiente da riqueza disponível em sociedade. De forma complementar, para Eizirik *et al.* (2011, p. 21), “os investidores devem poder acreditar que seus retornos em aplicações no mercado estarão razoavelmente relacionados aos riscos dos investimentos” e “que as instituições atuantes apresentam integridade financeira”.

Quanto a esse ponto, ainda, destaca-se que a IOSCO – *International Organization of Securities Commissions*, organização internacional fundada em 1978, que reúne representantes de mais de 100 países e é o principal fórum internacional para as autoridades reguladoras dos mercados de capitais⁸⁵, defende que seus países membros busquem, com a regulação dos seus respectivos mercados de valores mobiliários, 3 objetivos essenciais⁸⁶: (i) aprimorar a proteção dos investidores e promover a confiança na integridade dos mercados de capitais; (ii) assegurar que os mercados sejam justos e eficientes, para que as estruturas de mercado não favoreçam indevidamente determinados agentes; e (iii) promover a estabilidade financeira por meio da redução do risco sistêmico.

Nesse mesmo sentido, para a CVM, a atividade regulatória no âmbito do mercado de capitais deve⁸⁷: (i) desenvolver esforços para resguardar a confiabilidade no mercado; (ii) buscar a eficiência do mercado, que permita um fluxo natural – e com os menores custos possíveis – da riqueza disponível às unidades produtivas que apresentem maior rentabilidade; (iii) promover a competitividade nas atividades e entre os participantes do mercado; e (iv) proteger o investidor.

Por se tratar do “objetivo mais fundamental” (Eizirik *et al.*, 2011, p. 20), destaca-se o entendimento institucional da CVM quanto à proteção ao investidor, especialmente ao investidor individual, que é considerada a parte hipossuficiente nas relações estabelecidas no mercado de capitais⁸⁸:

⁸⁵ Cf. Comissão de Valores Mobiliários. **IOSCO**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/menu/internacional/organizacoes/iosco.html>. Acesso em: 20 jun. 2025.

⁸⁶ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS – IOSCO. **By-Laws**: Section 1 – By-laws of IOSCO. Madrid: IOSCO, [s.d.]. Disponível em: https://www.iosco.org/library/by_laws/pdf/IOSCO-By-Laws-Section-1-English.pdf. Acesso em: 22 jun. 2025.

⁸⁷ Comissão de Valores Mobiliários, *op. cit.*, nota 82.

⁸⁸ *Ibidem*, p. 9.

Com vistas a manter a confiabilidade do mercado e visando atrair um contingente cada vez maior de pessoas, há necessidade de um tratamento equitativo a todos os que dele participam, devendo dar-se destaque especial ao investidor individual. Este, em face de seu menor poder econômico e menor capacidade de organização, precisa de proteção, de forma a resguardar seus interesses no relacionamento com intermediários e companhias, dentro da orientação de que seus riscos fiquem limitados apenas ao investimento realizado, sem que venha essa proteção a distorcer as características de risco inerentes às aplicações em valores mobiliários. Além disso, o investidor individual é protagonista da maior relevância no processo de dispersão da propriedade e de diversificação dos centros de decisão, o que contribui para aumentar a eficiência do mercado.

A materialização desses objetivos da regulação do mercado de capitais, por sua vez, conforme ensina Pitta (2013, p. 52), se dá essencialmente por meio de 2 tipos de regras, que determinam: (i) requisitos de acesso e de permanência dos participantes; e (ii) o comportamento desses mesmos participantes enquanto aturem no mercado.

Em ambos os tipos, há um elemento essencial, que é considerado o pilar do sistema regulatório do mercado de capitais (Andrezo, 2024, p. 52): a informação disponível aos participantes do mercado.

No tópico seguinte, veremos por que, nesse segmento específico do mercado financeiro, o acesso à informação desempenha um papel ainda mais relevante do que em outras esferas da atividade econômica, justificando a adoção de um modelo regulatório baseado na divulgação de informações corretas e completas pelas emissoras.

2.3.1 A importância da informação para a proteção dos investidores e do próprio mercado

Como visto no capítulo anterior, a informação é um elemento economicamente essencial em qualquer mercado, posto que é necessária para que os agentes econômicos possam tomar decisões que, por sua vez, impactam no processo de formação do preço de mercado dos objetos negociados, preço esse que se espera reflita uma avaliação racional e correta das informações disponíveis, especialmente para que haja uma alocação eficiente da riqueza disponível em sociedade.

No entanto, como destacam Copola (2013, p. 151) e Andrezo (2024, p. 56), em decorrência das particularidades do específico mercado de capitais, quanto à forma como é estruturado e quanto às dificuldades impostas pelas características intrínsecas aos valores mobiliários, os agentes econômicos que nele atuam precisam ter acesso a uma constância e a um volume de fluxos informacionais que não são observados nos outros mercados.

Com efeito, considerando-se a disponibilidade de diferentes valores mobiliários emitidos por diversas empresas com características próprias⁸⁹, um processo decisório racional no mercado de capitais, especificamente no que diz respeito à determinação, pelo poupador, do objeto que melhor atenda aos seus objetivos de investimento, em ponderação aos riscos e incertezas aplicáveis, essencialmente passará – ou deveria passar – por uma avaliação dos fundamentos econômicos por trás dos preços dos valores mobiliários em um determinado momento e das suas perspectivas de rentabilidade futura.

Trata-se de uma avaliação econômico-financeira complexa cuja análise foge ao escopo da presente dissertação, mas que, como ensina Pitta (2013, p. 285-286), exige a coleta de uma série de informações relacionadas: (i) a questões macroeconômicas que podem afetar as atividades da empresa emissora; (ii) aos setores de atividade em que a emissora atua, desde questões legais e regulatórias até tendências do setor para o curto, médio e longo prazo; e (iii) aos fundamentos econômicos da própria companhia emissora, tais como o seu potencial de crescimento, fluxos de caixa, capacidade de captação de financiamento externo, entre outros.

É, portanto, o conjunto das informações discriminadas acima que serve de subsídio para um racional processo de tomada de decisão, pelo investidor, quanto à compra, venda ou manutenção dos valores mobiliários, bem como para um racional processo de tomada de decisão quanto às alterações proporcionais na composição das carteiras de investimento e ao exercício de determinados direitos políticos e econômicos inerentes aos valores mobiliários, tais como o direito de voto, de preferência e de retirada (Pitta, 2013, p. 95).

Além disso, o constante acesso a esse conjunto de informações é também essencial para que haja um adequado processo de formação dos preços dos valores mobiliários⁹⁰, pois é por meio da tomada de decisões racionais e informadas pelos investidores que as cotações dos valores mobiliários passam a refletir a correta e real avaliação econômico-financeira das empresas emissoras (Goshen; Parchomovsky, 2006), o que, como consequência, permite uma alocação eficiente dos recursos disponíveis em sociedade (Coffee, 1984), já que, com base nas informações refletidas nos preços dos valores mobiliários, os investidores aplicam as suas poupanças nas companhias mais produtivas e rentáveis, dificultando-se a permanência das emissoras qualitativamente indesejáveis (Eizirik *et al.*, 2011, p. 22).

⁸⁹ Na bolsa de valores brasileira, por exemplo, segundo dados de maio de 2025, há mais de 300 empresas listadas como opções aos investidores. Na bolsa de Nova York, por sua vez, há mais de 2.000 empresas listadas. WORLD FEDERATION OF EXCHANGES. **Market statistics – July 2025**. Focus, July 2025. Disponível em: <https://focus.world-exchanges.org/issue/july-2025/market-statistics>. Acesso em: 20 jun. 2025.

⁹⁰ Nesse mesmo sentido, para Copola (2013, p. 160), as informações disponíveis aos investidores influenciam diretamente na formação dos preços dos valores mobiliários.

Quanto ao processo de formação dos preços dos valores mobiliários, ainda, destacam-se as palavras de Copola (2013, p. 160), para quem:

As informações disponíveis – isto é, as informações divulgadas pelos emissores e as informações produzidas pelo próprio mercado, por analistas, intermediários, imprensa econômica, etc. – alteram a expectativa sobre os investimentos e por isso influenciam os valores máximos e mínimos que os investidores estão dispostos a pagar pelo valor mobiliário. Pela forma como se estruturam os mercados organizados, estes limites que indicam para “mais” ou para “menos” a disposição para adquirir o valor mobiliário se refletem – ou deveriam se refletir, se o mercado for eficiente – com bastante rapidez no preço daquele. A informação exerce, pois, a todo o tempo, influência direta na formação do preço em mercado secundário.

E, conforme defendido pelo economista estadunidense Eugene Fama (1970, p. 383-417), a eficiência de um mercado de capitais pode inclusive ser avaliada pela rapidez de reação das cotações às novas informações – quanto mais rápida a reação, mais eficiente é o mercado ideal – e pelo grau de reflexo das informações relevantes disponíveis nos preços dos ativos.

Nesse último sentido, a eficiência do mercado de capitais pode ser classificada em níveis (fraca, semiforte e forte), a depender do grau de reflexo entre as informações disponíveis e o preço dos valores mobiliários (Fama, 1970, p. 383-417). Conforme ensina Oliveira (2009, p. 40-41), a eficiência do mercado é: (i) fraca quando a única fonte de informação dos participantes é a evolução do preço do valor mobiliário no passado; (ii) semiforte quando os preços negociados refletem os preços praticados no passado e mais toda a informação pública disponível; e (iii) forte quando os preços negociados refletem os preços praticados no passado e mais toda a informação pública e privada disponível.

No entanto, como visto no capítulo anterior, não existe um mercado no qual toda a informação relevante disponível esteja refletida no preço dos bens e serviços sendo negociados, uma vez que, em um mercado real, as informações não são perfeitamente distribuídas entre os seus participantes e, se estivessem, a obtenção de lucros expressivos por qualquer agente seria praticamente impossível e, nesse cenário, não haveria incentivo para que os agentes econômicos buscassem informações, o que, por sua vez, acabaria por comprometer a racionalidade do processo de tomada de decisão e, conseqüentemente, tornaria o mercado imperfeito e ineficiente.

O mercado de capitais não foge à regra e, portanto, um mercado de eficiência forte, tal como definido por Fama (1970), representa uma situação conceitual ideal que não é observada na realidade⁹¹. Sem prejuízo disso, o objetivo almejado passa a ser a formação mais “livre”

⁹¹ Para Pitta (2021), “entre os modelos apresentados por E. Fama, a eficiência semiforte é considerada aquela que melhor reflete o funcionamento do mercado, principalmente no que diz respeito ao impacto causado pelas novas informações ao preço dos valores mobiliários negociados”.

possível dos preços dos valores mobiliários, de forma tal que reflitam ao máximo possível a realidade das informações disponíveis e a correta avaliação econômico-financeira das emissoras e dos seus ativos, assegurando, com isso, a confiança dos investidores no mercado (Goshen; Parchomovsky, 2006).

Em outras palavras, quanto menor for a assimetria informacional entre os seus participantes, mais eficiente será a formação dos preços dos valores mobiliários e do próprio mercado de capitais, destacando-se o fato de que os estudos empíricos desenvolvidos por economistas demonstram que, em se tratando desse mercado específico, mesmo um pequeno grau de assimetria informacional é capaz de causar profundo desequilíbrio (Stiglitz, 2002).

Quanto a isso, como demonstra Black (2000), a assimetria informacional no mercado de capitais é capaz de gerar a distorção de seleção adversa, cenário descrito por Akerlof (1970) e analisado no capítulo anterior, na medida em que não permite aos investidores distinguirem entre as empresas com real perspectiva de rentabilidade e as empresas que representam péssimos investimentos (pêssegos *versus* limões), o que, se não controlado, poderia acabar por afastar de uma vez os poupadores dispostos a investirem seus recursos em valores mobiliários ou faria com que eles exigissem um maior retorno pelos seus investimentos.

Com isso, assim como no mercado de carros usados, as empresas de alta qualidade (pêssegos) se retirariam do mercado de capitais, permanecendo aquelas qualitativamente indesejáveis (limões), o que reduziria a eficiência alocativa da poupança disponível e prejudicaria toda a sociedade⁹².

No âmbito do mercado de capitais, portanto, a informação – conhecimento econômico prático ou funcional (Yazbek, 2007, p. 42) – cumpre com as funções cruciais de: (i) proteger os investidores, para permitir que eles tomem decisões livres, mas criteriosas e conscientes, a respeito dos seus investimentos; (ii) garantir a adequada formação dos preços dos valores mobiliários negociados, para que a poupança disponível em sociedade seja eficientemente direcionada para as empresas com melhores perspectivas de crescimento e rentabilidade; e (iii) permitir a diminuição da seleção adversa de emissoras de valores mobiliários⁹³.

Ao cumprir com essas funções cruciais, a informação se torna o recurso central que sustenta o próprio funcionamento do mercado de capitais e assegura a confiança dos agentes econômicos (Easterbrook; Fischel, 1984), sendo, portanto, essencial para a proteção do

⁹² Nesse mesmo sentido, cf. Copola (2013, p. 162) e Wellisch (2018, p. 199-200).

⁹³ Quanto a esse ponto, destaca-se que Pitta (2013, p. 68) fala em “administração” da seleção adversa de emissoras de valores mobiliários por meio das informações disponíveis aos participantes do mercado de capitais.

interesse público envolvido nas transações nele realizadas. De forma complementar, para Andrezo (2024, p. 61), “a informação está na essência desse mercado”.

Não à toa, como adiantado no tópico anterior, a informação é considerada o pilar do sistema regulatório do mercado de capitais e, por exemplo, para o alcance dos 3 objetivos fundamentais estabelecidos pela IOSCO, não há caminho que não passe por uma regulação de divulgação de informações aos investidores e reguladores, posto que⁹⁴: (i) fornece a base necessária para a tomada de decisões racionais e para o combate de fraudes, o que permite se alcançar a proteção dos investidores e a confiança na integridade dos mercados de capitais; (ii) reduz privilégios informacionais e torna os mercados mais justos e eficientes; e (iii) permite uma melhor contenção de crises e uma resposta mais rápida das instituições, evitando-se o efeito dominó e reduzindo o risco sistêmico.

Nesse mesmo sentido, para a CVM, é por meio de um regime de disponibilidade de informações no âmbito do mercado de capitais que⁹⁵: (i) é possível reduzir as distorções causadas pelas assimetrias informacionais; (ii) se protege os investidores, especialmente os investidores individuais, assegurando a eles o acesso às informações necessárias para uma tomada de decisão racional sobre investimentos em valores mobiliários; (iii) o mercado pode funcionar de forma eficiente a partir de decisões racionais e fundamentadas tomadas pelos investidores; e (iv) a autarquia pode fiscalizar de forma eficiente a integridade do mercado.

Com o aqui exposto, está clara a importância da existência de uma regulação de divulgação de informações aos participantes do mercado de capitais e, partindo-se dessa premissa, no tópico seguinte, veremos como se dá essa regulação, especialmente no que diz respeito aos agentes dos quais se espera a divulgação de informações e quanto à obrigatoriedade ou não dessa divulgação.

2.3.2 O atual modelo fundamental da regulação no âmbito do mercado de capitais: “mandatory full disclosure”

O processo decisório no mercado de capitais, para que seja racional e consciente, exige sejam avaliados os fundamentos econômicos por trás dos preços dos valores mobiliários em um determinado momento e as suas perspectivas de rentabilidade futura, o que, como visto no tópico anterior, trata-se de uma avaliação econômico-financeira complexa que envolve a coleta

⁹⁴ Cf. IOSCO, *op. cit.*, nota 86.

⁹⁵ Cf. Comissão de Valores Mobiliários, *op. cit.*, nota 82.

de uma série de informações relacionadas a questões macroeconômicas, aos setores de atividade em que a emissora atua e aos fundamentos econômicos da própria companhia emissora.

Em outras palavras, “a avaliação do investimento e o apreçamento dos títulos se dá quase que inteiramente de forma derivada” (Copola, 2013, p. 113), por meio da análise de fontes de informação indiretas e não da análise direta do valor mobiliário em si.

E, especificamente quanto à análise dos fundamentos econômicos da própria companhia emissora, como destacam Coffee (1984) e Goshen e Parchomovsky (2006), há uma profunda assimetria informacional, uma falha inerente ao mercado de capitais, na medida em que os *insiders* (gestores e controladores da companhia), por certo, detêm mais e melhores informações quando comparados com os demais participantes do mercado⁹⁶.

Além disso, se os participantes do mercado precisassem, de forma individual, buscar e reunir as informações que são necessárias para essa análise (potencial de crescimento, avaliação dos ativos e passivos, fluxos de caixa, capacidade de captação de financiamento externo etc.) e que são detidas pelos *insiders*, o processo seria – senão impossível, especialmente para os investidores individuais e menos sofisticados – muito custoso e ineficiente, o que impactaria o desenvolvimento do próprio mercado de capitais (Pitta, 2013, p. 93).

É por isso que, conforme ensina Wellisch (2018, p. 188), o modelo fundamental de regulação no mercado de valores mobiliários parte do pressuposto de que, para reduzir a principal assimetria informacional do mercado de capitais destacada anteriormente e para reduzir os custos de coleta de informação – e, consequentemente, reduzir os custos transacionais e fortalecer a eficiência alocativa –, são as próprias companhias emissoras quem devem produzir e divulgar as informações corretas e completas sobre elas próprias e sobre os valores mobiliários por ela emitidos.

Trata-se do modelo de regulação denominado *full disclosure* e a sua sistemática, tal como reconhecida atualmente, foi instituída nos Estados Unidos, no *Securities Act* de 1933 e no *Exchange Act* de 1934, com o “estabelecimento de regras destinadas a garantir o amplo acesso à informação nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários e no mercado secundário” (Pitta, 2013, p. 83).

Com esse modelo, o Estado não analisa o mérito dos possíveis investimentos existentes em mercado e o poder de escolha permanece com o investidor⁹⁷. O principal objetivo do *full disclosure*, portanto, é assegurar que sejam divulgadas as informações necessárias para uma

⁹⁶ Nesse mesmo sentido, cf. Copola (2013, p. 162) e Wellisch (2018, p. 199-200).

⁹⁷ Nesse mesmo sentido, cf. Pitta (2013, p. 85) e Wellisch (2018, p. 195-196), para quem a regulação não analisa o mérito das emissões de valores mobiliários e “a proteção estatal se daria, portanto, por meio da informação”.

escolha racional e consciente⁹⁸, destacando-se, quanto a isso, as palavras de Andrezo (2024, p. 52), para quem:

A ideia é que, ainda que, por um lado, a legislação não possa retirar do investidor seu *inalienable right to make a fool of himself* (direito inalienável de se fazer de bobó), deve ela, por outro, voltar-se para *preventing others from making a fool of him* (evitar que os outros o façam de bobó). As pessoas são livres para escolherem seus investimentos e podem acertar ou errar nas suas avaliações e decisões, mas elas não podem ser induzidas ao erro.

Essa opção pelo modelo de *disclosure*, ao invés de uma análise prévia dos valores mobiliários a serem disponibilizado para o público em geral, remonta ao conceito de mercado formulado pelo jurista italiano Irti (1995), para quem, como visto no capítulo anterior, o objetivo dessa instituição jurídica não é regular a finalidade da troca (conveniência do preço ou utilidade do objeto trocado), mas sim regular a forma como essa troca se realiza, para que se possa proteger e garantir a legalidade na formação dos preços e a existência de condições mínimas de igualdade informacional (Copola, 2013, p. 173)

Nesse sentido, destaca-se o trecho a seguir, retirado de voto proferido pela CVM⁹⁹:

O risco existe para o mercado, como em um jogo. Mas em todo jogo, mesmo o mais arriscado, há regras, que devem ser cumpridas. Se as regras são iguais para todos, tem-se um mercado equitativo. Mas, quando, por exemplo, as cartas de um jogo vêm a ser marcadas, aí se configura uma situação não equitativa, muito diferente do risco que o jogo traz em si. Lucros e perdas são normais, desde que não provocados artificialmente, por manobras ardilosas, nem pela quebra do equilíbrio entre as partes.

O modelo de *disclosure*, frisa-se, compõe o cerce da estrutura regulatória do mercado de capitais até os dias de hoje, desde o *Securities Act* e o *Exchange Act* (Pitta, 2013, p. 81). E, de acordo com Copola (2013, p. 188-189), “foi adotada de forma emblemática como a principal solução normativa para o mercado de valores mobiliários em virtualmente todos os países que dispõem ou desejam dispor de um mercado de valores mobiliários”.

Partindo-se da premissa de que a disponibilização de informações corretas e completas pelas companhias emissoras, a respeito delas próprias e dos valores mobiliários por ela

⁹⁸ Esclarece-se que não se ignora que a literatura especializada reconhece outros objetivos do modelo de *disclosure* no mercado de capitais, tais como a “viabilização do adequado monitoramento das atividades e condutas dos acionistas controladores e administradores dos emissores” e o “auxílio no exercício da atividade fiscalizadora, sancionadora e normatizadora dos órgãos reguladores e autorreguladores do mercado de valores mobiliários” (Pitta, 2013, p. 68), porém, por uma opção metodológica, a presente dissertação se concentra na proteção do investidor e nas suas escolhas de investimento baseadas nas informações disponíveis em mercado, partindo-se da premissa de que, conforme ensinam Easterbrook e Fischel (1984), a proteção do investidor é o objetivo normativo central do modelo de *disclosure*.

⁹⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Voto do Diretor-Relator Wladimir Castelo Branco Castro no Processo Administrativo CVM nº 05/99. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 23 nov. 2000.

emitidos, é essencial ao próprio funcionamento do mercado de capitais, avança-se, ainda no presente tópico, à análise a respeito da voluntariedade ou da obrigatoriedade dessa divulgação.

Como ensinam Easterbrook e Fischel (1984), aqueles que defendem um sistema voluntário de *disclosure*, utilizam-se dos seguintes argumentos aqui resumidos: (i) as companhias teriam incentivos econômicos para divulgarem informações relevantes para atrair investidores, melhorar a sua reputação em mercado e reduzir o custo de capital; (ii) as empresas que não divulgam informações suficientes seriam penalizadas com uma menor procura por parte dos investidores ou com uma menor precificação dos valores mobiliários por elas emitidos; (iii) a competição saudável entre as companhias emissoras seria um incentivo natural para que elas mantivessem boas práticas de transparência; e (iv) os *insiders* teriam interesse reputacional em impedir comportamentos prejudiciais aos acionistas e investidores.

No entanto, como destacado pelos próprios autores, esses argumentos não se sustentam na prática e a análise por eles promovida “sugere que empresas listadas em bolsas nacionais divulgam sistematicamente mais informações do que empresas que não estão listadas, tanto antes quanto depois das leis de valores mobiliários” (tradução nossa)¹⁰⁰. Ou seja, aquelas companhias que estão sujeitas a regras específicas de *disclosure* em bolsas de valores divulgam mais informações do que aquelas que não estão listadas e, portanto, não estão sujeitas às mesmas exigências de divulgação de informações.

Isso porque, ao contrário da premissa da qual partem os defensores do modelo voluntário, as companhias emissoras e seus acionistas controladores e administradores não têm incentivo natural para divulgarem informações ao mercado (Andrezio, 2024, p. 63), gerando conflitos de agência e o efeito de *moral hazard*, distorção causada pelas assimetrias informacionais que fora analisada no capítulo anterior.

Quanto a isso, Coffee (1984) chama a atenção para o fato de que as companhias emissoras têm incentivo para suprimir informações que poderiam ser consideradas negativas pelos investidores e pelo mercado em geral, como forma de evitar um impacto negativo no preço dos valores mobiliários, de reduzir a pressão dos acionistas minoritários e até mesmo de dificultar a atuação das agências reguladoras. Além disso, ainda que as companhias detenham informações que poderiam elevar a cotação dos valores mobiliários, a divulgação voluntária dessas informações pode ser desestimulada caso haja o temor de que sejam usadas pelos concorrentes para obterem vantagens competitivas¹⁰¹.

¹⁰⁰ “Our analysis implies that firms listed on national exchanges systematically disclose more information than firms not so listed, both before and after the securities acts” (Easterbrook; Fischel, 1984, p. 690).

¹⁰¹ Nesse mesmo sentido, cf. Pitta (2013, p. 90-91).

De forma complementar, Wellisch (2018, p. 200-201) chama a atenção para o fato de que os acionistas controladores e administradores das companhias, agindo em benefício próprio e não no melhor interesse dos demais acionistas (conflito de agência), têm incentivo para dificultar a fiscalização dos órgãos de administração da companhia e, portanto, para suprimir informações gerenciais dos acionistas minoritários.

Diante desse cenário, como asseverado por Andrezo (2024, p. 67), é majoritário o entendimento – na literatura especializada, perante os órgãos reguladores ao redor do mundo e perante as entidades multilaterais – de que o modelo de divulgação de informações corretas e completas pelas companhias emissoras deve ser obrigatório e não voluntário.

Trata-se, portanto, de um modelo de *mandatory full disclosure*, que, além de ser necessário pelos motivos apresentados anteriormente, traz a vantagem de padronizar o conteúdo, a forma e a qualidade das informações a serem divulgadas pelas emissoras, o que facilita a sua compreensão e uso pelos demais agentes do mercado. Sem isso, destaca Pitta (2013, p. 94), aumentar-se-iam os custos de transação não só pela busca, mas também pelo posterior esforço de interpretação das informações divulgadas sem padrões mínimos.

Quanto aos Estados Unidos, país no qual esse modelo surgiu e se desenvolveu, Wellisch (2018, p. 196-197) e Andrezo (2024, p. 75) ensinam que as regras atuais permanecem voltadas às emissoras, que devem disponibilizar informações materiais aos investidores, sobre elas próprias e sobre os valores mobiliários por elas emitidos, no momento da oferta pública (registro de emissores e de emissões) e, após, em uma periodicidade pré-definida ou no caso de ocorrência de determinados eventos, com o objetivo de viabilizar e atualizar o mercado secundário sobre as atividades por elas desenvolvidas, fatores de risco, decisões de administração, estrutura de capital, dados financeiros, entre outras informações consideradas relevantes.

2.4 A estrutura atual do mercado de capitais brasileiro

Partindo-se da estrutura do Sistema Financeiro Nacional – SFN, que fora apresentada no capítulo anterior, temos que o órgão normativo do mercado de capitais brasileiro é o Conselho Monetário Nacional – CMN, que foi criado pela Lei nº 4.595/1964, “com a finalidade de formular a política de moeda e do crédito” (art. 2º), devendo perseguir, entre outros objetivos, “propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vistas à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos” e “zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras” (art. 3º). Para tanto, entre as suas competências, está a

disciplina das “atividades das bolsas de valores” (art. 4º)¹⁰² e, ainda mais especificamente quanto ao mercado de valores mobiliários, a Lei nº 6.385/76 “dotou o CMN de poderes específicos para definir a política a ser observada na organização e no funcionamento deste mercado e regular a utilização do crédito” (Oliveira, 2009, p. 66).

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM, por sua vez, como adiantado em tópico anterior, foi criada pela Lei nº 6.385/76¹⁰³, nos mesmos moldes da SEC estadunidense (Andrezo; Lima, 2001, p. 112), e é a principal entidade supervisora das atividades e serviços prestados no mercado de capitais brasileiro, bem como da “veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados” (art. 8º). Sua atuação, como destacado por Oliveira (2009, p. 88), “é um exemplo típico do exercício do poder de polícia pelo Poder Executivo”, na medida em que a CVM tem poderes para, por exemplo, suspender a negociação de determinado valor mobiliário, decretar o recesso da bolsa de valores e proibir os participantes do mercado a prática de atos que possam ser considerados prejudiciais ao seu funcionamento regular (art. 9º)¹⁰⁴.

O exercício desse poder de polícia pela CVM, frisa-se, abrange as companhias abertas, os intermediários (por ex., corretoras e distribuidoras de valores mobiliários) e as instituições financeiras que atuam no mercado de capitais. No entanto, no que diz respeito às instituições financeiras, cumpre ressaltar que o Banco Central do Brasil – BCB também atuará como entidade supervisora do mercado de capitais, ainda que de forma restrita e complementar à atuação da CVM (Oliveira, 2009, p. 88).

Já entre as entidades operadoras do mercado de capitais, destacam-se, pela sua relevância ao contexto do presente trabalho, as bolsas de valores, locais de negociação (físicos ou virtuais – mais especificamente “sistêmicos”) de títulos e valores mobiliários que, no Brasil, para serem constituídas, dependem de prévia aprovação da CVM, a partir de quando serão por

¹⁰² BRASIL. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964**. Dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14595.htm. Acesso em: 6 jul. 2025.

¹⁰³ Até essa lei, como ensinam Andrezo e Lima (2001, p. 112), “o mercado de capitais era disciplinado pelo CMN e fiscalizado pelo Banco Central [...]. Na época, entendeu-se que o mercado de capitais ainda era incipiente e, portanto, não havia necessidade de criar um órgão especializado para sua fiscalização. Entretanto, com o desenvolvimento deste mercado, verificou-se que não convinha acumular, no Banco Central, esta função com suas funções precípuas de gestor da moeda, do crédito, da dívida pública e do balanço de pagamentos. Além disso, a experiência mostrou que a defesa da economia popular e o funcionamento regular do mercado de capitais exigiam uma agência governamental responsável pela elaboração de normas sobre a emissão de títulos destinados ao público, divulgação de dados sobre a companhia emitente e negociação dos títulos, além de exercício de poder de polícia para evitar distorções e abusos no mercado”.

¹⁰⁴ BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm. Acesso em: 6 jul. 2025.

ela supervisionadas, sem prejuízo de atuarem como auxiliares da própria CVM na fiscalização de seus membros e das operações nelas realizadas, ressaltando-se que “cada bolsa de valores pode estabelecer requisitos próprios para que os valores sejam admitidos à negociação no seu recinto, mediante prévia aprovação da CVM” (Andrezo; Lima; 2001, p. 114).

As primeiras bolsas de valores no Brasil foram criadas na década de 1850, em Salvador – BA e no Rio de Janeiro – RJ. No estado de São Paulo, a primeira bolsa foi criada na década de 1890 e, entre a década de 1960 e 1970, o Brasil chegou a ter 27 bolsas de valores em funcionamento e espalhadas pelos estados do país, sem que houvesse, portanto, uma centralização nacional. Até a década de 1980, como ensinam Eizirik *et al.* (2011, p. 243-245), a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro – BVRJ era a principal bolsa do país, a partir de quando a Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA passou a assumir o protagonismo.

Na década de 2000, iniciou-se um processo de integração e unificação das bolsas que ainda restavam no país¹⁰⁵ e, atualmente, há apenas uma bolsa de valores em funcionamento no Brasil, a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, que foi criada em março de 2017, “a partir da combinação de atividades da BM&FBOVESPA, bolsa de valores, mercadorias e futuros, com a CETIP, empresa prestadora de serviços financeiros no mercado de balcão organizado” (Parente, 2022, p. 107).

Por fim, cumpre destacar a atuação da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA, uma das mais importantes entidades autorreguladoras¹⁰⁶ do mercado de capitais do país, que, ao mesmo tempo em que representa as instituições que atuam nesse mercado, também impõe regras e procedimentos aos seus próprios membros, o que, conforme ensinam Nusdeo *et al.* (2015, p. 187-188), garante maior agilidade na resposta e adaptação às mudanças que interferem no mercado de capitais, além de contribuir para a manutenção de um ambiente que dê previsibilidade aos agentes econômicos, aumentando-se a segurança jurídica das relações e operações estabelecidas entre eles.

¹⁰⁵ Quanto a isso, destacam-se as palavras de Gilberto Mifano, responsável pela área de desenvolvimento de mercado da Bovespa na década de 1990: “a Bovespa já representava 93% do mercado brasileiro, a Bolsa do Rio detinha 5% e as demais ficavam com o restante. Achávamos que, para poder competir em um mundo cada vez mais globalizado, não deveríamos desperdiçar esforços competindo internamente. Era improdutivo. Nossas atenções deveriam se voltar para a concorrência internacional. [...] O processo de integração das nove bolsas foi considerado engenhoso por outros países, especialmente aqui da América Latina, onde até fomos copiados” (Barcellos, 2018, p. 187-188).

¹⁰⁶ Esclarece-se que se entende por autorregulação o “arranjo institucional previamente desenhado com o objetivo de justamente suprir e muitas vezes se antecipar às finalidades de regulação”, sendo uma entidade de autorregulação uma “organização coletiva de natureza privada que impõe regras e procedimentos a seus próprios membros. Além de trazer agilidade, a autorregulação reduz o custo regulatório para o Estado” (Parente, 2022, p. 106).

2.4.1 O regime jurídico da informação no mercado de capitais brasileiro

Quanto à regulação da divulgação de informações aos participantes do mercado de capitais, o Brasil adotou o mesmo modelo dos Estados Unidos, ou seja, o *mandatory full disclosure*. Com isso, a regulação brasileira não prevê uma análise meritória dos valores mobiliários a serem disponibilizado para o público em geral, mas estabelece “obrigações afirmativas de fornecimento de informações” a serem cumpridas pelas emissoras¹⁰⁷, caracterizando-se a proteção estatal do investidor por meio das informações a ele divulgadas (Copola, 2013, p. 163).

Trata-se, conforme Pitta (2013, p. 54), do principal requisito de acesso e de permanência das companhias emissoras no mercado de capitais brasileiro¹⁰⁸, que se cumpre por meio da disponibilização de informações materiais aos investidores, sobre elas próprias e sobre os valores mobiliários por elas emitidos, no momento da oferta pública e, após, em uma periodicidade pré-definida ou no caso de ocorrência de determinados eventos, com o objetivo de viabilizar e atualizar o mercado secundário sobre as atividades por elas desenvolvidas, fatores de risco, decisões de administração, estrutura de capital, dados financeiros, entre outras informações consideradas relevantes pela CVM¹⁰⁹

As regras atuais do modelo de *disclosure* brasileiro, portanto, também permanecem voltadas às emissoras¹¹⁰, porém, como ensina Copola (2013, p. 163), o modelo é suportado por

¹⁰⁷ “Art. 15º O emissor deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro”. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.

¹⁰⁸ Para uma análise aprofundada das regras do regime de informações aplicáveis às companhias abertas e ao mercado de capitais brasileiro em geral, recomendam-se os estudos de Pitta (2013) e Andrezo (2024), destacando-se que, “no Brasil, a Resolução CVM nº 80/22, que é a principal regra da CVM sobre divulgação de informações, lista 16 tipos de informações periódicas (art. 22) e 43 tipos de informações eventuais (art. 33) a serem divulgadas por companhias abertas. Além disso essa regra contém 52 páginas apenas com a lista de itens que devem constar nos Formulários de Referência” (Andrezo, 2024, p. 239).

¹⁰⁹ “Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Resolução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I – na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados”. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2022**. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários.

¹¹⁰ Destaca-se que não se ignora que o regime brasileiro prevê a prestação de informações por outros participantes do mercado de valores mobiliários, porém, trata-se de situações residuais com objetivos específicos, que não alteram o contexto analisado pela presente dissertação. Como esclarece Pitta (2013, p. 257-261), por exemplo: (i) os investidores devem comunicar à companhia emissora alterações relevantes na participação societária por eles detida; (ii) os analistas de investimento devem obedecer a uma série de regras relacionadas à divulgação

uma rede de mecanismos de responsabilidades administrativas, penal e civil, que garante a observância do regime jurídico da informação por meio da vedação à fraude, à manipulação de mercado, ao uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*), entre outros ilícitos.

Essa rede de mecanismos, por sua vez, não é voltada apenas às emissoras, mas também aos investidores, aos intermediários e aos especialistas que atuam no mercado de capitais no Brasil. E, apesar de ser objeto de estudos próprios, destacaremos a seguir alguns aspectos relacionados à específica responsabilização pela manipulação do mercado de capitais, tendo em vista a sua relevância ao contexto do presente trabalho.

Com efeito, a possibilidade de a atuação de qualquer participante no mercado de capitais afetar o seu regular funcionamento é uma preocupação antiga¹¹¹ e, assim como “quase todos os países com mercados desenvolvidos contêm dispositivos sancionando penalmente tal prática” (Eizirik *et al.*, 2011, p. 539), no Brasil, é o artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976 que atualmente disciplina o específico crime de manipulação do mercado de capitais com a seguinte redação dada pela Lei nº 13.506/17: “realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros”¹¹².

O bem juridicamente tutelado com a vedação da prática de manipulação é o funcionamento regular e eficiente do mercado de capitais, de forma a se assegurar a real formação dos preços dos valores mobiliários no mercado secundário, a confiança da sociedade – investidores e potenciais investidores – na instituição e, como consequência, a estabilidade financeira do país¹¹³.

de seus relatórios de análise; e (iii) as entidades administradoras de mercados de bolsa e de balcão organizado são obrigadas a prestar informações relacionadas aos negócios travados em seus ambientes e sistemas.

¹¹¹ Parente (2022, p. 725) indica que a literatura especializada, por exemplo, noticia casos de manipulação de mercado que remontam à época das guerras napoleônicas: “Napoleão enviou um mensageiro com a notícia que a Batalha de Marengo ainda se encontrava com sorte indefinida e simultaneamente com instruções de mandar adquirir dívida pública. Com a notícia, o valor da dívida pública diminuiu, o que lhes permitiu a aquisição a preços baixos de grande quantidade de dívida pública. Um segundo mensageiro foi retardado de cerca de um dia e meio, informando este que a batalha tinha sido ganha. O valor da dívida pública aumentou, o que permitiu a Napoleão e aos seus a obtenção de grandes mais-valias”.

¹¹² Brasil, *op. cit.*, nota 104.

¹¹³ De forma complementar, para Eizirik *et al.* (2011, p. 540), o bem juridicamente tutelado “é o da estabilidade do mercado de capitais. A norma tem como objetivo proteger o processo de formação dos preços dos valores mobiliários no mercado, evitando a sua alteração artificial e o consequente logro dos investidores”. Quanto a esse ponto, ainda, destaca-se que a proteção individual do investidor é entendida como um mero reflexo da proteção do próprio mercado de capitais e, por isso, a afetação de patrimônios individuais não é considerada como o bem jurídico tutelado pelo crime de manipulação de mercado (Cavali, 2018, p. 185).

E é por isso que a vedação à manipulação de mercado também corresponde a um dos mecanismos que garante a observância do regime jurídico da informação no Brasil, descartando-se as palavras de Cavali (2018, p. 179-180), para quem:

A proibição da manipulação também impede a deturpação da informação explícita, pois as informações prestadas devem ser completas e fidedignas e, em razão dos deveres de *disclosure*, fatos relevantes não podem ser omitidos. [...].

Os formadores de mercado procuram “descobrir” o correto preço de mercado de um ativo a partir da contínua análise da oferta e da demanda. A intensificação da seleção adversa conduz tendencialmente a uma ineficiência do mercado, pois os investidores que agem desprovidos de informações confiáveis aplicarão descontos relativamente uniformes a todos os valores mobiliários negociados, prejudicando os empreendimentos mais eficientes. [...].

Se a negociação no mercado de valores mobiliários ocorre com respeito pelo livre jogo da oferta e da procura, as tendências de mercado que se formam serão reais, refletindo a valoração e a estimativa realizadas pelos seus efetivos participantes. Caso contrário, serão artificiais e induzirão em erro os diversos agentes econômicos e entidades públicas que as utilizam com critério de tomada de decisões. Garantir a livre formação do preço é, portanto, essencial para que os investidores tomem decisões racionais de investimento.

Destaca-se, ainda, que o crime de manipulação de mercado é um delito comum, ou seja, não exige nenhuma qualidade especial do sujeito ativo e pode ser cometido por qualquer pessoa (Bitencourt, 2023, p. 392), “desde o administrador ou acionista controlador de companhia aberta, instituição financeira, até qualquer investidor do mercado de capitais” (Eizirik *et al.*, 2011, p. 545).

Além disso, o artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976 faz referência às expressões “operações simuladas” e “outras manobras fraudulentas”, ou seja, apresenta dois núcleos para os efeitos da sanção penal lá prevista, a simulação e a fraude: a primeira se dá em casos de operações “pretensamente reais, mas que não ocorrem de acordo com as regras da oferta e da procura”, já a segunda se dá em casos de operações baseadas em “informações falsas, incompletas, exageradas ou tendenciosas para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado” (Eizirik *et al.*, 2011, p. 543).

Por fim, destaca-se que não é pacífico o entendimento, na doutrina especializada, quanto à exigência de efetiva lesão ao bem jurídico protegido para consumação do tipo penal. Há aqueles, tais como Parente (2022, p. 726-727) e Bitencourt (2023, p. 398), que entendem que o crime de manipulação de mercado é de perigo abstrato, o que significa que o seu perigo é ínsito na própria conduta e presumido, não havendo necessidade de se verificar se houve efetiva lesão ao bem jurídico protegido ou se houve efetivo lucro por parte do sujeito ativo, bastando constatação da existência de alguma das condutas previstas no tipo penal, especialmente porque “não é provável que o legislador possa se antecipar e de antemão prever, com tantos avanços

tecnológicos e sociais, os desvios de conduta que possam acarretar a prática de ilícitos. Veja-se, por exemplo, o efeito multiplicador da *internet*” (Parente, 2022, p. 727).

Já aqueles que entendem que o crime em questão é de dano, tais como Eizirik *et al.* (2011, p. 545), defendem que o “resultado, a efetiva alteração do mercado e a vantagem indevida, são indispensáveis para a sua caracterização”. No meio do caminho, há aqueles, tais como Cavali (2018, p. 219), que entendem que o crime de manipulação de mercado no Brasil é um delito de aptidão, ou seja, não exige verificação do perigo concreto, mas exige efetivo potencial lesivo, da conduta praticada, ao bem juridicamente tutelado.

Concluída assim a análise acerca do modelo de *disclosure* brasileiro, no capítulo seguinte veremos como, apesar de o regime jurídico da informação adotado pelo país possuir uma série de mecanismos – tal como a sanção penal pelo crime de manipulação de mercado – que, em conjunto com a fiscalização e regulamentação expedida pela CVM, visam garantir a divulgação de informações corretas e completas no mercado de capitais, as inovações tecnológicas e o atual processo de desenvolvimento do mercado nacional impõem novos desafios, que permitem questionar a eficácia absoluta do *disclosure* tradicional, especialmente tendo em vista que, cada vez mais, os investidores têm buscado outras fontes de informação, para além das companhias emissoras.

3 A TRANSFORMAÇÃO DO MERCADO SECUNDÁRIO BRASILEIRO: O IMPACTO DA TECNOLOGIA E DA *INTERNET*

Desde o surgimento do mercado de capitais no início do Século XVII, em Amsterdã – Holanda, as operações no mercado secundário eram promovidas pessoalmente nas bolsas de valores, por meio de instruções (ordens) que eram anunciadas verbalmente pelos chamados operadores ou corretores, que se reuniam para negociarem em nome de seus clientes. Tratava-se do sistema de negociação denominado pregão viva voz (*open outcry*)¹¹⁴.

No Brasil, esse sistema foi implementado em 1895 e passou por diversos formatos ao longo das décadas seguintes¹¹⁵. Entre a década de 1930 e 1940, por exemplo, as negociações duravam em torno de 1 hora por dia e os corretores oficiais se posicionavam em um grande círculo, sentados em cadeiras numeradas, de onde proferiam as suas ordens. Havia um diretor do pregão, que permanecia no centro do círculo e anotava as cotações em giz, em um quadro negro que era chamado de pedra. Naquela época, como havia poucas opções de valores mobiliários e havia limites de compra, os investidores negociavam pequenas quantidades, o que viabilizava a manutenção desse formato de negociação (Barcellos, 2018, p. 4-7).

A partir da década de 1960, como destacam Yazbek (2007, p. 133) e Barcellos (2018, p. 25), o mercado de capitais brasileiro passou a ser estimulado pelo governo – o objetivo era promover o desenvolvimento econômico do país com essa importante alternativa ao financiamento da atividade empresarial –, por meio de políticas públicas que efetivamente atraíram mais investidores e desencadearam o aumento de IPOs para suprir a consequente demanda do mercado¹¹⁶.

Com isso, passou a haver mais opções no mercado secundário e um maior volume de negociações nas bolsas de valores, exigindo a presença de mais operadores, o que, por sua vez,

¹¹⁴ STRIKE.MONEY. **Open outcry**. Disponível em: <https://www.strike.money/stock-market/open-outcry>. Acesso em: 18 jul. 2025.

¹¹⁵ Informação disponível na exposição virtual organizada pelo Museu da Bolsa do Brasil (MUB3), disponível na plataforma Google Arts & Culture: Vozes do Mercado: a tradição do pregão viva voz, 2021. Disponível em: <https://artsandculture.google.com/story/vozes-do-mercado-a-tradi%C3%A7%C3%A3o-do-preg%C3%A3o-viva-voz/TwUBZY0fl7VP-A?hl=pt-BR>. Acesso em: 18 jul. 2025.

¹¹⁶ Destaca-se que foi nessa época que foi promulgada a primeira Lei de Mercado de Capitais do país (Lei nº 4.728/1965), ao mesmo tempo em que foram introduzidos incentivos fiscais pelo governo, para atrair investidores para o mercado de capitais, o que de fato provocou um rápido crescimento da demanda por ações, desencadeando um aumento das emissões no mercado primário e um verdadeiro *boom* no início da década de 1970. Cf. BRASIL. CVM. **História do mercado de capitais**. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/conheca-o-mercado-de-capitais/historia-do-mercado-de-capitais>. Acesso em: 19 jul. 2025.

acabou por inviabilizar a manutenção do formato de pregão viva voz até então utilizado, com corretores reunidos em um único círculo de negociação.

Assim, no início da década de 1970, a bolsa de valores do estado de São Paulo, a então Bovespa, foi a pioneira na implementação de um modelo que já vinha sendo utilizado em outros países, de postos de negociação (*pit*), que nada mais eram do que diversos círculos formados pelos corretores, cada um destinado à negociação de valores mobiliários específicos, de diferentes setores do mercado¹¹⁷. Foi também na década de 1970 que os computadores chegaram nas bolsas de valores de diversos países¹¹⁸, inclusive no Brasil, mas ainda grandes, ocupando salas inteiras e com comandos em linguagem de programação¹¹⁹, ou seja, sem representar uma ameaça imediata ao pregão viva voz.

Foi alguns anos depois, ao longo da década de 1990, que as bolsas de valores passaram por um profundo processo de transformação, quando os computadores pessoais e a *internet* começaram a se popularizar¹²⁰, ao mesmo tempo em que se aumentava a quantidade de opções de emissoras de valores mobiliários e a globalização¹²¹ intensificava o processo de integração dos mercados de capitais de diferentes países (Barcellos, 2018, p. 183).

Esse foi o terreno fértil que levou diversos mercados ao redor do mundo a iniciarem as suas negociações em ambiente virtual¹²² e, no Brasil, como narra Gilberto Mifano, administrador de empresas do setor financeiro que estava à frente da área de desenvolvimento de mercado da Bovespa na década de 1990, a principal bolsa do país chegou a ter mais de 1.000 operadores atuando simultaneamente no auge do pregão viva voz, mas os investidores estrangeiros e o contexto do mercado brasileiro à época¹²³ exigiam uma postura diferente e a utilização das novas tecnologias disponíveis.

¹¹⁷ MUB3, *op. cit.*, nota 115.

¹¹⁸ STRIKE.MONEY, *op. cit.*, nota 114.

¹¹⁹ BARCELLOS, 2018, p. 25.

¹²⁰ No Brasil, a *internet* foi disponibilizada para o público e para fins comerciais entre 1994 e 1995. Ver: BRASIL ESCOLA. **Internet**. Disponível em: <https://brasilecola.uol.com.br/informatica/internet.htm>. Acesso em: 21 jul. 2025.

¹²¹ Entre 1992 e 1998, “os fluxos de capitais para o mercado brasileiro se intensificaram significativamente, implicando maior dinamismo e aumento da complexidade e dimensão desses mercados. Em meio a esse processo, as interconexões entre estes mercados e os mercados internacionais, bem como entre instituições financeiras, intermediários, gestores e investidores domésticos e estrangeiros se estreitaram de forma igualmente expressiva”. ANBIMA. **Estudo sobre a internacionalização dos mercados financeiro e de capitais**. São Paulo: 2022, p. 7. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/2C/45/E4/E8/0A7B95104FEB5B9568A80AC2/ANBIMA-Estudo-sobre-internacionalizacao-dos-mercados-financeiro-e-de-capitais.pdf>. Acesso em: 21 jul. 2025.

¹²² STRIKE.MONEY, *op. cit.*, nota 114.

¹²³ Em 1990, a Bovespa alcançou o número recorde de empresas listadas em bolsa no Brasil (615 companhias no total), o que exigia um processamento mais ágil das ordens de compra e venda do que era possível se alcançar com o tradicional sistema de negociação do pregão viva voz. Ver: CNN BRASIL. **Com boom de IPOs, bolsa volta a ter mais de 400 empresas; em 1990, eram 615**. 2021. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/financas/com-boom-de-ipos-bolsa-volta-a-ter-mais-de-400->

Em resposta a isso, a Bovespa introduziu o primeiro sistema de negociação eletrônico do mercado de capitais do Brasil, o chamado CATS (*Computer Assisted Trading System*), que funcionava paralelamente ao pregão viva voz e ainda em linguagem de programação, mas já tornou o mercado mais acessível (Barcellos, 2018, p. 183-185).

A modernização do CATS, por sua vez, levou ao surgimento, ainda na década de 1990, do sistema Mega Bolsa, que não mais utilizava linguagem de programação, possuía a interface do *Windows* e permitia que os corretores introduzissem as ordens de seus clientes diretamente no sistema da bolsa, por meio de seus computadores pessoais e de qualquer lugar do mundo, desde que houvesse conexão à *internet* (Barcellos, 2018, p. 186). Com isso, o Mega Bolsa ampliou significativamente o volume das negociações e de processamento de informações, tendo representado um marco na evolução do mercado de capitais brasileiro (Eizirik *et al.*, 2011, p. 244).

Destaca-se, ainda, uma outra inovação implementada pela Bovespa no final da década de 1990, que também foi essencial para a transformação do mercado de capitais do país: a plataforma eletrônica *Home Broker*¹²⁴. Até então, as negociações em bolsa eram feitas exclusivamente pelos corretores, ou seja, os investidores não podiam executar as próprias ordens, o que representava uma verdadeira barreira de acesso ao mercado. Foi visando estimular a participação do pequeno e médio investidor, especialmente o cliente pessoa física “que não tinha espaço para ser atendido nas mesas das corretoras, devido aos custos operacionais” (Barcellos, 2018, p. 186), que essa plataforma foi desenvolvida, passando a permitir que os investidores encaminhassem, pela *internet*, as suas próprias ordens à bolsa, por intermédio das corretoras nela cadastradas.

No transcurso de um único ano, ficou claro que o mercado de capitais brasileiro não mais seria o mesmo após a implementação do *Home Broker*. Isso porque, já no início da década de 2000, o volume negociado na Bovespa havia crescido 70% e, em único mês, em janeiro de 2001, o número de corretoras que passaram a integrar o sistema dobrou e, entre elas, por exemplo, estava a corretora criada pelo Banco Itaú S.A. – uma das maiores instituições

empresas-em-1990-eram-615/. Acesso em: 19 jul. 2025; e INFOMONEY. **Do tchado aos microssegundos: fim do pregão viva voz na bolsa faz aniversário.** 2021. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/do-tchado-aos-microssegundos-fim-do-pregao-viva-voz-na-bolsa-faz-aniversario/>. Acesso em: 19 jul. 2025.

¹²⁴ O *Home Broker* permanece sendo a plataforma eletrônica disponibilizada pelas corretoras nos dias de hoje, por meio da qual “o investidor pode emitir ordens de compra e venda diretamente para a Bolsa de Valores. A corretora, nesse caso, atua como intermediária entre o investidor e a B3, executando as ordens no pregão eletrônico. Assim, todas as operações são registradas de maneira ágil e segura”. BTG PACTUAL. **Home broker: o que é, vantagens, como usar e dicas.** Blog BTG Pactual, [s.d.]. Disponível em: <https://content.btgpactual.com/blog/renda-variavel/home-broker-o-que-e-vantagens-como-usar-e-dicas>. Acesso em: 19 jul. 2025.

financeiras do país – aos seus correntistas¹²⁵, a demonstrar o potencial de crescimento do mercado.

Com efeito, como destaca o já mencionado Gilberto Mifano, tanto o Mega Bolsa quanto o *Home Broker* foram se popularizando e crescendo naturalmente, conforme mais investidores passaram a se voltar ao mercado de capitais em decorrência dos incentivos governamentais e com o auxílio da *internet*, bem como, conforme as corretoras foram se rendendo às plataformas *on-line* (Barcellos, 2018, p. 186), o que representou a substituição paulatina do tradicional sistema de pregão viva voz até a sua completa extinção da Bovespa, o que aconteceu em 2005, no tocante à negociação de ações (Eizirik *et al.*, 2011, p. 244).

O último pregão viva voz no Brasil, porém, foi realizado em 30 de junho de 2009, na então BM&F (Bolsa de Mercadorias e Futuros), quando restavam apenas 359 operadores trabalhando presencialmente¹²⁶. A partir daquele dia, todas as negociações em bolsa passaram a ocorrer em plataformas eletrônicas e, segundo dados disponibilizados pela B3, os ganhos de escala foram revolucionários para o mercado de capitais do país: com o pregão viva voz, o volume máximo de operações realizadas em um único dia era de 30 mil, enquanto a média atual é de 10 milhões de operações por dia, sabendo-se que as plataformas levam em média tão somente 300 microssegundos para registrarem uma ordem¹²⁷.

As inovações tecnológicas narradas neste tópico, portanto, transformaram significativamente o mercado de capitais brasileiro ao longo das últimas décadas, também por terem eliminado muitas das barreiras que, historicamente, mantinham as pessoas físicas afastadas. Antes da popularização da *internet* e das plataformas *on-line*, o mercado de valores mobiliários era essencialmente acessado por investidores institucionais, mas, a cada ano que passa, observa-se um aumento expressivo da participação dos investidores pessoa física, especialmente no mercado secundário, o que, por sua vez, vem alterando a lógica de funcionamento do próprio mercado¹²⁸.

¹²⁵ FOLHA DE SÃO PAULO. **Crescem operações via “home broker”**. 12 fev. 2001. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/invest/in1202200119.htm>. Acesso em: 19 jul. 2025.

¹²⁶ INFOMONEY. **Fim de uma época: o último dia do pregão viva voz na BM&F Bovespa**. InfoMoney, 30 jun. 2009. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/fim-de-uma-epoca-o-ultimo-dia-do-pregao-viva-voz-na-bmf-bovespa/>. Acesso em: 19 jul. 2025.

¹²⁷ INFOMONEY, *op. cit.*, nota 123.

¹²⁸ Nesse sentido, como asseverado pela própria B3: “a pessoa física está transformando o mercado de renda variável”. B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, em *A descoberta da bolsa pelo investidor brasileiro*. São Paulo: B3, dezembro 2020, p. 10. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/. Acesso em: 20 jul. 2025.

3.1 O expressivo aumento dos investidores pessoa física na bolsa de valores brasileira

As bolsas de valores consistem no principal ambiente de negociação do mercado secundário e o presente tópico analisa o fenômeno recente de “descoberta” desse ambiente pelo investidor brasileiro pessoa física, destacando-se que, por opção metodológica, a análise promovida se concentra no segmento de renda variável, pelos seguintes motivos: (i) a renda fixa já é uma tradição no mercado financeiro brasileiro, havendo constante concentração de investidores que alocam seus recursos excedentes apenas em títulos de renda fixa¹²⁹. Em 2024, por exemplo, a caderneta de poupança permanecia sendo o investimento mais comum entre a população do país¹³⁰; (ii) é natural a escolha dos investidores não institucionais, especialmente as pessoas físicas, pela alocação de seus recursos excedentes em produtos mais conservadores, como os produtos de renda fixa, que representam riscos mais baixos de perda de valores expressivos; (iii) por outro lado, o interesse do investidor pessoa física pelo segmento de renda variável é uma novidade, um fenômeno recente que provocou o aumento exponencial no número de clientes da B3 e chamou a atenção de todo o mercado; e (iv) por fim, é no segmento de renda variável que a qualidade e a quantidade das informações disponíveis em mercado mais influenciam as decisões dos investidores, em decorrência dos diversos fatores que interferem na volatilidade dos preços dos valores mobiliários e que, como visto no capítulo anterior, devem ser analisados em um processo de tomada de decisão que seja racional.

Com efeito, conforme relatório disponibilizado pela B3, em 2010, a bolsa de valores brasileira, que à época ainda era a BM&FBOVESPA, registrava possuir aproximadamente 500 mil investidores pessoa física no segmento de renda variável¹³¹, número esse que se mostrou estável até o ano de 2017, com poucas oscilações que não chamam a atenção¹³².

No entanto, a partir de 2018, esse cenário começou a mudar e passou a ser observado um crescimento acelerado desse número. Naquele ano, conforme dados divulgados no mesmo relatório, o número saltou para 700 mil e, em maio de 2019, a bolsa de valores brasileira – que já era a atual B3 – atingiu a marca de 1 milhão de investidores pessoa física no segmento de renda variável, sendo que menos de 1 ano depois, em abril de 2020, a bolsa já possuía 2 milhões desses investidores.

¹²⁹ B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, *ibidem*, p. 23.

¹³⁰ ANBIMA. **8º Raio X do Investidor Brasileiro**: perfil, hábitos e percepções. 2024. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/raio-x-do-investidor-brasileiro.htm. Acesso em: 21 jul. 2025.

¹³¹ Foram considerados os seguintes produtos: ações, BDRs, ETFs, FIIs, índices etc.

¹³² B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **Uma análise da evolução dos investidores pessoas físicas na B3**. São Paulo: B3, abr. 2020. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/. Acesso em: 20 jul. 2025.

O crescimento continuou a ser exponencial até o final de 2022, quando a B3 atingiu a marca de 5 milhões de investidores pessoa física nesse segmento e, entre os fatores que contribuíram para que a bolsa de valores brasileira quintuplicasse a quantidade desses investidores em pouco mais de 3 anos, Parente (2022, p. 437-438) destaca: (i) a queda significativa das taxas de juros que, entre 2017 e 2021, atingiram os patamares mais baixos da história do país, o que diminuiu a rentabilidade da renda fixa e estimulou os investimentos no mercado de ações e renda variável em geral¹³³; (ii) a prevalência da tecnologia, relacionada ao aumento do acesso da população a dispositivos tecnológicos, do tempo de uso de aparelho celular e, especialmente, do crescimento das *fintechs*, que passaram a viabilizar o acesso a instrumentos financeiros mais sofisticados, por meio de aplicativos de fácil interação; (iii) a influência das redes sociais e dos chamados influenciadores digitais; e (iv) o aprimoramento da legislação do mercado de capitais ao longo dos anos, que culminou em um ambiente com maior segurança jurídica para atrair os investidores.

A partir de 2023, por sua vez, houve um desaceleramento e o crescimento da participação do investidor pessoa física no mercado de capitais do Brasil, no segmento de renda variável, voltou a ser linear. Em março de 2025, segundo o último relatório disponibilizado¹³⁴, a B3 possuía 5,3 milhões desses investidores.

Ao ser comparado com o tamanho da população brasileira, fica claro que esse crescimento ainda não atingiu seu máximo potencial, tendo em vista que o número de 5,3 milhões de investidores corresponde a menos de 5% da população em idade ativa do país – aqueles que têm entre 15 e 64 anos –, considerando-se os dados do último censo demográfico¹³⁵ divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Sem prejuízo disso, não há como se ignorar que se trata de um crescimento expressivo, que já representa uma importante mudança em curso no mercado de capitais brasileiro. Afinal, em pouco mais de 3 anos, a bolsa de valores brasileira quintuplicou a quantidade de investidores pessoa física em renda variável, que também vêm aumentando, a cada ano que passa, o seu

¹³³ Frisa-se que esse é o principal fator apontado pela B3 para explicar o fenômeno, sendo que a bolsa de valores brasileira também destaca a influência da pandemia do COVID-19, pois ela alterou a relação da população com a *internet*, com os dispositivos celulares e com o próprio consumo de produtos financeiros. B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, *op. cit.*, nota 128.

¹³⁴ B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **Uma análise da evolução dos investidores na B3**. São Paulo: B3, mar. 2025. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/. Acesso em: 20 jul. 2025.

¹³⁵ Em 2022, o Brasil possuía 140.782.394 pessoas em idade ativa, que são aquelas que, segundo os parâmetros do IBGE, têm entre 15 e 64 anos. Ver: INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **Censo Demográfico 2022: Panorama**. Disponível em: <https://censo2022.ibge.gov.br/panorama/>. Acesso em: 27 jul. 2025.

engajamento com o mercado, o que, por consequência, faz aumentar a relevância desses investidores para o próprio funcionamento do mercado secundário.

Nesse sentido, de acordo com os dados do relatório disponibilizado pela B3 em março de 2025, os investidores pessoa física já representavam 19% do valor total alocado no segmento de renda variável da bolsa de valores¹³⁶, o que correspondia a R\$550 bilhões em posição total. Além disso, em média, 1,6 milhão dos 5,3 milhões de investidores realizaram ao menos uma operação por mês, com volume médio diário de negociações da ordem de R\$5,3 bilhões.

É diante desse contexto que a análise do comportamento desse grupo de investidores ganha relevância, especialmente no que diz respeito ao seu processo de tomada de decisão e escolha de investimentos.

3.2 As novas fontes de informação dos investidores pessoa física e os riscos decorrentes dessa nova realidade informacional

Em dezembro de 2020, quando a bolsa de valores já havia ultrapassado a marca de 3 milhões de investidores pessoa física no segmento de renda variável, a B3 disponibilizou o relatório denominado “A Descoberta da Bolsa pelo Investidor Brasileiro”, no qual analisa “quem são e como se comportam” as milhões de pessoas que passaram a investir nesse ambiente, com o objetivo de contribuir com informações para que “o mercado financeiro e de capitais continue a se expandir de maneira sustentável”¹³⁷.

Os dados publicados revelam, entre outros aspectos, que a nova população investidora é jovem (média de 32 anos de idade) e prefere realizar suas próprias análises e operações de investimento (73% dos entrevistados), ou seja, sem o auxílio de gerentes, consultores e/ou assessores financeiros.

Além disso, o comportamento de investimento da maioria está fortemente associado ao uso da *internet*, que radicalizou a forma como as informações são disponibilizadas e consumidas pelas pessoas. Destacam-se, nesse sentido, as seguintes respostas fornecidas pelos novos investidores pessoa física (respostas múltiplas):

- a) Onde aprenderam a investir: 73% indicaram “canais do YouTube/influenciadores digitais”, 45% “plataformas *online*”, 20% “mídia impressa (jornais, revistas e

¹³⁶ Destaca-se que, quanto a alguns específicos produtos de renda variável, a participação total dos investidores pessoa física é expressivamente maior que a média total. Na negociação de BDRs e ETFs, por exemplo, a posição total desses investidores representa mais de 30% do mercado. Cf. B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, *op. cit.*, nota 128.

¹³⁷ B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, *op. cit.*, nota 128, p. 3.

- livros)”, 18% “podcasts” e apenas 7% “ajuda do gerente ou assessor financeiro”;
- b) Onde costumam se informar sobre investimentos: 73% responderam “internet”, 60% “YouTube/influenciadores”, 38% “e-mails, alertas, notificações de bancos/corretoras/instituições financeiras”; 36% “redes sociais”; 34% “grupos de investimentos no WhatsApp ou Telegram”; 27% “assinatura/análise de relatórios de análise econômica”; e 14% “recomendações de consultor/assessor financeiro”; e
- c) Quais fontes de recomendação de investimentos estariam dispostos a seguir: 35% indicaram “portais de internet”, 32% “YouTube/influenciadores”, 22% “relatórios de análise econômica que lê/assina”; 19% “grupos de investimento no WhatsApp/Telegram”; 17% “e-mails, alertas, notificações de bancos/corretoras/instituições financeiras”; 12% “redes sociais”; 10% “recomendação de consultor/assessor financeiro” e apenas 4% “jornais e revistas”.

De forma específica, sobre o processo de escolha e análise de investimentos, o relatório da B3 indica que 39% dos novos investidores se baseiam em análises de influenciadores digitais, enquanto 23% se baseiam em análises de empresas especializadas e apenas 9% seguem orientações de assessores financeiros.

Quanto a isso, pesquisas conduzidas mais recentemente com os investidores pessoa física confirmam que se trata de uma tendência. Em julho de 2023, por exemplo, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA divulgou resultado de pesquisa de campo que demonstra que os primeiros passos desses investidores no segmento da renda variável permaneciam sendo guiados pelos canais do Youtube e pelos influenciadores digitais: “boa parte dos(as) entrevistados(as) afirmou que as recomendações de *youtubers* têm um peso enorme na tomada de decisão sobre investimentos mais arrojados, especialmente em ações”¹³⁸.

Além dessas que foram mencionadas anteriormente, também se destaca uma pesquisa realizada por instituição privada do setor financeiro, a XP Investimentos, cujo relatório final foi divulgado em outubro de 2024, demonstrando que a busca por informações, entre o público investidor de 24 a 35 anos, permanecia concentrada nas redes sociais e nos influenciadores digitais (52% dos entrevistados)¹³⁹.

¹³⁸ ANBIMA. **Como você investe o seu dindim?** Relatório de pesquisa. São Paulo, 2023. p. 12. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/como-voce-investe-o-seu-dindim.htm. Acesso em: 2 ago. 2025.

¹³⁹ B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **Jovens mudam hábito para manter foco em investimentos, diz pesquisa.** Bora Investir, 9 out. 2024. Disponível em: <https://borainvestir.b3.com.br/objetivos-financeiros/organizar-as-contas/jovens-mudam-habito-para-manter-foco-em-investimentos-diz-pesquisa/>. Acesso em: 2 ago. 2025.

A análise conjunta desses dados evidencia uma mudança relevante no ecossistema informacional do mercado de capitais brasileiro, na medida em que os investidores pessoa física passam a ampliar sua presença no mercado ao mesmo tempo em que recorrem a fontes de informações não tradicionais para fundamentar suas decisões de investimento – a maioria dos entrevistados é mais influenciada por vídeos e publicações em redes sociais do que pelos tradicionais relatórios técnicos de análise econômica.

Trata-se de uma nova realidade que traz riscos ao mercado de valores mobiliários, notadamente relacionados à tomada de decisões não racionais pelos investidores e às consequências de possíveis comportamentos coletivos interdependentes como, por exemplo, o chamado efeito “manada”, quando muitos participantes do mercado tomam uma mesma decisão ao mesmo tempo e se movem como uma manada, sucumbindo a otimismo ou histerias que nada tenham a ver com análises racionais das informações disponíveis (Kindleberger; Aliber, 2005, p. 51-52). De forma complementar, destacam-se as palavras de Pitta (2013, p. 140), para quem:

Outro enviesamento que altera substancialmente o comportamento dos investidores no mercado de valores mobiliários refere-se à replicação do comportamento observado, que por muitas vezes pode catalisar a formação de bolhas especulativas, gerando o chamado “efeito manada”. Esse tipo de comportamento ocorre quando um indivíduo simplesmente imita a ação de outros, ignorando suas próprias informações e julgamentos com relação ao mérito da decisão subjacente.

Uma das explicações para esse tipo de comportamento reside justamente na racionalidade limitada dos indivíduos: diante de cenários decisórios complexos e marcados por incertezas, os indivíduos que dispõem de menos informações ou menos capacidade cognitiva para processar e compreender as informações disponíveis tendem a seguir os comportamentos observados quando da tomada da decisão, mesmo que uma decisão melhor fosse viável. Esse comportamento pode explicar alguns modismos no âmbito do mercado de valores mobiliários, levando a oscilações de preços em determinados valores mobiliários desassociadas dos fundamentos econômicos.

Esses riscos são uma preocupação crescente da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, que reconhece que “as opiniões expressas nas mídias sociais podem afetar as decisões individuais de negociação dos investidores e decorrentemente causar impacto nas cotações dos ativos e nas quantidades negociadas”¹⁴⁰.

Ou seja, além de poderem afetar negativamente os investidores individuais – ao serem expostos a muitas informações não submetidas à fiscalização da autoridade reguladora, aumenta-se a probabilidade de tomarem decisões de investimento erradas ou inadequadas, que

¹⁴⁰ Comissão de Valores Mobiliários. **Influenciadores digitais e o mercado de capitais brasileiro**: uma análise do custo-benefício da edição de regimento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários. Rio de Janeiro: CVM, abr. 2023. p. 9.

possam levar a perdas expressivas de valores –, os riscos decorrentes dessa nova realidade informacional também podem afetar o mercado como um todo, com a formação de preços não condizentes com a realidade e a alocação menos eficiente de recursos, o que eventualmente pode, inclusive, gerar preocupações relacionadas à estabilidade do sistema financeiro¹⁴¹.

Essa preocupação da CVM se reflete em iniciativas normativas recentes da autarquia, como, por exemplo, na Resolução nº 30/2021, que foi publicada justamente durante o movimento de crescimento exponencial do número de investidores pessoa física no segmento de renda variável na bolsa de valores. O objetivo dessa resolução é reforçar a proteção desse público com o estabelecimento de regras que devem ser observadas sempre que for feita, por qualquer meio de comunicação – inclusive pela *internet* –, uma recomendação de produto, serviço ou operação relacionada a valores mobiliários: os agentes regulados pela CVM são obrigados a verificar, entre outros aspectos, se “o cliente possui conhecimento necessário para compreender os riscos relacionados ao produto, serviço ou operação” (artigo 3º).

No entanto, não se trata de uma preocupação exclusivamente brasileira¹⁴². Pelo contrário, pois como veremos no próximo capítulo, os países que possuem mercados de valores mobiliários ainda mais desenvolvidos e com maior participação de pessoas físicas, tais como os Estados Unidos e alguns países europeus, têm sido os pioneiros na discussão regulatória sobre a relação entre as redes sociais e os mercados de capitais:

Nas plataformas de redes sociais, os investidores atualmente conseguem compartilhar informações, opiniões e visões em larga escala e em tempo real. A qualidade e a veracidade das informações compartilhadas por indivíduos dessa forma não podem ser presumidas. Nesse sentido, as postagens em redes sociais diferem fundamentalmente do jornalismo: os meios de comunicação especializados em finanças são responsabilizados pela exatidão das informações que divulgam. Isso nem sempre ocorre nas redes sociais. O impacto das informações disseminadas por redes sociais nos mercados de valores mobiliários é, portanto, uma preocupação crescente tanto para o mercado quanto para as políticas públicas. O aumento das interações nas redes sociais e do sentimento por elas gerado entre os investidores influencia o comportamento coletivo desses agentes, com potenciais efeitos sobre a dinâmica dos mercados financeiros. Isso acarreta riscos relevantes para os investidores não institucionais, levantando preocupações quanto à sua proteção. Também pode envolver movimentos mais amplos de mercado com implicações sistêmicas, ampliando as preocupações relacionadas à estabilidade financeira

¹⁴¹ “Os efeitos da inovação tecnológica não podem ser ignorados no âmbito de abusos no mercado de capitais. Tal inovação facilita a manipulação, ao reduzir os custos das negociações nos mercados de valores mobiliários e da difusão de informações, além de permitir a comunicação de formas anônimas, ou quase anônimas” (Mota, 2022, p. 225).

¹⁴² “The antiquated regulations of the SEC are being tested nearly seventy years later with the Internet utilization of over thirty percent of the world’s population. The securities industry will have to adapt as the line between securities violations and the dissemination of information becomes increasingly unclear. Furthermore, this type of powerful communication, combined with the allure of anonymity, has become particularly enticing to criminals. It allows fraudsters to mass communicate with the public at low costs through easy-to-create accounts, in which their identity may never be discovered” (Etzel, 2013, p. 121).

(tradução nossa)¹⁴³.

Com efeito, em abril de 2024, a *European Securities and Markets Authority* – ESMA publicou um trabalho¹⁴⁴ no qual revisou estudos empíricos realizados ao longo da última década, que demonstraram o impacto das redes sociais sobre os mercados de valores mobiliários, especialmente que a análise das opiniões nelas divulgadas são capazes de predizer, fortemente, o retorno futuro dos investimentos em ações.

Nesse mesmo trabalho, a ESMA divulgou os resultados de um estudo empírico realizado por ela própria, que constituiu na análise da correlação entre a cotação diária dos valores mobiliários das empresas listadas no mercado europeu, o volume e o tom (positivo, negativo ou neutro) das menções a elas feitas em diversas redes sociais. Com base nos resultados, a ESMA concluiu¹⁴⁵ que as informações disseminadas nas plataformas *on-line* e nas redes sociais influenciam as decisões de investimento dos usuários, especialmente no curto prazo.

No Brasil, a autoridade reguladora ainda não conduziu estudos empíricos nesse mesmo sentido, porém, destaca-se uma pesquisa realizada no âmbito da 19ª Conferência Internacional de Contabilidade promovida pela Universidade de São Paulo¹⁴⁶, cujos resultados foram publicados em julho de 2019 e demonstraram que, em um intervalo de aproximadamente 3 meses, foi possível constatar a existência de uma relação direta entre a quantidade de publicações, na rede X (antigo Twitter), sobre o mercado financeiro em geral e o volume de ações negociadas no país: “quanto maior o volume de *tweets*, maior será o volume de negociações no mercado acionário brasileiro. Todavia, foi visto que um maior número de *tweets*

¹⁴³ “On social media platforms, investors are nowadays able to share information, opinions and views at a large scale in real time. The quality and validity of information shared by individuals in that way cannot be taken for granted. In this respect, social media posting differs fundamentally from journalism: specialised financial media are held accountable for the accuracy of the information they report. This is not necessarily the case for social media. The impact of social-media information in securities markets is, therefore, a growing market and public policy concern. Increasing social media interactions and related sentiment among investors influence the collective investor behaviour with potential effects on financial market dynamics. This comes with notable risks for retail investors raising investor protection concerns. It may also involve wider market movements with systemic implications, increasing financial stability concerns.” ESMA. **Social media sentiment: influence on EU equity prices**. Paris, abr. 2024. p. 3.

¹⁴⁴ *Ibidem*.

¹⁴⁵ “Our results show a significant correlation between social media interactions and stock excess returns at the very short term, suggesting that information spreading on social media platforms influences investor trading choices and may amplify short-term financial market movements. These effects, however, do not last longer than one day and show no subsequent relationship. These dynamics therefore raise significant investor protection and orderly market concerns.” ESMA, *op. cit.*, nota 143, p. 5.

¹⁴⁶ USP International Conference in Accounting. Concebido pela Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo (FEA-USP), o evento visa promover o intercâmbio de estudos e experiências na Contabilidade e Controladoria. Disponível em: <https://www.fea.usp.br/contabilidade/pos-graduacao/pesquisa/congresso-usp>. Acesso em: 6 set. 2025.

que possuem um viés negativo corrobora com a diminuição do volume de negócios que ocorre no mercado”¹⁴⁷.

Nesse mesmo sentido, também se destaca reportagem publicada pelo jornal *Valor Econômico*¹⁴⁸, em agosto de 2020, na qual foram apresentados dados que demonstram que é possível observar uma correlação entre a cotação diária das ações de empresas listadas na B3 e o volume de menções feitas a elas na rede X.

A reportagem destacou, por exemplo, o caso da Via Varejo (atualmente Grupo Casas Bahia), cujas ações chegaram a superar as cotações da Vale e da Petrobras (tradicionalmente entre as mais bem cotadas no mercado brasileiro), no mesmo período em que a varejista atingiu o pico de menções na referida rede social. Conforme a apuração jornalística, inclusive, os usuários chegaram a trocar entre si informações operacionais sobre a empresa antes mesmo de sua divulgação oficial pelos canais institucionais da Via Varejo, o que pode ter contribuído para antecipar e acelerar movimentos relevantes no preço das ações no mercado secundário.

É diante desse cenário, com o crescente protagonismo dos investidores pessoa física e sua preferência por fontes de informação alternativas, que estão sendo desafiadas a eficácia absoluta do modelo de *disclosure* tradicional e a capacidade do Estado de assegurar a divulgação de informações completas e corretas para uma escolha de investimento racional e consciente, bem como a formação mais livre possível dos preços dos valores mobiliários, o que causa preocupações relacionadas tanto à proteção do investidor individual quanto à possíveis práticas de manipulação de mercado.

3.2.1 A relação entre os influenciadores digitais e o mercado de valores mobiliários

Os avanços tecnológicos em equipamentos de comunicação e a larga utilização da *internet* permitem uma interação mais dinâmica entre os usuários de plataformas digitais e de redes sociais, ambientes nos quais não existem barreiras físicas, o que propiciou o surgimento da figura do influenciador digital.

Trata-se, conforme ensinam Brito e Costa (2020), de um indivíduo que é capaz de reunir, em seus canais virtuais, muitos – até mesmo milhões – de seguidores, que passam a acompanhar

¹⁴⁷ DE SOUZA, Dyliane Mourí Silva; LUCENA, Wenner Glaucio Lopes; DE QUEIROZ, Dimas Barrêto. O Efeito do Sentimento do Investidor Expresso via Twitter sobre o Comportamento do Mercado Acionário Brasileiro Durante o Período Eleitoral. In: USP INTERNATIONAL CONFERENCE ON ACCOUNTING, 19., 2019, São Paulo. *Anais* [...]. São Paulo: Fipecafi, 2019. p. 17. Disponível em: <https://congressousp.fipecafi.org/anais/19UspInternational/ArtigosDownload/1621.pdf>. Acesso em: 6 set. 2025.

¹⁴⁸ NEIRA, Ana Carolina. Twitter contribui para inflar giro das ações. *Valor Econômico*, São Paulo, 11 ago. 2020. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/08/11/twitter-contribui-para-inflar-giro-das-acoes.ghhtml>. Acesso em: 3 ago. 2025.

e a engajar com cada movimento e informação por ele compartilhada. Como consequência disso, seus seguidores formam uma verdadeira espécie de comunidade e o influenciador se torna um potencial líder formador de opinião, capaz de impactar e persuadir as percepções daqueles que o acompanha.

Nesse mesmo sentido, também se destacam as palavras de Andrade e Moura (2023, p. 16), para quem:

Influenciar é interferir no percurso original de um grupo ou de alguém. [...] Milhões de pessoas se tornam seguidores e acompanham diariamente a rotina pessoal, profissional, e de lazer desses influenciadores que, por sua vez, não levam apenas informações para os seus seguidores, mas criam uma comunidade que confia em sua opinião, engajando o seu público.

Com esse potencial poder de persuasão, não demorou para que os influenciadores digitais chamassem a atenção das empresas com a ideia de que eles poderiam se valer da confiança inspirada em sua comunidade de seguidores para influenciar as suas decisões de consumo¹⁴⁹. Assim, o *marketing* de influência, que envolve a contratação dessas figuras para divulgação de produtos e serviços *on-line*, apesar de já movimentar bilhões de dólares¹⁵⁰, inclusive no Brasil, segue ganhando cada vez mais espaço no mercado de consumo mundial¹⁵¹.

Os produtos e serviços de conteúdo financeiro não ficaram de fora dessa nova realidade de consumo e, como os influenciadores digitais costumam ser focados em nichos específicos (moda, saúde, viagens, culinária, relacionamentos etc.), também surgiram aqueles que abordam, em suas redes sociais, temas relacionados a investimentos, finanças pessoais e educação financeira. São os chamados influenciadores de investimentos ou de finanças e, como destacado pela ANBIMA, que possui ampla agenda institucional voltada a essa temática, a atuação desse grupo é bastante abrangente:

alcança desde brasileiros que só querem colocar as contas em dia até investidores experientes. Com dicas, análises, mentorias e cursos, esses players viram crescer a base de seguidores de maneira avassaladora ao abordar temas que despertam mais o

¹⁴⁹ Ao analisarem estudos que investigaram o poder de interferência das ações dos influenciadores digitais sobre a decisão de compra do público-alvo, Andrade e Moura (2023, p. 16 e 20) destacam que os resultados foram uníssonos, “revelando que os influenciadores digitais de fato impactam sobre as decisões de compra dos consumidores” e que “pode chegar a 86% o número de internautas que descobriram um produto por indicação de um influenciador e 73% que já compararam um produto ou serviço por indicação de um influenciador digital. Estima-se ainda que 71% dos usuários sigam algum tipo de influenciador que pode reunir milhões de seguidores em suas redes e constituir-se enquanto veículos de mídia ou marcas”.

¹⁵⁰ “Mercado de influência deve movimentar US\$ 500 bi até 2027; Brasil é 2º em número de influenciadores.” **Marcas Mais – Estadão**, 25 set. 2023. Disponível em: <https://publicacoes.estadao.com.br/marcasmais/mercado-de-influencia-deve-movimentar-us-500-bi-ate-2027-brasil-e-2o-em-numero-de-influenciadores/>. Acesso em: 2 ago. 2025.

¹⁵¹ “Orçamentos milionários ganham destaque no marketing de influência brasileiro.” **Forbes Brasil**, 25 abr. 2023. Disponível em: <https://forbes.com.br/forbes-tech/2023/04/orcamentos-milionarios-ganham-destaque-no-marketing-de-influencia-brasileiro/>. Acesso em: 2 ago. 2025.

interesse do brasileiro a cada ano. São técnicas para aprender a poupar, dicas sobre como começar a investir ou até estratégias para comprar e vender ações na bolsa no mesmo dia.¹⁵²

Apesar dessa abrangência de atuação, eles podem ser divididos em categorias específicas – que, frisa-se, podem vir a ter importância para fins regulatórios –, pois, conforme asseverado pela ANBIMA, que desde 2020 monitora a atividade dos influenciadores de finanças em 4 redes sociais (Facebook, Instagram, Youtube e X – antigo Twitter), o tipo de conteúdo que eles produzem e a forma como eles se apresentam também deve ser levado em consideração na análise do impacto que podem causar ao público¹⁵³.

Assim, esses influenciadores podem ser pessoas físicas ou jurídicas: (i) produtores de conteúdo em geral, ou seja, que não se aprofundam nas análises e, além de assuntos relacionados ao mercado financeiro, costumam falar sobre diversos outros assuntos; (ii) investidores independentes que compartilham informações a respeito de seus próprios investimento e estratégias; (iii) equipes técnicas de corretoras e gestoras, que costumam apresentar conteúdos mais aprofundados; (iv) analistas que apresentam avaliações técnicas e indicações de investimentos; (v) *traders* que compartilham suas rotinas profissionais com operações de curtíssimo prazo; (vi) instituições financeiras; (v) portais de educação financeira; (vi) especialistas, tais como economistas, professores universitários e profissionais com vasto conhecimento técnico na área; (vii) educadores financeiros; (viii) casas de análise que trabalham com consultoria de informações e recomendações sobre investimentos; e (ix) portais especializados de veículos de imprensa.

De forma específica, quanto à atividade *on-line* promovida pelos influenciadores de investimentos em geral, conforme último relatório¹⁵⁴ de monitoramento divulgado pela ANBIMA, no segundo semestre de 2024, além de eles estarem publicando cada vez mais, o engajamento do público com as suas publicações também segue aumentando.

Nesse sentido, por exemplo, o número total de influenciadores financeiros mapeados pela ANBIMA totalizou 741 – o que representou um aumento de 30% em relação ao relatório anterior e de 178,6% em relação ao primeiro relatório publicado em julho de 2021 –, cuja audiência, somada as mais diversas plataformas *on-line*, chegou a 263,5 milhões de seguidores, número esse que é bastante impressionante, ainda que não seja equivalente a pessoas únicas¹⁵⁵,

¹⁵² ANBIMA. **Influenciadores de investimentos**. São Paulo, 2020/2021, p. 4. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos.htm. Acesso em: 3 ago. 2025.

¹⁵³ ANBIMA. Finfluence. **Quem fala de investimentos nas redes sociais**. 6. ed. p. 16. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos.htm. Acesso em: 3 ago. 2025.

¹⁵⁴ ANBIMA. Finfluence. **Quem fala de investimentos nas redes sociais**. 8. ed. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos.htm. Acesso em: 3 ago. 2025.

¹⁵⁵ Esclarece-se que uma mesma pessoa pode seguir um mesmo influenciador digital em redes sociais diferentes.

especialmente quando se tem em vista que, no mesmo período, o segmento de renda variável da B3 registrou 5,3 milhões de investidores pessoa física¹⁵⁶.

Além disso, o relatório da ANBIMA indica que as menções específicas ao segmento de renda variável seguem em crescimento e, no segundo semestre de 2024, aumentaram 14,3% em relação ao relatório anterior, sendo que, entre todos os produtos de investimento, as ações permanecem sendo, com ampla margem de diferença, as mais citadas pelos influenciadores: 78,8 mil publicações foram destinadas às ações, enquanto 59 mil foram destinadas ao produto que ocupa o segundo lugar da lista dos mais mencionados, as criptomoedas.

Quanto às publicações sobre o mercado de ações, ainda, a ANBIMA destaca que:

O tema recebe, tradicionalmente, bastante atenção dos influenciadores, principalmente as oportunidades de retorno com ações e dividendos, além da comparação com outros tipos de investimentos, como as criptomoedas. As conversas geralmente trazem dicas para investir com mais estratégia, análises sobre tendências do mercado e recomendações para quem quer aproveitar melhor as oportunidades de retorno.¹⁵⁷

As opiniões e as publicações desses influenciadores, portanto, tornaram-se verdadeiras fontes de informações não tradicionais no mercado financeiro e têm o condão de impactar, até mesmo de direcionar, o processo de tomada de decisão de investimentos da sua comunidade de seguidores, o que tem sido confirmado pelos resultados das pesquisas realizadas com os investidores, como visto no tópico anterior.

Destaca-se, por fim, que assim como as empresas de bem de consumo e de prestação de serviços em geral foram atraídas pela atuação dos influenciadores digitais, os *players* do mercado de capitais (instituições financeiras, corretoras, agentes autônomos, consultorias de valores mobiliários etc.) também passaram a desenvolver campanhas de publicidade em parceria com influenciadores de finanças, como parte de uma estratégia voltada ao estabelecimento de uma presença mais ativa nas redes sociais¹⁵⁸.

3.3 O caso GameStop

Apesar de não ter ocorrido no mercado brasileiro, é pertinente analisar um dos mais emblemáticos exemplos de comportamento coletivo dissociado da avaliação econômico-financeira tradicionalmente promovida no mercado de capitais, que fora impulsionado por

¹⁵⁶ B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, *op. cit.*, nota 134, p. 9.

¹⁵⁷ ANBIMA, *op. cit.*, nota 154, p. 36.

¹⁵⁸ ANBIMA, *op. cit.*, nota 152.

usuários de rede social e gerou impactos relevantes sobre a estabilidade do sistema financeiro da maior economia do mundo, os Estados Unidos.

Tratou-se do caso envolvendo a GameStop, uma empresa varejista de jogos físicos de videogame, que foi fundada em 1984 e passou a negociar ações na bolsa em 2002 (*New York Stock Exchange* – NYSE). Com o avanço da *internet* e a predominância dos jogos digitais e *on-line*, a empresa passou a registrar contínua queda nas receitas a partir de 2016, situação essa que foi agravada pela pandemia do Covid-19 e resultou, inclusive, no fechamento definitivo da maior parte de suas lojas¹⁵⁹.

Diante desse cenário, o valor das suas ações em bolsa chegou a patamares bastante baixos e, no começo de abril de 2020, era negociada por menos de U\$ 3,00, sendo que as projeções do mercado indicavam que esse valor permaneceria em queda, o que, como destacado por Parente (2022, p. 735), incentivou muitos investidores, especialmente grandes fundos de investimento, a realizarem volumosas operações apostando contra a GameStop (venda a descoberto ou *short selling*¹⁶⁰).

No entanto, contrariando as expectativas dos analistas, as ações da GameStop começaram a subir e registraram uma significativa valorização: no final de dezembro de 2020, o valor da ação já havia chegado a aproximadamente U\$ 19,00 e, em 27 de janeiro de 2021, o preço disparou para aproximadamente U\$ 380,00 (Parente, 2022, p. 734-735), o que representou um aumento de mais de 1.800% e fez, inclusive, com que a NYSE suspendesse temporariamente as negociações para conter as oscilações abruptas no preço (*circuit breaker* – procedimento operacional de segurança que é acionado em momentos atípicos no mercado).

Em decorrência dessa disparada, os investidores que haviam apostado na contínua queda do preço das ações perderam bilhões de dólares. A Melvin Capital Management, por exemplo, um *hedge fund* de grande relevância no mercado financeiro dos Estados Unidos à época, perdeu mais de 50% do capital que administrava, equivalente a aproximadamente U\$ 6,5 bilhões, em

¹⁵⁹ CNN Business. GameStop is closing 100 more stores than it originally planned, 10 set. 2020; e GameStop closes all stores, 22 mar. 2020. Disponível em: <https://edition.cnn.com/2020/09/10/investing/gamestop-store-closures> e <https://edition.cnn.com/2020/03/20/tech/gamestop-open-essential-business>. Acesso em: 2 ago. 2025.

¹⁶⁰ “Em tal operação o investidor aposta contra a empresa, prevendo que o preço de suas ações irá cair. Assim o investidor aluga as ações e vende-as pelo preço atual, que, de acordo com a visão de alguns investidores, está alto. Ao final do prazo de entrega das ações alugadas, se as ações tiverem caído, o investidor as compra pelo preço mais baixo, devolve as ações para o seu proprietário original e fica com a diferença. Contudo, se as ações aumentarem de forma exponencial, quando o investidor precisar devolver as ações que alugou, terá prejuízo” (Parente, 2022, p. 735).

um único mês (janeiro/2021)¹⁶¹. Essa perda foi irreversível e, mesmo após a injeção de aportes emergenciais por outros fundos de investimento¹⁶², a Melvin Capital liquidou seus ativos remanescentes e, em maio de 2022, encerrou suas atividades¹⁶³.

Após investigação, identificou-se o motivo por trás da valorização abrupta do valor da ação da GameStop: um grupo de investidores individuais atuou de forma estratégica e coordenada, em uma específica comunidade *on-line* (“WallSteetBets”), hospedada na rede social Reddit¹⁶⁴, para influenciar os seus membros a comprarem em massa as ações da GameStop, com o objetivo de impedir a queda das cotações e, consequentemente, prejudicar aqueles que, na visão crítica desses investidores individuais, seriam os “vilões” do mercado de capitais, os analistas de mercado e os grandes fundos de investimento que explorariam empresas em dificuldades financeiras por meio de estratégias especulativas (Vieira, 2023)¹⁶⁵.

Dessa forma, o caso GameStop pode ser entendido como um dos mais recentes e emblemáticos exemplos do fato, destacado no primeiro capítulo, de que o comportamento humano no mercado de capitais pode se distanciar da premissa teórica de que os agentes econômicos agem exclusivamente de forma racional, visando à maximização da riqueza e do bem-estar, quando, na realidade, eles também tomam decisões racionalmente limitadas (Simon, 1959), com base em motivações diversas, “tais como preferências pessoais, aspectos éticos e morais, conhecimentos, habilidades, limitações cognitivas e diversos elementos psicológicos” (Pitta, 2021, p. 7).

¹⁶¹ VALOR ECONÔMICO. **Melvin Capital perdeu 53% com GameStop e outras apostas**. 31 jan. 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/01/31/melvin-capital-perdeu-53percent-com-gamestop-e-outras-apostas.ghtml>. Acesso em: 7 ago. 2025.

¹⁶² Essa injeção de recursos por outros fundos de investimento, frisa-se, decorreu da dimensão sistêmica do mercado financeiro, na medida em que, como visto em capítulo anterior, as atividades exercidas por diferentes instituições formam um complexo de relações jurídicas em situação de interdependência, de modo que a alteração no funcionamento de um dos seus componentes afeta a operação do sistema como um todo. Ou seja, os outros fundos de investimento apenas realizaram aporte de emergência porque suas operações estavam interligadas à Melvin Capital, sendo essa mais um motivo que demonstra a gravidade da situação envolvendo comportamento coletivo e coordenado no mercado de capitais.

¹⁶³ EXAME. **GameStop: saga termina com falência do fundo que apostou contra a empresa**. 19 maio 2022. Disponível em: <https://exame.com/tecnologia/gamestop-saga-termina-com-falencia-do-fundo-que-apostou-contra-a-empresa/>. Acesso em: 7 ago. 2025.

¹⁶⁴ Reddit, segundo definição de seu próprio *site* (<https://www.reddit.com/>), é uma rede social que possui uma série de comunidades que reúnem virtualmente pessoas que têm os mesmos interesses e hobbies, para que possam conversar a respeito deles. Assim, por exemplo, há diversas comunidades voltadas à discussão acerca do mercado de capitais e investimentos em geral.

¹⁶⁵ Nesse mesmo sentido, conforme explicação apresentada por Parente (2022, p. 735): “Após certo tempo, descobriu-se que na verdade se tratava de um grupo indeterminado de pessoas que se reuniu em uma rede social chamada Reddit, no sub fórum chamado WallSteetBets, para comprar ações da GameStop, contudo, não com o objetivo de somente obter ganhos momentâneos, mas para desafiar e prejudicar os analistas e gestores de Wall Street, que haviam previsto que as ações da GameStop iriam cair”.

O episódio, ainda, levantou preocupações relacionadas à possível escalonada de práticas de manipulação de mercado via redes sociais, na medida em que o movimento coordenado na Reddit influenciou o percurso decisório original de inúmeros investidores individuais – situação alinhada ao ato de “influenciar” descrito por Andrade e Moura (2023), que fora destacado no tópico anterior – e, posteriormente, influenciou o comportamento de parte relevante do mercado estadunidense.

Houve, portanto, a alteração da livre procura pelas ações da GameStop, contribuindo para a formação de preços considerados artificiais pelos analistas e pela literatura especializada, pois não refletiam a realidade das informações disponíveis e nem a correta avaliação econômico-financeira acerca da emissora e dos seus ativos:

A consequência natural da aplicação da ideia de racionalidade limitada ao mercado de valores mobiliários seria, portanto, que as decisões de investimento não refletiriam, em muitos casos, uma análise racional e precisa acerca dos fundamentos econômicos de um determinado valor mobiliário a partir do conjunto informacional disponível, fazendo com que os respectivos preços não reflitam adequada e automaticamente as informações disponíveis (Pitta, 2021, p. 8).

Esse cenário, além do imediato prejuízo aos *players* que operavam com base em análises tradicionais de mercado, também causou prejuízos àqueles investidores individuais que, no pico da euforia, adquiriram as ações com valores inflados¹⁶⁶, pois, já no início de fevereiro de 2021, a desvalorização chegou a ser de aproximadamente 70% em dois dias consecutivos¹⁶⁷.

A *Securities and Exchange Commission* – SEC publicou relatório¹⁶⁸, em outubro de 2021, com o resultado da sua análise acerca do episódio envolvendo as ações da GameStop, reconhecendo que a valorização e volatilidade atípicas do início daquele ano foram impulsionadas pelo comportamento coletivo coordenado de investidores individuais, porém, como não foi possível identificar um esquema fraudulento ou um único grupo de pessoas responsável pelo fenômeno, entendeu que não restou configurado o específico crime de manipulação de mercado¹⁶⁹. Sem prejuízo disso, a SEC assim alertou:

¹⁶⁶ “O aumento adicional acima do capital real será somente imaginário. Um mais um, por mais que se tente esticar a aritmética tradicional, nunca será igual a três e meio. Consequentemente, todo o valor fictício deve ser uma perda para alguém, cedo ou tarde. O único modo de impedir que isso nos aconteça é vender cedo, e deixar que o diabo leve os atrasados [...] é o mesmo que alguém gritar ‘fogo’ em um teatro lotado” (Kindleberger; Aliber, 2005, p. 59).

¹⁶⁷ FOLHA DE S. PAULO. **Ações da GameStop despencam e interrompem alta gerada pelo Reddit**. 2 fev. 2021. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2021/02/acoes-da-gamestop-despencam-e-interrompem-alta-gerada-pelo-reddit.shtml>. Acesso em: 7 ago. 2025.

¹⁶⁸ SEC. **Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021**. Washington, DC: U.S. Securities and Exchange Commission, 14 out. 2021. Disponível em: <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2021-212>. Acesso em: 7 ago. 2025.

¹⁶⁹ “[...] nos Estados Unidos a questão da intenção permanece essencial para a caracterização de manipulação. Quando não há fraude, vem sendo exigido que a SEC prove que a operação foi realizada exclusivamente com

As *meme stocks* tiveram um aumento dramático no preço de suas ações em janeiro de 2021, à medida que o sentimento otimista de investidores individuais se espalhou pelas redes sociais. À medida que os preços das ações dessas empresas disparavam para novas máximas, a atenção aumentava, e seus papéis passaram a ser conhecidos como "*meme stocks*".

[...] A GameStop (GME) experimentou a confluência de todos os fatores que impactaram as *meme stocks*: (1) grandes oscilações de preço, (2) grandes variações de volume, (3) elevado interesse vendido, (4) menções frequentes no Reddit e (5) cobertura significativa na mídia tradicional.

[...] A extrema volatilidade nas *meme stocks* em janeiro de 2021 testou a capacidade e a resiliência dos nossos mercados de valores mobiliários de uma forma que poucos poderiam ter previsto. Ao mesmo tempo, as negociações dessas ações durante esse período destacaram uma característica importante dos mercados de valores mobiliários dos Estados Unidos no século XXI: a ampla participação. Existem muitos tipos diferentes de investidores, e eles compram e vendem ações por diversos motivos. No entanto, quando os preços das ações mudam rapidamente e as corretoras suspendem repentinamente as negociações, os investidores podem perder dinheiro.

[...] Esses eventos representam uma oportunidade para refletir sobre a estrutura do mercado e o arcabouço regulatório, bem como identificar áreas adicionais que possam ser objeto de estudo e consideração, com o objetivo de proteger os investidores, manter mercados justos, ordenados e eficientes e facilitar a formação de capital (tradução nossa)¹⁷⁰.

O alerta da SEC, apesar de voltado aos Estados Unidos, chama a atenção para um problema regulatório que já vem sendo enfrentado pelos mercados de valores mobiliários de

o fim manipulativo (de modo que transações feitas com o fim de influenciar preços podem ser regulares, desde que tenham alguma finalidade legítima), padrão difícil de ser observado" (Mota, 2022, p. 141).

¹⁷⁰ "The meme stocks experienced a dramatic increase in their share price in January 2021 as bullish sentiments of individual investors filled social media. As the companies' share prices skyrocketed to new highs, increased attention followed, and their shares became known as 'meme stocks.' [...] GME experienced a confluence of all of the factors that impacted the meme stocks: (1) large price moves, (2) large volume changes, (3) large short interest, (4) frequent Reddit mentions, and (5) significant coverage in the mainstream media. [...] The extreme volatility in meme stocks in January 2021 tested the capacity and resiliency of our securities markets in a way that few could have anticipated. At the same time, the trading in meme stocks during this time highlighted an important feature of United States securities markets in the 21st century: broad participation. There are many different types of investors, and they buy and sell stocks for many different reasons. However, when share prices change rapidly and brokerage firms suddenly suspend trading, investors may lose money. [...] These events present an opportunity to reflect on the market structure and regulatory framework and identify additional areas for potential study and further consideration in the interests of protecting investors, maintaining fair, orderly, and efficient markets, and facilitating capital formation." SEC. **Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021**. Washington, DC: U.S. Securities and Exchange Commission, 14 out. 2021, p. 43-44. Disponível em: <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2021-212>. Acesso em: 7 ago. 2025.

diversos países¹⁷¹, inclusive o brasileiro¹⁷², principalmente em decorrência da combinação dos dois fatores que foram analisados nos tópicos anteriores: (i) expressivo aumento do número de novos investidores pessoa física no mercado secundário e no segmento de renda variável; e (ii) alteração radical da forma como as informações são disponibilizadas e consumidas pelas pessoas, com atual supremacia das mídias digitais, das redes sociais e dos influenciadores digitais em detrimento das tradicionais mídias e fontes de informações, inclusive financeiras.

3.3.1 *Influenciadores de grande alcance e seus impactos no mercado*

Ainda no contexto do caso GameStop, é pertinente destacar um outro fator que, segundo os analistas de mercado e a literatura especializada, colaborou para que a cotação da ação da varejista estadunidense atingisse seu patamar mais elevado no dia 27 de janeiro de 2021. Tratou-se da “ajuda do então homem mais rico do mundo Elon Musk, que twittou em 26 de janeiro de 2021 ‘Gamestonk’” (Parente, 2022, p. 735)¹⁷³.

O empresário e bilionário Elon Musk, atual proprietário da rede X (antigo Twitter), possui milhões de seguidores *on-line*¹⁷⁴, que o acompanham e engajam com cada movimento e informação por ele compartilhada, o que faz dele um dos principais líderes públicos formadores

¹⁷¹ Sobre o caso GameStop, a ESMA asseverou: “The most recently observed example of this is the Gamestop frenzy, in January 2021, characterised by extreme price volatility and substantial retail investors’ trading. Some retail investors were caught up in the hype surrounding the stock, making impulsive and uninformed decisions without fully understanding the risks involved. This reveals significant investor protection issues. So far, we have not observed similar events affecting the EU retail market. However, 80% of the EU population makes use of social media. This is a massive proportion, with a higher concentration among younger generations. For example, in France, among investors with less than three years of financial experience, social media is the most commonly cited source of information for 18–24-year-olds (41% of those belonging to this age group). In addition, the type of sources consulted seems to correlate with the level of financial knowledge. A better understanding of the link between News on social media and developments in financial markets is, therefore, fundamental for individual investors. Information on social media, can also have wider implications in the secondary markets through price disruptions and increased speculation” ESMA, *op. cit.*, nota 143, p. 5.

¹⁷² Ao tratar sobre o caso GameStop à luz da nova realidade do mercado de capitais brasileiro, no qual os investidores pessoa física ganham cada vez mais relevância, a CVM levantou as seguintes questões, que serão mais bem exploradas no próximo capítulo: “A regulação existente é suficiente para enfrentar esse novo mundo de redes sociais? Quais as alternativas regulatórias necessárias para fazer frente a este novo paradigma? Há alternativas que não necessariamente impliquem a edição de novas normas pela CVM?” CVM, *op. cit.*, nota 140, p. 10.

¹⁷³ Nesse mesmo sentido, cf. CNN. **GameStop soars after Elon Musk tweet**. Disponível em: <https://edition.cnn.com/2021/01/26/investing/gamestop-stock-elon-musk-reddit>. Acesso em: 9 ago. 2025.

¹⁷⁴ Destaca-se que, desde março de 2023, o Elon Musk é a pessoa mais seguida na rede X (antigo Twitter). Em setembro de 2025, ele possuía 225,2 milhões de seguidores (<https://x.com/elonmusk>). No início de 2021, época da controvérsia envolvendo a GameStop, ele possuía mais de 40 milhões de seguidores. Cf. VALOR ECONÔMICO. **Elon Musk, da Tesla, diz que ficará fora do Twitter por um tempo**. 2 fev. 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2021/02/02/elon-musk-da-tesla-diz-que-ficara-fora-do-twitter-por-um-tempo.ghtml>; e BBC NEWS BRASIL. **Elon Musk maior influenciador do Twitter: como crescimento do executivo afeta a rede social**. 28 nov. 2022. Disponível em: <https://www.bbc.com/portuguese/geral-63789171#:~:text=Esse%20%C3%A9%20o%20dia%20em,Unidos%2C%20que%20tem%20130%20mil%C3%B5es>. Acesso em: 6 set. 2025.

de opinião da atualidade, sendo capaz de impactar e persuadir as percepções de um indefinido – mas certamente elevado – número de pessoas.

À luz das definições e conceitos apresentados em tópico anterior, portanto, ele é um influenciador digital e, no âmbito do mercado de capitais, é também um dos maiores investidores do mundo. Assim, aquilo que é publicado pelo Elon Musk pode ser entendido como uma sinalização ao mercado: outros agentes econômicos podem presumir que ele detém informação relevante e, com base nessa presunção, tomar suas próprias decisões de investimento, situação essa que, como asseverado por Yazbek (2007, p. 46), pode estimular condutas coletivas irracionais.

Diante desse contexto, quando publicou a palavra “Gamestonk” para os seus milhões de seguidores *on-line*¹⁷⁵, o influenciador Elon Musk sinalizou a eles que acreditava na valorização das ações da GameStop ou, ao menos, que concordava com o movimento que surgiu da Reddit. Com isso, sem ter feito, frisa-se, qualquer *disclaimer* com relação à posição dele perante o papel em questão, ele impulsionou a compra das ações, cujo valor chegou a subir mais 56% no dia seguinte¹⁷⁶.

Essa, porém, não foi a primeira e nem a única vez em que o Elon Musk movimentou o mercado com uma única publicação sua na rede X. Ainda em 2021, por exemplo, ele publicou “nada de altas, nem baixas, apenas Doge” (tradução nossa¹⁷⁷) e, menos de 8 horas depois, o valor da criptomoeda Dogecoin havia valorizado 48,3%¹⁷⁸.

Situações semelhantes, guardadas as necessárias proporções do mercado brasileiro, também são observadas no país. Rafael Ferri, por exemplo, um dos maiores influenciadores digitais de finanças do Brasil – segundo o último relatório¹⁷⁹ de monitoramento divulgado pela ANBIMA, ele possui o maior canal de investimentos no YouTube, com mais de 458 mil seguidores –, permanece envolvido, desde o início da década de 2010, em polêmicas sobre suspeitas de manipular o mercado e de causar prejuízos a investidores individuais: em julho de

¹⁷⁵ MUSK, Elon. **Gamestonk!!** Publicado em: 26 jan. 2021. Disponível em: <https://x.com/elonmusk/status/1354174279894642703>. Acesso em: 9 ago. 2025.

¹⁷⁶ EXAME. **Elon Musk tuita uma palavra e acirra briga sobre ações da GameStop**. Disponível em: <https://exame.com/invest/mercados/elon-musk-tuita-uma-palavra-e-acirra-briga-sobre-acoes-da-gamestop/>. Acesso em: 9 ago. 2025.

¹⁷⁷ “No highs, no lows, only Doge”. MUSK, Elon. Publicado em: 22 fev. 2021. Disponível em: <https://x.com/elonmusk/status/1357244295091208193>. Acesso em: 9 ago. 2025.

¹⁷⁸ BOMFIM, Ricardo. Elon Musk, o trader: 8 vezes em que o presidente da Tesla movimentou o mercado com um tuíte. **InfoMoney**, 4 fev. 2021. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/elon-musk-o-trader-8-vezes-em-que-o-presidente-da-tesla-movimentou-o-mercado-com-um-tuite/>. Acesso em: 9 ago. 2025.

¹⁷⁹ ANBIMA, *op. cit.*, nota 147, p. 27.

2020, por exemplo, ele fez uma publicação¹⁸⁰ na rede X sugerindo a valorização da Via Varejo (atualmente Grupo Casas Bahia), o que não se concretizou a longo prazo. Ao final daquele ano, a desvalorização das ações da companhia chegou a 83%, tendo causado prejuízos milionários a investidores que afirmaram terem adquirido os papéis em questão por conta da sugestão do Rafael Ferri¹⁸¹.

Foi contra esse influenciador digital, destaca-se, que foi proferida a primeira sentença condenatória pelo crime de manipulação de mercado previsto no art. 27-C da Lei nº 6.385/76, o que aconteceu em novembro de 2016, quando a Justiça Federal do Rio Grande do Sul condenou¹⁸² Rafael Ferri a 3 anos e 9 meses de reclusão, bem como ao pagamento de multa fixada em R\$ 2.328.382,00, pelo episódio que ficou conhecido como “bolha do alicate”¹⁸³.

Assim, apesar de a influência do Rafael Ferri não ter fomentado oscilações instantâneas, como as que são observadas após as publicações de Elon Musk, sua trajetória também ilustra como investidores proeminentes, que compartilham informações a respeito de seus próprios investimento e estratégias, seja expressamente ou por meio de sinalização, podem mobilizar um número significativo de investidores pessoa física e, com isso, afetar a dinâmica do mercado de valores mobiliários brasileiro.

3.4 O caso COSIPA: Primeiro precedente da CVM sobre tentativa de manipulação via *internet*

A preocupação da CVM quanto à possibilidade de manipulação de mercado via *internet* não é recente e, como destacado por Parente (2022, p. 734), o primeiro caso dessa natureza,

¹⁸⁰ FERRI, Rafael. **Café com Ferri** [perfil no X]. Publicado em: 28 jul. 2020. Disponível em: <https://x.com/cafecomferri/status/1288439902670147585>. Acesso em: 9 ago. 2025.

¹⁸¹ ANDRADE, Jenne. Caso TC: “Tive cliente que perdeu R\$ 3,5 milhões seguindo estratégias”. **E-Investidor – Estadão**, 5 jul. 2022. Atualização: 8 jul. 2022. Disponível em: <https://einvestidor.estadao.com.br/mercado/caso-tc-cliente-perdeu-milhoes-indicacoes/>. Acesso em: 9 ago. 2025.

¹⁸² Sentença disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2016/20161111-sentenca-mundial.pdf>. Acesso em: 9 ago. 2025.

¹⁸³ Entre 2010 e 2011, Rafael Ferri atuava como agente autônomo no Rio Grande do Sul e teria realizado grande número de compra de ações da empresa Mundial – fabricante, essencialmente, de alicates –, em nome de investidores ligados a ele, o que, em um primeiro momento, passou a impedir a queda dos preços das ações, que à época estavam em baixa. Concomitantemente, Ferri teria passado a induzir seus clientes a adquirirem mais ações da empresa, movimento que, de acordo com o Ministério Público Federal (MPF), teria sido o responsável por ter feito elas subirem 3.300% entre 6 de abril e 19 de julho de 2011, quando, então, Ferri teria alterado seu padrão de comportamento e passado a vender grandes lotes de ações da Mundial, o que teria feito com que elas logo caíssem 86% em apenas 2 dias, entre 20 e 22 de julho daquele ano. Cf. INFO MONEY. **A Bolha da Mundial**: conheça uma das histórias mais trágicas da bolsa brasileira. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/stock-pickers/a-bolha-da-mundial-conheca-uma-das-historias-mais-tragicas-da-bolsa-brasileira/>. Acesso em: 9 ago. 2025.

relacionado a eventos¹⁸⁴ ocorridos em 2001, foi analisado pela autarquia nos autos do processo administrativo sancionador nº RJ2001/626, julgado em maio de 2003.

Conforme indicado no voto¹⁸⁵ proferido pela relatora, a então diretora Norma Jonssen Parente, a InvestShop Corretora de Valores Mobiliários e Câmbio S.A. mantinha um fórum *on-line* destinado “à troca de opiniões sobre assuntos relacionados aos mercados financeiro e de capitais”, cujos usuários podiam se cadastrar com o uso de pseudônimos, ou seja, não era exigida a identificação real daqueles que nele publicavam e interagiam.

Em 21/06/2001, foram postadas mensagens a respeito da Companhia Siderúrgica Paulista S.A. – COSIPA, que afirmavam que as negociações das ações da empresa seriam suspensas e posteriormente recompradas a preço superior ao de mercado, informação essa que supostamente teria sido fornecida por fontes internas da CVM, o que chegou ao conhecimento da autarquia.

Após apuração, constatou-se que o autor das mensagens era um acionista minoritário da COSIPA, que havia adquirido, pouco antes, 110.000 ações da companhia, no valor total de R\$57.600,00, tendo a CVM entendido que sua conduta *on-line* se tratou de uma tentativa de manipulação de preço das ações da COSIPA:

1. O presente inquérito evidencia o quanto pode ser inconsequente o uso inadequado da Internet. Da mesma forma que a Internet, de um lado, representa um avanço considerável na divulgação instantânea das informações e ampliou os meios de comunicação entre as pessoas, de outro, exige que a mesma seja utilizada com responsabilidade, uma vez que as consequências e alcance são imprevisíveis. Daí a necessidade de se inibir toda e qualquer iniciativa de seu uso indevido, por mínimo, que seja, por parte dos órgãos governamentais como a CVM, responsável pelo mercado de capitais.
2. No presente caso, os fatos apurados que revelam a tentativa de manipulação de preço das ações de emissão da Cosipa levam à conclusão de que o indiciado, no mínimo, queria tirar algum proveito com essa atitude. Conforme ficou comprovado, o Sr. Ciro Tourinho, que era acionista da Cosipa, de fato, simulou conversa no Fórum InvestShop, utilizando para isso dois pseudônimos, sendo um deles com dados fictícios, que confirmava, inclusive com base em fontes da CVM, que as ações seriam recompradas a um preço superior ao de mercado¹⁸⁶.

E, apesar de a estratégia do indiciado não ter provocado nenhuma consequência efetiva, já que, conforme declarado pela CVM, as ações da COSIPA não apresentaram variação de preço, a autarquia decidiu que a mera tentativa de elevar a cotação e de induzir terceiros à

¹⁸⁴ ESTADÃO. **CVM suspeita de manipulação via internet**. abr. 2002. Disponível em: https://www.estadao.com.br/economia/cvm-suspeita-de-manipulacao-via-internet/?srsltid=AfmBOopi3PeFYyEvPKJQthBXvQWakb9L7d3_nQvw0j8kSlZs1j-F-SdS. Acesso em: 9 ago. 2025.

¹⁸⁵ CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2001/6226. Rio de Janeiro, 15 maio 2003. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2003/20030515_PAS_RJ20016226.pdf. Acesso em: 9 ago. 2025.

¹⁸⁶ *Ibidem*, p. 3.

compra de ações já configura prática vedada no mercado de valores mobiliários, sendo passível de punição administrativa, o que levou à imposição de pena, contra o indiciado, de proibição de atuação no mercado de capitais brasileiro pelo prazo de 1 ano.

Destaca-se, por fim, que esse precedente evidencia que, em um contexto no qual a *internet* era ainda bastante incipiente no país, os fóruns *on-line* possuíam alcance limitado e os investidores pessoa física não exerciam papel de grande relevância no mercado secundário, a CVM já reconhecia o potencial danoso, ao mercado de valores mobiliários, da utilização de meios virtuais para práticas como a manipulação de mercado.

3.4.1 O caso IRB Brasil: A tentativa brasileira de replicar o fenômeno GameStop

Com a instantaneidade do mundo digital, o exemplo da GameStop logo “viralizou”, conforme vocabulário da *internet*, e estimulou a ocorrência de movimentos coordenados similares com relação a ações de outras empresas (por ex.: Nokia e Blackberry) e, inclusive, em outros países¹⁸⁷.

No Brasil, em janeiro de 2021 – no ápice do episódio envolvendo a GameStop –, um grupo de investidores individuais atuou de forma estratégica e coordenada em um específico grupo no Telegram (“Short Squeeze IRB”), visando reproduzir o caso da varejista estadunidense com as ações da IRB Brasil¹⁸⁸, uma empresa brasileira que atua no mercado de resseguros.

A IRB foi fundada em 1939 e passou a negociar ações na bolsa em 2017, tendo experimentado crescimento acelerado e ampla valorização até o início de 2020, quando a empresa atingiu o pico de cotação em R\$41,43. A partir de então, a IRB passou a enfrentar denúncias sobre inconsistências contábeis e a circulação de informações falsas a seu respeito, o que fragilizou a percepção do mercado sobre a sua credibilidade e resultou em severo prejuízo financeiro. No final de 2020, por exemplo, o preço das ações havia desvalorizado 93% e a empresa registrou prejuízo acumulado de R\$ 1,5 bilhão (Vieira, 2023).

Esse cenário incentivou investidores institucionais, como a gestora Squadra Investimentos, a realizar volumosas operações apostando contra a IRB, de forma similar à posição dos grandes fundos de investimento dos Estados Unidos que, à época, apostavam contra a GameStop. Inspirados por esse exemplo, os investidores individuais da IRB se reuniram

¹⁸⁷ FORBES. Efeito GameStop se espalha por mercados enquanto pedidos de investigação se intensificam. 29 jan. 2021. Disponível em: <https://forbes.com.br/negocios/2021/01/efeito-gamestop-se-espalha-por-mercados-enquanto-pedidos-de-investigacao-se-intensificam/>. Acesso em: 8 ago. 2025.

¹⁸⁸ CVM, *op. cit.*, nota 140, p. 10.

naquele grupo do Telegram que, no ápice da euforia, chegou a ganhar mais de 12 mil usuários em menos de 3 horas, conforme apuração feita pela CVM¹⁸⁹. O objetivo era coordenar e influenciar a compra em massa as ações da IRB, para aumentar as cotações e, consequentemente, prejudicar aqueles que haviam apostado na desvalorização (Vieira, 2023).

Em um primeiro momento, a estratégia foi bem-sucedida: o preço das ações começou a subir e, segundo a CVM, registrou uma significativa valorização de 17,82% em único dia¹⁹⁰, o que fez com que a bolsa brasileira, no pregão seguinte, em 29/01/2021, emitisse um comunicado informando que submeteria a negociação das ações da IRB a leilão¹⁹¹, mecanismo operacional de segurança utilizado em momentos de volatilidade, para assegurar “uma melhor formação de preços com base em todas as ofertas de compra e venda disponíveis no mercado, resultando em maior proteção aos investidores”¹⁹².

Atenta ao mesmo movimento relacionado às ações da IRB, a CVM divulgou, também em 29/01/2021, um alerta quanto à possível prática do ilícito de manipulação de mercado, tanto na esfera administrativa quanto na esfera penal:

A Autarquia tem monitorado os movimentos no mercado e as comunicações nas redes sociais, sendo que, na presença de indícios e conforme exige a lei, cuidará da instauração do competente processo administrativo sancionador para a apuração das responsabilidades, bem como comunicação ao Ministério Público para a devida atuação na esfera penal¹⁹³.

No entanto, o movimento coordenado no Telegram não foi capaz de manter a valorização da IRB por muito tempo e nem de provocar os mesmos efeitos sistêmicos observados no mercado estadunidense, o que se deu, entre outros motivos, pelo fato de a B3 ter atuado preventivamente com a submissão da negociação das ações da IRB a leilão (Vieira, 2023, p. 13)¹⁹⁴, mas também pelo fato já destacado em tópico anterior, de que mais da metade

¹⁸⁹ CVM, *op. cit.*, nota 140, p. 10.

¹⁹⁰ CVM, *op. cit.*, nota 140, p. 10.

¹⁹¹ Conforme ensina Vieira (2023, p. 12), a submissão da venda de ativos a leilão comum é um mecanismo brasileiro para responder a variações atípicas: “ao invés de impedir a negociação, [a B3] submete os ativos que estiverem com alta volatilidade a leilão, com o objetivo de promover a adequada disseminação de informações e resguardar o processo de formação de preços”. De forma complementar, Mota (2022, p. 228) assevera que “a redução da velocidade de negociação em momentos críticos, como quando são divulgadas informações, é uma das medidas sugeridas pela doutrina para prevenir a desestabilização dos mercados. Ajustes de velocidade constituem uma proposta de intervenção para enfrentar situações particularmente voláteis nos mercados”.

¹⁹² B3. **Negociação de IRBR a partir de 29/01/2021.** Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/negociacao-de-irbr-a-partir-de-29-01-2021.htm. Acesso em: 9 ago. 2025.

¹⁹³ CVM alerta possível atuação irregular de pessoas em mídias sociais com vistas a influenciar o comportamento de investidores. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2021/cvm-alerta-possivel-atuacao-irregular-de-pessoas-em-midias-sociais-com-vistas-a-influenciar-o-comportamento-de-investidores>. Acesso em: 9 ago. 2025.

¹⁹⁴ Além disso, no Brasil, a bolsa de valores limita a quantidade de posições de venda a descoberto, o que não acontece nos Estados Unidos: conforme informação prestada pela B3, a posição vendida nas ações da IRB

da população daquele país investe no mercado de capitais, enquanto no Brasil, à época, aproximadamente apenas 1,5% da população em idade ativa do país investia no segmento de renda variável na B3.

A capacidade de mobilização coordenada dos investidores pessoa física, portanto, ainda não representa, ao mercado de valores mobiliários brasileiro, o mesmo nível de risco sistêmico que representa nos Estados Unidos, mas a experiência com o caso IRB Brasil demonstrou que, mesmo em mercados secundários com menor participação popular, movimentos coletivos coordenados em redes sociais têm o condão de impactar significativamente a negociação de valores mobiliários, o que representa, aos investidores, risco de perda de vultosas quantias.

Além disso, com o crescente protagonismo dos investidores pessoa física no segmento de renda variável no Brasil, que têm recorrido a fontes de informação não tradicionais, especialmente redes sociais e influenciadores digitais, o risco de episódios como esse ganharem escala no país aumenta consideravelmente, possibilidade essa já identificada pela CVM nesse contexto¹⁹⁵, reforçando a importância de se analisar se o arcabouço regulatório brasileiro, historicamente estruturado a partir do modelo tradicional de *disclosure*, é capaz de assegurar a proteção dos investidores individuais, a manutenção da credibilidade do mercado e promover o seu desenvolvimento sustentável.

chegou a 9% da quantidade total disponível para negociação pública (*free float*), enquanto a posição vendida nas ações da GameStop no mercado estadunidense chegou a 125% do *free float*. Cf. LIZÉRIO, Lara. Grupo de investidores tenta reproduzir “caso GameStop” com IRB e ações saltam 17,8%; analistas alertam para riscos. **InfoMoney**, 28 jan. 2021. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/grupo-de-investidores-tenta-reproduzir-caso-gamestop-com-irb-e-acoes-disparam-analistas-alertam-para-riscos/>. Acesso em: 9 ago. 2025.

¹⁹⁵ CVM, *op. cit.*, nota 140.

4 LACUNAS REGULATÓRIAS E DESAFIOS DO *ENFORCEMENT* DIANTE DA NOVA REALIDADE INFORMACIONAL NO MERCADO DE CAPITAIS

Para a doutrina especializada¹⁹⁶, passados quase 100 anos da sua estruturação nos Estados Unidos, o modelo tradicional de *disclosure* permanece sendo essencial ao mercado de capitais, na medida em que, ao exigir ampla divulgação de informações por parte das emissoras, atende satisfatoriamente a um conjunto de funções relacionadas à manutenção da higidez do mercado e à promoção do seu desenvolvimento, premissa essa que também é adotada pelo presente trabalho.

No Brasil, por exemplo, as atividades fiscalizadora e sancionadora da entidade reguladora e dos órgãos autorreguladores têm como ponto de partida a análise do conjunto de informações obrigatoriamente divulgado pelas emissoras¹⁹⁷, sem prejuízo da competência da Comissão de Valores Mobiliários – CVM para solicitar informações complementares àquelas que já são exigidas pelo regime informacional obrigatório¹⁹⁸.

Nesse sentido, em relatório divulgado após a realização da Audiência Pública nº 07/2008, na qual se analisou as regras de registro de emissoras de valores mobiliários no país, a CVM, ao defender a amplitude das informações por ela solicitadas, esclareceu ao mercado que “as informações do formulário de referência são utilizadas não só pelos investidores, mas também pelos reguladores e autorreguladores”, sendo “importantes para o trabalho de supervisão da CVM e dos autorreguladores”¹⁹⁹.

Além disso, a existência do regime de *disclosure* é importante também para a manutenção e para o aumento da confiança dos investidores na regulação e na fiscalização do mercado de capitais, o que, como visto no segundo capítulo, é essencial para o seu desenvolvimento, destacando-se o entendimento de Parente (2022, p. 438), para quem um dos

¹⁹⁶ Nesse sentido, cf. Pitta (2013, p. 173), Wellisch (2018, p. 203) e Andrezo (2024, p. 239).

¹⁹⁷ “Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários: [...] III – fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; [...] V fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório; [...]”. BRASIL. **Lei nº 6.385/1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

¹⁹⁸ “Art. 61. A SEP pode solicitar o envio de informações e documentos adicionais aos exigidos por esta Resolução ou pedir esclarecimento sobre informações e documentos enviados, por meio de comunicação enviada ao emissor, conferindo-lhe prazo para o atendimento do pedido”. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.

¹⁹⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Análise – Audiência Pública SDM nº 07/08: Anexos 25 e 27**. Rio de Janeiro: CVM, 2008. p. 8. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2008/sdm0708-relatorioanexos25e27.pdf. Acesso em: 7 set. 2025.

fatores que contribuíram para o expressivo aumento, nos últimos anos, dos investidores pessoa física no mercado de capitais brasileiro, foi o aprimoramento do regime informacional no país, justamente por gerar maior sensação de segurança jurídica.

De forma complementar, para Pitta (2013, p. 348-349), o modelo informacional obrigatório é uma espécie de sinalização da boa reputação regulatória do mercado, inclusive a nível internacional²⁰⁰, e que um “resultado claro desse evidente incremento da confiança dos investidores na estrutura regulatória do mercado de valores mobiliários foi a obtenção do grau de investimento (*investment grade*) pelo Brasil no começo do ano de 2008”.²⁰¹

Sem prejuízo desse atendimento satisfatório, pelo modelo de *disclosure*, de diversas funções como as que foram exemplificadas acima²⁰², a nova realidade informacional do mercado de capitais exige reflexão quanto à sua efetiva capacidade de, satisfatoriamente, atender àquela que é considerada a sua principal função, qual seja, subsidiar o processo de tomada de decisão pelos investidores.

Isso porque o modelo é estruturado a partir das seguintes premissas fundamentais (Pitta, 2013, p. 147): (i) os participantes do mercado se comportam de maneira racional e tomam decisões visando à maximização da riqueza; e (ii) as emissoras são as fontes primárias das informações que são necessárias para um racional processo de análise dos fundamentos econômicos da cotação dos valores mobiliários por elas emitidos.

²⁰⁰ Conforme asseverado pela IOSCO – *International Organization of Securities Commissions*, o *disclosure* é um pilar indispensável para o desenvolvimento do mercado de capitais em negociações internacionais e que, em países emergentes, o modelo, acompanhado de robustos mecanismos de supervisão e responsabilização, é essencial para abrir portas ao capital internacional. Cf. IOSCO. **International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers**. Madrid: IOSCO, 1998. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>. Acesso em: 13 set. 2025.

²⁰¹ Registra-se que, no contexto da crise econômica que atingiu o país em 2015, as agências de classificação de risco retiraram o grau de investimento do Brasil, que chegou a ficar 3 níveis abaixo do patamar em questão. Desde outubro de 2024, porém, o país está apenas 1 nível abaixo do grau de investimento, havendo indicação das agências de que o entrave está na credibilidade do arcabouço fiscal, que ainda é “moderada”, informação essa que é importante para o contexto da presente dissertação, por confirmar que o entrave não está no modelo informacional obrigatório do mercado de capitais brasileiro que, pelo contrário, permanece sendo um aspecto positivo à classificação. Cf. CNN Brasil. **Grau de investimento já**. Coluna de Arnold Wald Filho, 23 mar. 2025. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/colunas/arnold-wald-filho/economia/macroeconomia/grau-de-investimento-ja/>; e BORAINVESTIR B3. **Qual a nota do Brasil em diferentes agências de rating e qual a importância do grau de investimento?** 18 out. 2024. Disponível em: <https://borainvestir.b3.com.br/noticias/qual-a-nota-do-brasil-em-diferentes-agencias-de-rating-e-qual-a-importancia-do-grau-de-investimento/>. Acesso em: 20 set. 2025.

²⁰² Pitta (2013, p. 357-359) ainda destaca as seguintes funções que, segundo ele, são satisfatoriamente atendidas pelo tradicional modelo de *disclosure*: tomada de decisão pelos acionistas quanto ao exercício de seus direitos perante as companhias abertas e viabilização do regime de responsabilidade aplicável às companhias abertas, aos seus acionistas controladores e aos seus administradores.

No tocante aos investidores pessoa física²⁰³, porém, além de eles processarem as informações disponíveis de formas diferentes e eminentemente individuais, eles estão sujeitos a limitações cognitivas que, segundo a teoria desenvolvida pelo economista alemão Herbert Simon (1959), levam-nos a tomar decisões não racionais ou, ao menos, racionalmente limitadas, com base em motivações diversas à maximização da riqueza²⁰⁴, o que já evidencia uma fragilidade inerente ao tradicional regime de *disclosure*²⁰⁵.

E essa fragilidade vem sendo potencializada pela nova realidade informacional do mercado de capitais e pelo deslocamento do centro da informação, pois, como demonstram os dados apresentados no capítulo anterior, para uma parcela significativa dos novos investidores pessoa física, as redes sociais – e não as emissoras – são as fontes primárias de informação, sendo que os influenciadores digitais exercem, cada vez mais, maior influência em suas decisões de investimento, em detrimento dos entes atualmente regulados.

Quanto a isso, cumpre frisar que reconhecer essa potencialização da fragilidade do regime informacional obrigatório não corresponde a uma crítica valorativa aos novos investidores, posto que essa nova realidade é compreensível, especialmente quando se considera que:

[...] os investidores tendem a economizar esforço cognitivo em seu processo decisório quando diante de um grande volume de informações, adotando estratégias decisórias mais simples do que aquelas que adotariam caso tivessem menos informações à sua disposição.

Em outras palavras, diante de uma quantidade excessiva de informações a respeito dos valores mobiliários negociados publicamente e da complexidade que envolve sua análise e processamento em busca de uma tomada de decisão maximizadora de sua

²⁰³ Esclarece-se que a presente análise da insuficiência do tradicional modelo de *disclosure* tem como foco os investidores pessoa física, que são mais vulneráveis às limitações asseveradas pelo economista Herbert Simon (1959), ao contrário dos investidores institucionais, que têm maiores condições técnicas e financeiras para processar as informações divulgadas pelas emissoras, por mais complexas e volumosas que sejam (Andrezio; Lima; 2001, p. 13). Frisa-se, ademais, que não se ignora que existem investidores individuais sofisticados que se beneficiam “da habilidade dos especialistas de mercado em buscar e processar grandes quantidades de informação, quer seja diretamente, utilizando-os como veículo de seus investimentos (e.g. fundos de investimento e fundos de pensão), quer seja indiretamente, confiando na capacidade desses com relação ao processamento das informações efetivamente importantes à tomada de decisão de investimento e aproveitando-se do produto de seu trabalho para nortear suas decisões individuais (e.g. analistas profissionais de investimento)” (Pitta, 2013, p. 149), porém, esse perfil não corresponde, em média, ao novo investidor pessoa física no mercado brasileiro, que, como visto no capítulo anterior, prefere realizar suas próprias análises e operações de investimento, ou seja, sem o auxílio de gerentes, consultores e/ou assessores financeiros.

²⁰⁴ Nesse mesmo sentido, cf. Knight (1921, p. 235-236), North (2001, p. 32-35) e Pitta (2013, p. 178).

²⁰⁵ “[...] não se pode negar que as fragilidades da teoria da escolha racional e da hipótese dos mercados eficientes enquanto teorias explicativas – respectivamente, do real comportamento dos investidores e do funcionamento do mercado com relação à incorporação das informações aos preços dos valores mobiliários – fragilizam a efetividade do regime de *disclosure* com relação àquela que é costumeiramente considerada sua primordial função, qual seja, a viabilização da tomada de consciente decisão por parte dos investidores e da adequada precificação dos valores mobiliários” (Pitta, 2013, p. 178).

utilidade, o investidor tenderia a “satisfazer” seu processo decisório, simplificando-o (Pitta, 2013, p. 147-148).

Nesse mesmo sentido, segundo entendimento do Fórum Econômico Mundial:

Em todo o mundo, a falta de acesso a um nível básico de serviços financeiros está levando as pessoas a recorrerem às redes sociais para aprender sobre finanças pessoais. Os influenciadores de finanças *on-line* acumularam milhões de seguidores ao dominar a arte de dividir o conteúdo em partes fáceis de entender. Os influenciadores financeiros diversificaram significativamente as facetas do aconselhamento e os canais pelos quais os investidores acessam aconselhamento e educação (tradução nossa)²⁰⁶.

Torna-se naturalmente mais atrativo, portanto, seguir as recomendações curtas e com linguagem mais acessível, oriundas de redes sociais e promovidas pelos influenciadores digitais, ainda que eventualmente imprecisas.

Diante dessa mudança drástica – do perfil de quem produz informação e do perfil de quem a consome – e da aceleração da disseminação de informações por meio da *internet*²⁰⁷, a informação com maior potencial de impactar o funcionamento do mercado de capitais pode não vir mais das emissoras e nem dos demais entes regulados, mas de agentes à margem do regime informacional obrigatório, como os influenciadores digitais, as comunidades virtuais e os anônimos em fóruns *on-line*²⁰⁸.

E, tal como reconhecido por autoridades reguladoras dos mercados de capitais de diferentes jurisdições, inclusive a brasileira, essa nova realidade informacional representa riscos para os próprios investidores – aumenta-se a probabilidade de tomarem decisões de investimento erradas ou inadequadas, que possam levar a perdas expressivas de valores – e,

²⁰⁶ “Around the world, the lack of access to a base level of financial services is making people turn to social media channels to learn about personal finance. Online “finfluencers” have amassed millions of followers by mastering the art of breaking down content into digestible pieces. Finfluencers have greatly diversified the facets of advice and the channels in which investors access advice and education.” WORLD ECONOMIC FORUM. **The Future of Capital Markets: Democratization of Retail Investing**. Genebra, 4 ago. 2022, p. 53. Disponível em: https://www3.weforum.org/docs/WEF_Future_of_Capital_Markets_2022.pdf. Acesso em: 20 set. 2025.

²⁰⁷ Cf. AMORIM, Ricardo. Percepção, realidade e velocidade das notícias. **MIT Technology Review Brasil**, 13 maio 2022. Disponível em: <https://mittechreview.com.br/percepcao-realidade-e-velocidade-das-noticias/?srsltid=AfmBOorzm4-jVgDgjAR1lks573cfdgp0QPimG-45-I-3i8350WMlkbJv>. Acesso em: 13 set. 2025.

²⁰⁸ Destaca-se que um agravante dessa aceleração da disseminação de informações via *internet* é o fato de que, segundo estudo publicado pelo Instituto de Tecnologia de Massachusetts (MIT) em março de 2018, as notícias falsas (*fake news*) têm 70% mais chances de serem compartilhadas em redes sociais do que as notícias verdadeiras, bem como se espalham mais rapidamente, chegando 6 vezes mais rápido às primeiras 1.500 pessoas. Outra importante constatação do referido estudo é a de que *fake news* “geram respostas mais negativas – como medo, nojo, surpresa desagradável – por parte das pessoas, ao contrário da verdade. Portanto, acabam levando a maior engajamento, como o Facebook acabou ‘descobrimo’ ao fazer que seu algoritmo desse um peso até cinco vezes maior quando se clica no ícone de raiva nos posts dos usuários, em relação ao tradicional ícone de ‘curtir’, influenciando diretamente no conteúdo que é exibido na linha do tempo dos usuários”. Cf. MIT Technology Review Brasil. **Fake News: o que pode ser feito?** 18 fev. 2022. Disponível em: https://mittechreview.com.br/fake-news-o-que-pode-ser-feito/?srsltid=AfmBOopdWYbVuwHajGHbV_dL8paZ9F22ExsqMonFYe51vAY2n171SCj. Acesso em: 13 set. 2025.

ainda mais grave, para o sistema como um todo, em decorrência de possíveis comportamentos coletivos dissociados da avaliação econômico-financeira tradicionalmente promovida no mercado de capitais, como evidenciado nos casos paradigmas analisados no capítulo anterior, destacando-se quanto a isso as palavras de Pitta (2013, p. 140), para quem:

Uma das explicações para esse tipo de comportamento reside justamente na racionalidade limitada dos indivíduos: diante de cenários decisórios complexos e marcados por incertezas, os indivíduos que dispõem de menos informações ou menos capacidade cognitiva para processar e compreender as informações disponíveis tendem a seguir os comportamentos observados quando da tomada de decisão, mesmo que uma decisão melhor fosse viável. Esse comportamento pode explicar alguns modismos no âmbito do mercado de valores mobiliários, levando a oscilações de preços em determinados valores mobiliários dissociadas dos fundamentos econômicos.

Assim, ainda que o tradicional modelo de *disclosure* permaneça sendo “o ponto de partida para qualquer intervenção estatal” no mercado de capitais (Wellisch, 2018, p. 203), ele não se mostra mais suficiente frente ao expressivo aumento da participação de investidores pessoa física e à nova realidade informacional que eles trazem ao mercado brasileiro: divulgação e consumo de informações não submetidas à fiscalização da autoridade reguladora.

Em outras palavras, o simples cumprimento, pelas emissoras, das exigências do *disclosure* não elimina a possibilidade de o mercado ser manipulado e de o processo de formação dos preços ser distorcido por informações compartilhadas em canais alternativos, situação essa que desafia a CVM a repensar seus modelos de *enforcement*, de modo a conjugá-los com medidas adicionais que possam alcançar atores que têm operado fora do tradicional perímetro regulado, beneficiando-se das lacunas existentes.

4.1 Caminhos de resposta reguladora: experiência internacional

A preocupação com os riscos decorrentes da nova realidade informacional no mercado de capitais, como visto no capítulo anterior, não é exclusivamente brasileira. Afinal, a participação dos investidores pessoa física nesse ambiente tem aumentado globalmente e, conforme constatado por pesquisa amostral²⁰⁹ realizada pelo Fórum Econômico Mundial, esses novos investidores: (i) são majoritariamente jovens – em 2022, mais de 70% dos investidores tinham menos de 45 anos; (ii) veem as redes sociais como uma importante fonte de informações para o processo de tomada de decisão de investimento; e (iii) “estão movimentando mercados,

²⁰⁹ WORLD ECONOMIC FORUM. **The Future of Capital Markets**: Democratization of Retail Investing. Genebra, 4 ago. 2022. Disponível em: https://www3.weforum.org/docs/WEF_Future_of_Capital_Markets_2022.pdf. Acesso em: 20 set. 2025.

influenciando investidores institucionais e gerando macro efeitos. Da saga das *meme stock* em 2021 [estopim do caso GameStop] à ascensão das criptomoedas, eles estão fazendo sua influência ser sentida em todo o ecossistema do mercado de capitais” (tradução nossa)²¹⁰.

Nesse contexto, os países que possuem mercados de valores mobiliários ainda mais desenvolvidos e com maior participação de pessoas físicas, tais como alguns países europeus e os Estados Unidos, têm sido os pioneiros na discussão regulatória sobre a relação entre as redes sociais e os mercados de capitais:

De robôs consultores a serviços de assinatura de carteiras de investimentos e educação incorporada em aplicativos, os mecanismos de aconselhamento são variados e estão em constante evolução. Canais como as redes sociais permitiram que mais pessoas fornecessem orientação financeira, porém, à medida que esses novos canais de aconselhamento cresceram, também cresceram as preocupações com a credibilidade da informação, regulamentação e licenciamento (tradução nossa)²¹¹.

É por isso que se mostra pertinente analisar as respostas das principais agências reguladoras internacionais – *European Securities and Markets Authority* (ESMA) e *Securities and Exchange Commission* (SEC) – para o enfrentamento dessa nova realidade que, conforme dados empíricos e casos emblemáticos também apresentados no capítulo anterior, não representa uma preocupação apenas teórica.

Quanto a isso, cumpre esclarecer que a análise ora proposta não visa defender uma indistinta e automática importação das normas jurídicas aplicadas pelos países europeus e pelos Estados Unidos, especialmente porque, conforme ensinam os juristas Davis e Trebilcock (2008), em um processo de identificação de possíveis reformas regulatórias, não se pode ignorar fatores históricos, econômicos, políticos e culturais que caracterizam a individualidade e a identidade de um país, sob pena de realizar um “transplante” que seja ineficiente ou até mesmo prejudicial ao contexto local, que apenas reforce o problema inicial.

A presente análise, portanto, visa mapear as respostas reguladoras internacionais como ponto de partida para o entendimento dos caminhos disponíveis e possíveis.

²¹⁰ “Retail investors are moving markets, influencing institutional investors and having macro effects. From 2021’s meme stock saga to the rise of cryptocurrency, they are making their influence felt throughout the capital markets ecosystem.” WORLD ECONOMIC FORUM, *Ibidem*, p. 20.

²¹¹ “From robo-advisers to investment portfolio subscription services and embedded in-app education, the mechanisms for advice are varied and evolving. Channels such as social media have enabled more people to provide financial guidance. But as these new channels for advice have grown, so have concerns about the credibility of information, regulation and licensing.” WORLD ECONOMIC FORUM, *op. cit.*, nota 209, p. 22.

4.1.1 União Europeia: definição de moldura regulatória ampla e geral

Em linha com a tendência global, a Europa tem observado, a cada ano que passa, um expressivo aumento da participação dos investidores pessoa física nos seus mercados de capitais e esses novos investidores também têm alterado a lógica informacional do mercado europeu.

Segundo resultados de uma pesquisa²¹² desenvolvida pela BlackRock, gestora global de investimentos, entre o início de 2022 e outubro de 2024, os mercados da Europa receberam 11 milhões de novos investidores pessoa física, todos residentes europeus, o que representou um aumento de 11% em menos de 2 anos²¹³.

Além disso, também como é observado globalmente, inclusive no Brasil, os novos investidores europeus²¹⁴: (i) são majoritariamente jovens (entre 25 e 34 anos); (ii) realizam suas próprias análises e operações de investimento, ou seja, sem o auxílio de gerentes, consultores e/ou assessores de investimento; e (iii) veem as redes sociais e os influenciadores digitais como importantes fontes de informação para o processo de tomada de decisão de investimento.

Para endereçar os riscos decorrentes dessa nova realidade, os países europeus partem de uma moldura regulatória comum, estabelecida pelo Regulamento (UE) n.º 596/2014 (*Market Abuse Regulation* – MAR), que estipula medidas de prevenção e de punição contra comportamentos abusivos em mercados financeiros, assim entendidos como “abuso de informação privilegiada, divulgação ilícita de informação privilegiada e manipulação de mercado” (tradução nossa)²¹⁵, com o objetivo de garantir a integridade dos mercados e assegurar a confiança dos investidores.

²¹² A pesquisa foi desenvolvida por amostragem, por meio da realização de entrevistas com adultos de 14 países europeus (Reino Unido, Alemanha, França, Espanha, Amsterdã, Suíça, Áustria, Suécia, Noruega, Dinamarca, Bélgica, Finlândia, Itália e Portugal). BLACKROCK. **People & Money**: The trends shaping investing in Europe. Outubro 2024. Disponível em: <https://www.blackrock.com/uk/literature/brochure/people-and-money-infographic-emea.pdf>. Acesso em: 21 set. 2025.

²¹³ Em outubro de 2024, 34% dos adultos europeus, assim consideradas as pessoas com mais de 18 anos, investiam no mercado de valores mobiliários, sendo que essa porcentagem varia bastante entre os países: nos países nórdicos, por exemplo, é de aproximadamente 50%, enquanto na Alemanha é de 38% e nos países ibéricos, que têm a menor porcentagem, é de aproximadamente 28%. Cf. BLACKROCK, *Ibidem*.

²¹⁴ Cf. BLACKROCK / ESMA. **Call for Evidence on the Retail Investor Journey**: Understanding Retail Participation in Capital Markets. Londres, 17 jul. 2025. Disponível em: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/esma-cfe-on-the-retail-investor-journey-071725.pdf>; e WORLD ECONOMIC FORUM, *op. cit.*, nota 209.

²¹⁵ EUROPEAN UNION. Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council, of 16 April 2014, on market abuse (Market Abuse Regulation). Considerando (7): “Market abuse is a concept that encompasses unlawful behaviour in the financial markets and, for the purposes of this Regulation, it should be understood to consist of insider dealing, unlawful disclosure of inside information and market manipulation. Such behaviour prevents full and proper market transparency, which is a prerequisite for trading for all economic actors in integrated financial markets.” **Official Journal of the European Union**, L 173/1, 12 jun. 2014. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj/eng>. Acesso em: 21 set. 2025.

Com o MAR, a orientação da União Europeia é para que a regulação de seus países membros apresente medidas relativas à manipulação de mercado que sejam adaptáveis a novas formas de atuação abusiva (considerando 38) e que deixem claro que mesmo atos tentados já configuram infração, sem necessidade de consumação (considerando 41).

No contexto da presente dissertação, destacam-se os exemplos – não taxativos – previstos no artigo 12º do MAR:

Para os fins do presente Regulamento, a manipulação de mercado compreenderá as seguintes atividades:

(a) realizar uma transação, inserir uma ordem de negociação ou qualquer outro comportamento que:

(i) dê, ou seja, suscetível de dar, sinais falsos ou enganosos quanto à oferta, demanda ou preço de um instrumento financeiro, de um contrato de mercadoria à vista relacionado ou de um produto leiloadado baseado em licenças de emissão;

[...] (c) disseminar informações por meio da mídia, incluindo a *internet*, ou por qualquer outro meio, que dê ou seja suscetível de dar sinais falsos ou enganosos quanto à oferta, demanda ou preço de um instrumento financeiro, de um contrato de mercadoria à vista relacionado ou de um produto leiloadado baseado em licenças de emissão, ou que assegure, ou seja suscetível de assegurar, o preço de um ou vários instrumentos financeiros, de um contrato de mercadoria à vista relacionado ou de um produto leiloadado baseado em licenças de emissão em nível anormal ou artificial, incluindo a disseminação de rumores, quando a pessoa que difundiu a informação soubesse ou devesse saber que a informação era falsa ou enganosa;

(d) aproveitar-se do acesso ocasional ou regular a meios de comunicação tradicionais ou eletrônicos para expressar opinião sobre um instrumento financeiro, contrato de mercadoria à vista relacionado ou produto leiloadado baseado em licenças de emissão (ou indiretamente sobre seu emissor), tendo previamente assumido posições nesse instrumento ou contrato e auferindo lucros do impacto da opinião externada sobre o preço, sem ter revelado simultaneamente ao público, de forma adequada e eficaz, tal conflito de interesse; [...] (tradução nossa, com supressões)²¹⁶.

O MAR, portanto, reconhece como manipulação de mercado qualquer comportamento que crie – ou tenha o potencial de criar – sinais falsos de mercado ou distorção artificial de

²¹⁶ “For the purposes of this Regulation, market manipulation shall comprise the following activities: (a) entering into a transaction, placing an order to trade or any other behaviour which: (i) gives, or is likely to give, false or misleading signals as to the supply of, demand for, or price of, a financial instrument, a related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances; [...] (c) disseminating information through the media, including the internet, or by any other means, which gives, or is likely to give, false or misleading signals as to the supply of, demand for, or price of, a financial instrument, a related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances or secures, or is likely to secure, the price of one or several financial instruments, a related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances at an abnormal or artificial level, including the dissemination of rumours, where the person who made the dissemination knew, or ought to have known, that the information was false or misleading; (d) the taking advantage of occasional or regular access to the traditional or electronic media by voicing an opinion about a financial instrument, related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances (or indirectly about its issuer) while having previously taken positions on that financial instrument, a related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances and profiting subsequently from the impact of the opinions voiced on the price of that instrument, related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances, without having simultaneously disclosed that conflict of interest to the public in a proper and effective way; [...]” EUROPEAN UNION, *ibidem*, p. 29-31.

preços, inclusive por meio da disseminação de informação²¹⁷ por mídias tradicionais ou pela *internet*, sendo importante destacar que, em que pese o MAR, de maneira geral, não exigir efetivo auferimento de lucro, para que reste caracterizado o específico exemplo de manipulação por meio de emissão de opinião em meios de comunicação (tradicionais ou eletrônicos), exige-se que o agente tenha, cumulativamente, deixado de revelar conflito de interesse decorrente de posição previamente assumida e auferido lucro subsequente à sua manifestação.

E, ainda que uma prática – ou tentativa de – manipulação de mercado ocorra por meio da *internet* e de redes sociais, o MAR determina que ela seja avaliada da mesma forma que seria se tivesse ocorrido via meios tradicionais de comunicação no mercado (considerando 48), daí decorrendo a importância da adaptabilidade da regulação.

Por fim, destaca-se que o MAR define “recomendação de investimento” como sendo informação destinada a canais de distribuição ou ao público em geral que, explícita ou explicitamente, recomende ou sugira uma estratégia de investimento relativa a um produto financeiro ou a uma entidade emissora, incluindo qualquer opinião quanto ao valor presente ou futuro desses produtos (definição 35), sendo que o seu artigo 20º traz as seguintes exigências:

As pessoas que produzam ou divulguem recomendações de investimento ou outras informações que recomendem ou sugiram uma estratégia de investimento deverão tomar os devidos cuidados para assegurar que tais informações sejam apresentadas de forma objetiva, bem como divulgar os seus interesses ou indicar conflitos de interesse relativos aos instrumentos financeiros a que essas informações digam respeito (tradução nossa)²¹⁸.

Para operacionalizar esse artigo 20º do MAR, a Comissão Europeia promulgou o Regulamento Delegado (UE) nº 2016/958, “com vista a determinar as modalidades técnicas para a comunicação objetiva das recomendações de investimento ou outras informações recomendando ou sugerindo estratégias de investimento, bem como da menção de interesses particulares ou de conflitos de interesses” (tradução nossa)²¹⁹.

²¹⁷ É importante frisar que a prática de manipulação de mercado prevista no MAR não depende sempre da disseminação de informações falsas ou enganosas. O regulamento também proíbe a manipulação pela disseminação de informações que, embora não sejam materialmente falsas, possam produzir sinais ao mercado capazes de distorcer os preços. Assim, por exemplo, uma simples publicação *on-line* convocando investidores a comprar ou vender produtos ou até mesmo uma expressão sugestiva – tal como aquela publicada pelo Elon Musk à época da controvérsia com a GameStop (“GameSTONK”) – podem ser consideradas manipulação de mercado se observados os requisitos da MAR.

²¹⁸ “Persons who produce or disseminate investment recommendations or other information recommending or suggesting an investment strategy shall take reasonable care to ensure that such information is objectively presented, and to disclose their interests or indicate conflicts of interest concerning the financial instruments to which that information relates.” EUROPEAN UNION, *op. cit.*, nota 215, p. 41.

²¹⁹ EUROPEAN UNION. Commission Delegated Regulation (EU) 2016/958, de 9 de março de 2016, supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the technical arrangements for objective presentation of investment recommendations or other information recommending or suggesting an investment strategy and for disclosure

Esse regulamento, frisa-se, é destinado a qualquer pessoa que produza ou dissemine recomendações ou estratégias de investimento, seja um profissional ou não (artigo 2º). A diferença está na intensidade das obrigações, pois, para os profissionais de mercado – incluindo terceiros que sejam contratados pelos entes regulados para realização de publicidade –, há exigências mais robustas quanto à apresentação dos conteúdos (artigo 4º), mas, para qualquer indivíduo que faça uma recomendação (profissional ou não), há exigência mínima de expressa indicação acerca da existência de possíveis conflitos de interesse (artigo 5º), nos seguintes termos:

As pessoas que produzirem recomendações deverão divulgar, em suas recomendações, todas as relações e circunstâncias que possam, razoavelmente, ser consideradas capazes de comprometer a objetividade da recomendação, incluindo interesses ou conflitos de interesse próprios ou de qualquer pessoa natural ou jurídica que atue em seu favor, sob contrato – inclusive de trabalho – ou por outro vínculo, e que tenha participado da elaboração da recomendação, no que tange a qualquer instrumento financeiro ou ao respectivo emissor a que a recomendação se relacione, direta ou indiretamente (tradução nossa)²²⁰.

Especificamente quanto ao compartilhamento de recomendações de investimento em redes sociais, em 6 de fevereiro de 2024, a ESMA publicou um alerta (*warning*) dirigido a todos os agentes do mercado – entes regulados ou não, incluindo expressamente os influenciadores digitais²²¹ –, reforçando que as redes sociais não são exceção ao regime geral do MAR, caso a informação divulgada “dê conselhos ou ideias, direta ou indiretamente, sobre a compra ou venda de um instrumento financeiro ou sobre como compor uma carteira de instrumentos financeiros” (tradução nossa)²²².

of particular interests or indications of conflicts of interest. **Jornal Oficial da União Europeia**: L 160, 17 jun. 2016. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/ALL/?uri=CELEX:32016R0958>. Acesso em: 22 set. 2025.

²²⁰ “Persons who produce recommendations shall disclose in their recommendations all relationships and circumstances that may reasonably be expected to impair the objectivity of the recommendation, including interests or conflicts of interest, on their part or on the part of any natural or legal person working for them under a contract, including a contract of employment, or otherwise, who was involved in producing the recommendation, concerning any financial instrument or the issuer to which the recommendation directly or indirectly relates”. EUROPEAN UNION, *ibidem*.

²²¹ “When posting on social media, transparency and accuracy are key, especially when making recommendations about investments. That is why, if you are a finance influencer, a technical expert, or someone with just interest in financial investments, you need to be aware of the rules established under the MAR Framework and be able to recognise an investment recommendation”. EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY – ESMA. Requirements when posting investment recommendations on social media. **ESMA News**, 6 fev. 2024. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/requirements-when-posting-investments-recommendations-social-media>. Acesso em: 22 set. 2025.

²²² “According to the MAR it can be any post, video, or any other type of public communications, including social media, in which a person gives advice or ideas, directly or indirectly, about buying or selling a financial instrument or on how to compose a portfolio of financial instruments. Even if a person is using ‘non-technical’ language, gives advice or ideas, directly or indirectly, about buying or selling a financial instrument or on how to compose a portfolio of financial instruments, it may constitute an investment recommendation”. ESMA, *ibidem*.

Destaca-se que, com esse *warning* de 2024, a ESMA reiterou a necessidade de *disclosure* de quaisquer conflitos de interesse, independentemente de a pessoa que divulgue a informação ser ou não um profissional de mercado²²³, além de ter advertido que, em caso de descumprimento dessa e das demais exigências, o agente infrator poderá sofrer sanções administrativas e penais²²⁴.

Em síntese, segundo a moldura regulatória comum aos países europeus, qualquer pessoa física ou jurídica, seja ela um ente regulado ou não – inclusive influenciadores digitais, autônomos ou contratados por outros profissionais –, deve informar eventuais conflitos de interesse ao se manifestarem sobre produtos financeiros em redes sociais (por ex.: posição prévia de compra ou venda), estando sujeitos a sanções caso as suas manifestações sejam enquadradas como manipulação de mercado, ainda que apenas em sua forma tentada.

E, a partir desse enquadramento geral, as diferentes jurisdições europeias promovem complementações próprias. Nos Países Baixos, por exemplo, a *Autoriteit Financiële Markten* – AFM, autoridade reguladora do mercado financeiro nacional, possui uma agenda²²⁵ similar à da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA, voltada ao mapeamento e análise da atuação dos chamados influenciadores de investimentos ou de finanças (*FinFluencers*) e, em dezembro de 2021, divulgou um relatório²²⁶ no qual asseverou:

Embora esses *finfluencers* forneçam informações sobre investimentos de forma facilmente acessível e, assim, atendam a uma demanda do público, quase todos atuam de maneira que gera riscos.

A AFM identificou os seguintes riscos associados ao modo como os *finfluencers* operam: prestação de aconselhamento de investimento sem a devida licença; ausência de diligência adequada na formulação de recomendações de investimento; recomendação de produtos de risco; atuação em parceria com empresas não licenciadas; recebimento de comissões pela captação de clientes.

Tais atividades estão sujeitas à regulamentação aplicável, que também incide sobre os *finfluencers*. Contudo, nem todos os *finfluencers* cumprem essas normas, tampouco todas as empresas de investimento que os remuneram (tradução nossa)²²⁷.

²²³ “The general set of requirements require any person producing investment recommendations to: [...] Disclose any conflicts of interest in a clear way, so investor would take notice of it. When recommendations are voiced via different social media channels, each of them must include a disclosure of interests or conflicts of interest”. ESMA, *op. cit.*, nota 221.

²²⁴ “What happens if you do not comply? You are exposed to sanctions. National Competent Authorities can impose administrative or criminal sanctions that may vary according to the member state for certain types of infringements”. ESMA, *op. cit.*, nota 221.

²²⁵ Autoriteit Financiële Markten – AFM. **Finfluencing**. Disponível em: <https://www.afm.nl/en/sector/themas/digitalisering/finfluencing>. Acesso em: 25 set. 2025.

²²⁶ Autoriteit Financiële Markten – AFM. **The pitfalls of “finfluencing”**. Amsterdam, 2021. Disponível em: https://www.afm.nl/~profmedia/files/publicaties/2021/pitfalls-of-finfluencing.pdf?sc_lang=en. Acesso em: 25 set. 2025.

²²⁷ “While these finfluencers provide easily accessible information about investing and thus meet a need, nearly all of them operate in ways that give rise to risks. The AFM has identified the following risks associated with

Esse relatório da AFM serviu de alerta ao mercado e aos influenciadores digitais, para reforçar a aplicação, tanto da moldura regulatória europeia, quanto das próprias regras locais já existentes, especialmente aquelas relativas ao exercício de atividade financeira regulada, tal como a consultoria de investimentos. A resposta regulatória dos Países Baixos, portanto, não se materializou na edição de novas normas, mas em iniciativas de monitoramento das redes sociais e na emissão de orientações de atuação, evidenciando a sua preocupação institucional com o tema.²²⁸

Nesse mesmo sentido também se dá a atuação da entidade responsável pela fiscalização do mercado financeiro alemão, a *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* – BaFin, que, até o momento, não criou uma lei específica para regular o compartilhamento *on-line* de informações sobre investimentos, mas tem buscado preencher lacunas interpretativas quanto aos novos formatos de potenciais atuações abusivas, o que tem sido feito por meio da emissão de *warnings* e de orientações gerais aos agentes de mercado para reforçar as exigências previstas no MAR, especialmente aquelas relacionadas à necessidade de revelar eventuais conflitos de interesse quando da divulgação de informações ou opiniões sobre produtos e serviços financeiros.

Em fevereiro de 2022, por exemplo, a BaFin emitiu um *warning* direcionado aos investidores, para alertá-los sobre os “riscos que surgem ao confiar em comentários relacionados a investimentos (sejam dicas ou conselhos de investimento) disponíveis em redes sociais, fóruns e serviços de mensagens, ao investir dinheiro” (tradução nossa)²²⁹. Já em fevereiro de 2025, a BaFin esclareceu²³⁰ ao mercado que, à luz das previsões do MAR e do próprio regulamento nacional, os influenciadores de investimentos ou de finanças estão

how influencers operate: Providing investment advice without being licensed to do so; Not taking adequate care in making investment recommendations; Recommending risky products; Working with unlicensed firms; Receiving referral fees for bringing in clientes. Regulations apply to the above-mentioned activities, which also apply to influencers. Not all influencers comply with these regulations, nor do all the investment firms that pay them.” AFM, *ibidem*, p. 3.

²²⁸ “The AFM will inform influencers about the legislation that applies to them and remind them of their responsibility to take note of and comply with this legislation. The AFM will contact investment firms regarding referral fees that are not permitted under the ban on inducements. The AFM will take enforcement action if necessary.” AFM, *op. cit.*, nota 226, p. 13.

²²⁹ “The aims of BaFin’s warning is to provide information on how to deal with risks that arise when relying on investment-related commentary (whether tips or investment advice) available on social networks, forums and messaging services when investing money (including copy trading).” PRICEWATERHOUSECOOPERS LEGAL. BaFin issues warning for investment advice and tips using social media or messenger services. **RegCORE Client Alert**, mar. 2022. Disponível em: <https://legal.pwc.de/content/services/regcore-client-alert/pwc-financial-services-bafin-issues-warning-for-investment-advice-and-tips-using-social-media-or-messenger-services.pdf>. Acesso em: 26 set. 2025.

²³⁰ UNDESANSTALT FÜR FINANZDIENSTLEISTUNGSAUFSICHT (BaFin). Merkblatt – Hinweise zum Tatbestand der Anlageberatung. 10 fev. 2025. Disponível em: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_250210_anlageberatung.html?nn=19659504. Acesso em: 26 set. 2025.

cruzando a linha que caracteriza o exercício de atividade regulada (consultoria de investimentos), que, ao ser exercida irregularmente, sem a devida autorização para tanto, pode ensejar a aplicação de sanções administrativas²³¹.

De modo geral, portanto, as jurisdições europeias partem da aplicação do MAR e do Regulamento Delegado (UE) nº 2016/958, bem como da adaptação de regras nacionais já existentes, emitindo alertas e esclarecimentos de caráter educativo, interpretativo e repressivo, mas sem criar regras para o endereçamento dos específicos riscos decorrentes de manipulação de mercado via *internet* e redes sociais.

4.1.1.1 O pioneirismo francês: da Lei dos Influenciadores aos novos formatos de comunicação com os jovens investidores

A França, por sua vez, tem sido a pioneira no que diz respeito à regulação da atividade dos influenciadores digitais, ou seja, quanto a esse tema, ela não se limita a adaptar a regulação já existente.

Em 2021, a entidade autorreguladora de publicidade francesa (*Autorité de Régulation Professionnelle de la Publicité* – ARPP) lançou o chamado “Certificado de Influência Responsável”, uma certificação que pode ser voluntariamente obtida pelos influenciadores digitais de qualquer setor, servindo como uma marca de credibilidade perante o público em geral. O certificado é atualmente reconhecido em toda a União Europeia e, para obtê-lo, o interessado deve participar de um curso de formação *on-line* sobre o seu setor de atuação e sobre boas práticas em *marketing* de influência, devendo ser, ao final, aprovado em uma prova aplicada pela ARPP.²³²

Essa iniciativa foi bem recebida pelo empresariado e muitas marcas passaram a contratar apenas influenciadores digitais certificados, o que os incentiva a obter a certificação, ainda que não exista exigência formal²³³. E, em 2023, após parceria firmada com a *Autorité des Marchés Financiers* – AMF (órgão regulador do mercado financeiro francês), a ARPP passou a fornecer um certificado específico para os influenciadores de investimentos ou de finanças, o que exige

²³¹ “If they are considered responsible for disseminating investment strategy recommendations or investment recommendations under the European Market Abuse Regulation (EU) 596/2014 (“MAR”), they must notify BaFin accordingly. Failure to comply can result in significant fines of up to EUR 50,000. Additionally, finfluencers may be required to organize their activities in a way that minimizes conflicts of interest. If a finfluencer is compensated based on the transactions they influence, this could pose a significant challenge.” STREIBLE, Jörg. BaFin and the Finfluencers – Part 2. *PayTechLaw*, 20 fev. 2025. Disponível em: <https://paytechlaw.com/en/bafin-and-the-finfluencers-part-2/>. Acesso em: 26 set. 2025.

²³² ARPP. **Influence responsable**. Certificat de l’Influence Commerciale Responsable et ressources associées. França, ARPP. Disponível em: <https://www.arpp.org/influence-responsable/>. Acesso em: 23 set. 2025.

²³³ De acordo com a ARPP, grandes empresas como a L’Oreal França e LCL buscam trabalhar apenas com influenciadores digitais certificados, que, em 23 de setembro de 2025, eram 2.240 no total. ARPP, *ibidem*.

a realização de um módulo a mais do curso geral, com prova final que aborda, entre outros pontos, divulgação de riscos e conflitos de interesse²³⁴.

Essa parceria decorre de um contexto social no qual, segundo a AMF, mais da metade dos novos investidores pessoa física nos mercados financeiros francês, que passaram a acessar esse ambiente desde 2020, considera as redes sociais como fonte primária de informação (54%), seguida dos influenciadores digitais (29%).²³⁵

Atento a esse mesmo contexto, o Ministério da Economia francês promoveu, também em 2023, uma consulta pública sobre o tema, que resultou na promulgação da Lei nº 2023-451, conhecida como “Lei dos Influenciadores” – a primeira nesse sentido em todo o mundo²³⁶ –, que traz a seguinte definição em seu artigo 1º:

Exercent atividade de influência comercial por meio eletrônico as pessoas físicas ou jurídicas que, mediante remuneração, utilizam sua reputação junto a sua audiência para comunicar ao público, por meio eletrônico, conteúdo destinado a promover, direta ou indiretamente, bens, serviços ou qualquer causa (tradução nossa)²³⁷.

Além de trazer definições gerais, a Lei dos Influenciadores avançou para proibir expressamente a promoção de produtos financeiros por ela considerados de alto risco, tais como contratos derivativos e criptoativos em geral, a não ser que o influenciador digital esteja devidamente registrado ou seja autorizado para tanto pela AMF, sob pena de sofrer sanções

²³⁴ MF & ARPP. The AMF and the ARPP launch the Responsible Influence Certificate in Finance. Communiqué de presse, 7 set. 2023. Disponível em: <https://www.amf-france.org/en/news-publications/news-releases/amf-and-arpp-launch-responsible-influence-certificate-finance>. Acesso em: 23 set. 2025.

²³⁵ “Since 2020, the AMF has observed the arrival of more than one million new investors on France's financial markets. The majority (54%) of these new investors, who are generally younger than traditional investors, hold crypto-assets and they primarily get their information from friends and family, or social media, which is the number one source among 18-24 year olds (41%). A large majority of these new investors (89%) say they play online video games and consider their priority to be making money very quickly from their investments (73%). They also tend to overestimate their level of financial knowledge.” AMF. Autorité des marchés financiers (AMF) launches major financial education campaign aimed at the young. **Communiqué de presse**, 11 jan. 2024. Disponível em: <https://www.amf-france.org/en/news-publications/news-releases/amf-news-releases/autorite-des-marches-financiers-amf-launches-major-financial-education-campaign-aimed-young>. Acesso em: 27 set. 2025.

²³⁶ VANZA, Márcia; BIGAS, Bárbara. França: primeiro país europeu a regulamentar marketing de influenciadores digitais. E no Brasil? **Rádio USP**, 14 jul. 2023. Disponível em: <https://jornal.usp.br/radio-usp/franca-primeiro-pais-a-regulamentar-marketing-de-influenciadores-digitais-e-no-brasil/>. Acesso em: 23.09.2025.

²³⁷ “Les personnes physiques ou morales qui, à titre onéreux, mobilisent leur notoriété auprès de leur audience pour communiquer au public, par voie électronique, des contenus visant à faire la promotion, directement ou indirectement, de biens, de services ou d'une cause quelconque exercent l'activité d'influence commerciale par voie électronique.” FRANÇA. Lei nº 2023-451, de 9 de junho de 2023, visant à encadrer l'influence commerciale et à lutter contre les dérives des influenceurs sur les réseaux sociaux. Art. 1er. **Journal officiel de la République française**, n. 133, 10 jun. 2023. Disponível em: <https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000047663185>. Acesso em: 23 set. 2025.

administrativas, sem prejuízo de eventual responsabilização penal, em atenção às disposições do Código de Defesa do Consumidor da França²³⁸.

Apesar de essa proibição não alcançar valores mobiliários convencionais, como as ações, a Lei nº 2023-451 exige a adoção, pelos influenciadores digitais de todos os setores, do seguinte cuidado para a divulgação, em qualquer formato virtual, de produtos e serviços (artigo 5º): utilização clara, legível e identificável da palavra “publicidade” ou da expressão “colaboração comercial”, sob pena de sofrer sanções administrativas e penais, incluindo pena de prisão por até 2 anos.

A Lei dos Influenciadores, ainda, obriga os operadores de plataformas digitais, tais como as redes sociais, não só a tratarem com prioridade as notificações enviadas pelas autoridades reguladoras, disponibilizando a elas informações sobre os influenciadores digitais, mas a atuarem ativamente contra violações à Lei nº 2023-451 (artigos 11º e 15º).

Assim, ao avançar para além da aplicação do MAR e do Regulamento Delegado (UE) nº 2016/958, bem como da adaptação de regras nacionais já existentes, a França²³⁹ tem sido pioneira – não só na Europa, mas em todo o mundo – na criação de regras específicas para o endereçamento dos riscos decorrentes da nova realidade informacional no mercado financeiro.

Por fim, destaca-se que, além de promover análises e inovações regulatórias, as autoridades francesas têm buscado adaptar o formato e a linguagem das suas comunicações com os novos investidores pessoa física, com o intuito de torná-las mais atrativa para os jovens

²³⁸ “[...] Est interdite pour les personnes exerçant l'activité d'influence commerciale par voie électronique la promotion, directe ou indirecte, des produits et des services financiers suivants: 1º Les contrats financiers définis à l'article L. 533-12-7 du code monétaire et financier; 2º La fourniture de services sur actifs numériques, au sens de l'article L. 54-10-2 du même code, à l'exception de ceux pour la fourniture desquels l'annonceur est enregistré dans les conditions prévues à l'article L. 54-10-3 dudit code ou agréé dans les conditions prévues à l'article L. 54-10-5 du même code; 3º Les offres au public de jetons, au sens de l'article L. 552-3 du même code, sauf lorsque l'annonceur a obtenu le visa prévu à l'article L. 552-4 du même code; 4º Les actifs numériques, à l'exception soit de ceux liés à des services pour la fourniture desquels l'annonceur est enregistré dans les conditions prévues à l'article L. 54-10-3 du même code ou agréé dans les conditions prévues à l'article L. 54-10-5 du même code, soit du cas où l'annonceur n'entre pas dans le champ des articles L. 54-10-3 et L. 54-10-5 du même code. Les manquements aux dispositions du présent V sont passibles des sanctions prévues au cinquième alinéa de l'article L. 222-16-1 et à l'avant-dernier alinéa de l'article L. 222-16-2 du code de la consommation”. FRANÇA, *ibidem*, Art. 4er.

²³⁹ Destaca-se que, mesmo antes da criação da Lei dos Influenciadores, a França já estava atenta à essa atividade e há anos repreende influenciadores digitais que desrespeitam as exigências que foram estabelecidas pelo MAR e pelo Regulamento Delegado (UE) nº 2016/958. Em julho de 2021, por exemplo, o Serviço Nacional de Investigação da Direção Geral de Concorrência, Consumidor e Controle de Fraudes da França (DGCCRF) investigou a influenciadora francesa Nabilla Benattia-Vergara por atos por ela praticados em janeiro de 2018, na rede social Snapchat. Segundo apurado, ela promovia uma plataforma de serviços de treinamento de investimentos, mas sem divulgar ao público que se tratava de uma parceria paga, o que lhe rendeu uma multa de 20.000 euros. Cf. FRANÇA. Ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique. Paiement d'une amende de 20 000 € par l'influenceuse Nabilla BENATTIA-VERGARA, pour pratiques commerciales trompeuses sur les réseaux sociaux. Communiqué de presse, 28 jul. 2021. Disponível em: <https://www.economie.gouv.fr/dgccrf/actualites/paiement-dune-amende-de-20-000eu-par-linfluenceuse-nabilla-benattia-vergara-pour>. Acesso em: 27 set. 2025.

investidores. A AMF, por exemplo, em outubro de 2024, lançou uma ampla campanha de educação financeira baseada em vídeos, jogos, desenhos animados e infográficos, que são constantemente divulgados nas redes sociais²⁴⁰.

4.1.2 Estados Unidos: adaptabilidade das regras já existentes e atos emblemáticos de “enforcement”

Os Estados Unidos não são exceção à tendência global e eles também têm observado, nos últimos anos, o aumento da participação das pessoas físicas no mercado de capitais nacional, especialmente a partir de 2020 – em apenas 2 anos, aproximadamente 30 milhões de investidores pessoa física passaram a acessar esse ambiente²⁴¹ –, quando o país passou a ter mais de 50% da sua população adulta investindo no mercado de valores mobiliários²⁴².

Já no final do primeiro semestre de 2025, os investidores pessoa física eram responsáveis por aproximadamente 20% do volume diário de negociações de ações no país²⁴³ e, apenas no mês de julho de 2025, adquiriram mais de 10 bilhões de dólares em ações²⁴⁴, dados esses que demonstram o poder e a influência que os investidores pessoa física atualmente representam para o mercado estadunidense, o que inclusive já havia sido demonstrado ao mundo, ainda em 2021, a partir dos eventos envolvendo as ações da GameStop.

E, também como é observado globalmente, inclusive no Brasil e na Europa, os novos investidores estadunidenses²⁴⁵: (i) são majoritariamente jovens, com menos de 45 anos (66%), sendo que uma expressiva parcela tem entre 18 e 29 anos (22%); (ii) realizam suas próprias análises e operações de investimento, ou seja, sem o auxílio de gerentes, consultores e/ou assessores; e (iii) veem as redes sociais e os influenciadores digitais como importantes fontes de informação para o processo de tomada de decisão de investimento.

²⁴⁰ AMF, *op. cit.*, nota 226.

²⁴¹ EINHORN, Nick; FISCH, Jill E.; RICCI, Sergio A. Gramitto; LE, Monique; SAUTTER, Christina M. **The Retail Investor Report**. University of Missouri-Kansas City School of Law – UMKC School of Law Institutional Repository, 2023, p. 3. Disponível em: https://irlaw.umkc.edu/faculty_works/928/. Acesso em: 27 set.2025.

²⁴² CNN BRASIL. **Estados Unidos têm mais de uma bolsa de valores; entenda a diferença entre elas**. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/investimentos/estados-unidos-tem-mais-de-uma-bolsa-de-valores-entenda-a-diferenca-entre-elas/>. Acesso em: 27 jul. 2025.

²⁴³ COINLAW. **Retail Investing Statistics 2025: Key Trends Shaping the Market**. Disponível em: <https://coinlaw.io/retail-investing-statistics/>. Acesso em: 27.09.2025.

²⁴⁴ SCHEID, Brian. Retail investors boost US equity buying, institutions slow stock selling in July. **S&P Global Market Intelligence**, 11 ago. 2025. Disponível em: <https://www.spglobal.com/market-intelligence/en/news-insights/articles/2025/8/retail-investors-boost-us-equity-buying-institutions-slow-stock-selling-in-july-91965131>. Acesso em: 27 set. 2025.

²⁴⁵ S&P GLOBAL. **Retail Investors: A Changing Landscape**, 2022. Disponível em: <https://cdn.ihsmarkit.com/www/pdf/0622/SP-Global-and-Stockperks-Retail-Investors-Report.pdf>. Acesso em: 27 set. 2025.

Quanto a esse último ponto, destaca-se que uma pesquisa²⁴⁶ realizada pela *Financial Industry Regulatory Authority* – FINRA (entidade autorreguladora que supervisiona corretoras de valores mobiliários e profissionais que nelas atuam), em dezembro de 2022, concluiu que a maior parte dos novos investidores estadunidenses com até 35 anos utiliza as redes sociais como principal fonte de informação de investimentos (60%), sendo que, entre aqueles que possuem entre 35 e 55 anos, o percentual ainda é elevado (35%).

Diante desse cenário, a lógica informacional do mercado de capitais dos Estados Unidos também tem se alterado drasticamente:

A nova geração de investidores pessoa física apresenta características profundamente distintas em relação ao perfil tradicionalmente observado. No passado, a maior parte da interação com investidores individuais concentrava-se em questionamentos acerca de dividendos. Esse cenário, contudo, transformou-se por completo.

Atualmente, os investidores pessoa física exercem maior influência no mercado e dedicam mais tempo à pesquisa sobre ações, o que altera de modo significativo o processo decisório dos novos participantes. Nesse sentido, pesquisa realizada pela *Fidelity* junto a jovens investidores revelou que integrantes da geração Z “são os mais propensos a afirmar que recorrem a influenciadores de redes sociais para se educar sobre investimentos” (tradução nossa)²⁴⁷.

Constata-se o surgimento de uma nova geração de investidores mais jovens e menos experientes, cujos comportamentos e atitudes em relação ao investimento diferem substancialmente dos observados em gerações anteriores. Os investidores mais jovens tendem, em maior medida que os mais velhos, a investir por razões distintas do ganho de longo prazo, como responsabilidade social, entretenimento ou interação social. Revelam também maior propensão a utilizar aplicativos móveis de negociação e a se engajar em investimentos de maior risco, tais como criptomoedas, opções, as chamadas *meme stocks* e operações alavancadas. A maioria desses investidores mais jovens recorre às redes sociais como fonte de informação para suas decisões de investimento.

Adicionalmente, parte desse grupo mais jovem pode não estar devidamente preparada para assumir os riscos que incorrem. Embora se percebam como detentores de conhecimento sobre investimentos, apresentam desempenho inferior ao dos investidores com 35 anos ou mais em testes de conhecimento: fornecem menos respostas corretas e mais respostas incorretas.

À medida que os mercados evoluem, será imperativo que formuladores de políticas públicas, reguladores e educadores repensem os instrumentos e canais utilizados para educar e proteger tanto os investidores tradicionais de longa data quanto essa nova geração emergente de investidores (tradução nossa)²⁴⁸.

²⁴⁶ FINRA INVESTOR EDUCATION FOUNDATION. **Investors in the United States: The Changing Landscape**. Dez. 2022. Disponível em: <https://www.finrafoundation.org/sites/finrafoundation/files/NFCS-Investor-Report-Changing-Landscape.pdf>. Acesso em: 27 set. 2025.

²⁴⁷ “The new breed of retail investor is dramatically different from what we have seen in the past. Traditionally, the bulk of interaction with retail investors consisted of questions about dividends. This has completely changed. Today’s retail investors are more influential and spend more time researching stocks. And, because of these factors, the decision-making process for newer retail investors is different as well. Fidelity reported in a survey of young investors that Gen Zers “was most likely to say that they turn to social media influencers to educate themselves on investing.” S&P GLOBAL, *op. cit.*, nota 245, p. 4.

²⁴⁸ “Findings reveal a new generation of younger and less experienced investors that is vastly different from older generations in their investment behaviors and attitudes. Younger investors are more likely than older investors to be investing for reasons other than long-term gains, such as social responsibility, entertainment, or social activity. They are more likely than older investors to use mobile trading apps and to engage in riskier

Para endereçar os riscos decorrentes dessa nova realidade, os Estados Unidos partem da moldura jurídica assentada pelas leis federais analisadas no segundo capítulo (*Securities Act of 1933* e *Securities Exchange Act of 1934*), que, entre as regras gerais nelas previstas, estipulam medidas de prevenção e de punição contra comportamentos considerados abusivos no mercado de capitais.

O *Securities Act*, por exemplo, em sua 17ª seção²⁴⁹, estabelece que será considerado ilegal qualquer artifício, transação ou prática – inclusive na forma tentada – que fraude a oferta ou a venda de valores mobiliários, bem como que engane os adquirentes, o que pode se dar por meio da divulgação de informações falsas ou da omissão de informações necessárias (violação ao dever de *disclosure*).

Além disso, destaca-se que, há quase 100 anos, essa mesma seção do *Securities Act* já reconhecia a ilicitude da prática, por qualquer pessoa, de divulgação de informações sobre valores mobiliários, por meio de qualquer material (os exemplos no texto são anúncios em jornal e cartas circulares enviadas pelos correios), sem o devido *disclosure* da existência de contraprestação pela divulgação.

Nesse mesmo sentido, a 10ª seção²⁵⁰ do *Securities Exchange* proíbe o uso, por qualquer pessoa, de “dispositivo manipulador ou enganoso” na compra ou na venda de valores mobiliários registrados no país. De forma complementar, em 1942, a SEC editou a *Rule 10b-5*, que assim detalha essa proibição:

Será ilícito para qualquer pessoa, direta ou indiretamente, mediante o uso de qualquer

investments such as cryptocurrencies, options, so-called “meme stocks,” and margin purchases. A majority of younger investors use social media as a source of investment information. In addition, some younger investors may be less well-equipped to take on the risks they are carrying. They perceive themselves as knowledgeable about investing, despite having both fewer correct answers and more incorrect answers on the investor knowledge quiz than those 35 and older. As the markets evolve, it will be imperative for policy makers, regulators, and educators to rethink the tools and channels they use to educate and protect both long-time investors and the rising generation of new investors.” FINRA, *op. cit.*, nota 246, p. 30.

²⁴⁹ “It shall be unlawful for any person in the offer or sale of any securities (including security-based swaps) or any security-based swap agreement (as defined in section 3(a)(78) of the Securities Exchange Act 27) by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or by use of the mails, directly or indirectly (1) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, or (2) to obtain money or property by means of any untrue statement of a material fact or any omission to state a material fact necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading; or (3) to engage in any transaction, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon the purchaser.” UNITED STATES. *Securities Act of 1933*, Sec. 17. Public Law 73-22, 48 Stat. 74, codified at 15 U.S.C. § 77q.

²⁵⁰ “It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities Exchange [...] (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securitiesbased swap agreement any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.” UNITED STATES. *Securities Exchange Act of 1934*, Sec. 10. Public Law 73-291, 48 Stat. 881, codified at 15 U.S.C. § 78j.

meio ou instrumentalidade do comércio interestadual, ou do serviço postal, ou de qualquer instalação de uma bolsa nacional de valores mobiliários:

- (a) empregar qualquer dispositivo, esquema ou artifício para fraudar;
- (b) fazer qualquer declaração falsa de fato relevante ou omitir a declaração de fato relevante necessário para que as declarações feitas não se tornem enganosas, consideradas as circunstâncias em que foram proferidas; ou
- (c) engajar-se em qualquer ato, prática ou curso de negócios que opere ou possa operar como fraude ou engano contra qualquer pessoa, em conexão com a compra ou venda de qualquer valor mobiliário (tradução nossa)²⁵¹.

Da forma como escritas, portanto, as leis federais de 1933 e 1934, bem como a regulamentação de 1942, são amplas o suficiente para alcançarem práticas consideradas abusivas no novo contexto trazido pela *internet*. Esse arcabouço regulatório, que à época da sua edição endereçava preocupações do mercado quanto às publicações em jornal e às correspondências trocadas pelos correios, passou a ser interpretado à luz dos atuais meios de comunicação.

Quanto a esse aspecto, portanto, a lógica é a mesma do MAR europeu, cuja redação ampla também não foca nos meios de comunicação, mas sim em impedir a formação de um mercado artificial a partir da divulgação de informações falsas, distorcidas ou fora de contexto, o que faz com que essa moldura regulatória dos Estados Unidos possa ser adaptada à evolução tecnológica que revolucionou os meios de comunicação, podendo alcançar, por exemplo, eventuais práticas de manipulação de mercado ou de fraude envolvendo valores mobiliários, que sejam promovidas por meio de postagens em redes sociais, ainda que tenha surgido muito antes disso.²⁵²

Com efeito, justamente com base na exigência de *disclosure* prevista na 17ª seção do *Securities Act* de 1933, a SEC celebrou um acordo²⁵³, em outubro de 2022, com a influenciadora digital Kimberly Kardashian, que concordou em pagar uma multa no valor de 1 milhão de dólares por ter publicado, na rede social do Instagram, uma mensagem promovendo a compra de uma criptomoeda chamada EthereumMax sem, contudo, ter revelado ao público que havia

²⁵¹ “It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.” UNITED STATES. *Securities and Exchange Commission*. Rule 10b-5 – Employment of manipulative and deceptive devices. 17 C.F.R. § 240.10b-5 (1942).

²⁵² Nesse mesmo sentido, cf. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). *Finfluencers: Final Report* (Pub. Doc. No. 795). 2025 p. 32. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCPD795.pdf>. Acesso em: 27 set. 2025.

²⁵³ UNITED STATES. SEC (Securities and Exchange Commission). *Order Instituting Cease-and-Desist Proceedings Pursuant to Section 8A of the Securities Act of 1933, Making Findings, and Imposing a Cease-and-Desist Order — In re Kimberly Kardashian*, Release No. 33-11116 (3 out. 2022). Disponível em: <https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2022/33-11116.pdf>. Acesso em: 27 set. 2025.

sido paga para tanto. À época da postagem, ela possuía mais de 225 milhões de seguidores²⁵⁴ e o fato de ter incluído uma indicação de que a publicação se tratava de uma publicidade não foi considerado suficiente para atender aos requisitos do *Securities Act*.

Para além das leis federais de 1933 e 1934, bem como da regulamentação de 1942, também cumpre destacar, no contexto da presente dissertação, o *Investment Advisers Act* de 1940, que permanece regulamentando a atividade de consultoria de investimento e, apesar de não possuir uma definição de “recomendação de investimento”, tal como feito pelo MAR europeu, o diploma define que será considerada um consultor (*investment adviser*) qualquer pessoa que, “mediante compensação, exerça a atividade de aconselhar terceiros, seja diretamente ou por meio de publicações ou escritos, quanto ao valor de valores mobiliários ou quanto à conveniência de investir, adquirir ou alienar valores mobiliários” (tradução nossa)²⁵⁵.

Para exercer essa atividade, faz-se necessária a obtenção de uma licença de atuação perante a SEC ou perante as autoridades estaduais, a depender do tamanho da carteira de ativos sob a gestão do consultor (Seções 203 e 203A), sob pena de sofrer sanções variadas, no âmbito administrativo, civil e/ou penal, que inclui a possibilidade de pena de prisão de até 5 anos (Seções 203E, 203F, 209 e 217).

Além disso, os consultores de investimento devem cumprir com as regras de *disclosure*, que dizem respeito à divulgação de possíveis conflitos entre seus próprios interesses – não só financeiros, mas de qualquer ordem – e os interesses dos seus clientes (Seções 206 e 211). Nos Estados Unidos, portanto, ao contrário da ampla exigência europeia, não há obrigação geral de *disclosure* para qualquer pessoa que dê conselhos ou ideias, direta ou indiretamente, sobre a compra ou venda de um instrumento financeiro ou sobre como compor uma carteira de instrumentos financeiros: a exigência regulatória em questão se aplica apenas para quem, nos termos acima, atua como *investment adviser*.

Quanto à atividade de consultoria de investimento, ainda, destaca-se o *Modernized Marketing Rule*, um conjunto de normas da SEC que, desde 2021, disciplina a publicidade e o *marketing* praticados especificamente pelos consultores de investimento²⁵⁶:

²⁵⁴ FAGERBAKER, Matthew. Kim Kardashian fined by SEC for promoting cryptocurrency without disclosure. CNN Business, 3 out. 2022. Disponível em: <https://edition.cnn.com/2022/10/03/investing/kim-kardashian-sec-fine>. Acesso em: 27 set. 2025.

²⁵⁵ UNITED STATES. Investment Advisers Act of 1940. Emendas compiladas (COMPS-1878). Definição nº 11: “‘Investment adviser’ means any person who, for compensation, engages in the business of advising others, either directly or through publications or writings, as to the value of securities or as to the advisability of investing in, purchasing, or selling securities.” Disponível em <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1878/pdf/COMPS-1878.pdf>. Acesso em: 28 set. 2025.

²⁵⁶ UNITED STATES. SEC (Securities and Exchange Commission). Investment Adviser Marketing – Final Rule (Release No. IA-5653). Washington: SEC, 2020. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/rules/final/2020/ia-5653.pdf>. Acesso em: 28 set. 2025.

Nas décadas que se seguiram à adoção das regras atuais, as práticas de publicidade e indicação evoluíram. A tecnologia utilizada para comunicação avançou, as expectativas dos investidores que buscam serviços de consultoria mudaram e os perfis do setor de consultoria de investimentos se diversificaram. A nova regra de marketing reconhece essas mudanças e a experiência da Comissão na administração das regras atuais. As reformas permitirão que os consultores forneçam aos investidores informações úteis à medida que escolhem entre consultores de investimentos e serviços de consultoria, sujeitos a condições razoavelmente elaboradas para prevenir fraudes (tradução nossa)²⁵⁷.

E, entre as “condições razoavelmente elaboradas para prevenir fraudes”, destacam-se: (i) a exigência de *disclosure* claro quando o ente regulado utiliza um influenciador digital para divulgar seus serviços ou produtos (Seção 1B-2), devendo ser indicado que se trata de um conteúdo pago ou incentivado de alguma forma, além do dever de revelar as condições materiais da relação como, por exemplo, o valor do pagamento ou o benefício recebido pelo influenciador; e (ii) o dever de os consultores supervisionarem os conteúdos divulgados pelos influenciadores por eles contratados (Seção 1B-3).

Novamente, observa-se que o foco regulatório está no ente regulado, do que tem decorrido a investigação de diversos *investment advisers*, como a que levou à celebração de um acordo, em fevereiro de 2024, entre a SEC e a empresa de consultoria de investimentos *Van Eck Associates Corporation*: por ter deixado de cumprir com o seu dever de *disclosure* e não ter indicado a realização de uma parceria com um influenciador digital que divulgou um valor mobiliário por ela negociado, a empresa de consultoria concordou em realizar o pagamento de uma multa no valor de 1,75 milhão de dólares²⁵⁸.

Sem prejuízo desse evidente foco regulatório, as autoridades estadunidenses, assim como as europeias, têm se valido da elaboração de diretrizes destinadas aos influenciadores digitais. Em 2023, por exemplo, a *Federal Trade Commission* – FTC (agência governamental dos Estados Unidos responsável pela proteção dos interesses dos consumidores), publicou um guia que detalha como os influenciadores – incluindo os de finança e de investimentos – e os profissionais que o contratam podem atuar em conformidade com as regras existentes,

²⁵⁷ “In the decades since the adoption of the current rules, advertising and referral practices have evolved. The technology used for communications has advanced, the expectations of investors seeking advisory services have changed, and the profiles of the investment advisory industry have diversified. The new marketing rule recognizes these changes and the Commission’s experience administering the current rules. The reforms will allow advisers to provide investors with useful information as they choose among investment advisers and advisory services, subject to conditions that are reasonably designed to prevent fraud.” UNITED STATES. SEC (Securities and Exchange Commission). SEC Adopts Modernized Marketing Rule for Investment Advisers. Press Release 2020-334, Washington, 22 dez. 2020. Disponível em: <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2020-334>. Acesso em: 28 set. 2025.

²⁵⁸ UNITED STATES. Securities and Exchange Commission. SEC Charges Van Eck Associates for Failing to Disclose Influencer’s Role in Connection with ETF Launch. Press Release 2024-20, Washington, 16 fev. 2024. Disponível em: <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2024-20>. Acesso em: 28 set. 2025.

especialmente no que diz respeito à necessidade de *disclosure* acerca da existência de contraprestação pelas publicidades²⁵⁹.

De forma complementar, elas também têm se valido da emissão de alertas gerais ao mercado e aos investidores, como os que são emitidos pela SEC para sensibilizá-los quanto aos riscos decorrentes de uma tomada de decisão de investimento baseada exclusivamente em conteúdos postados em redes sociais²⁶⁰. A FINRA, por sua vez, em setembro de 2024, lançou uma campanha de educação financeira e sobre os riscos de as redes sociais promoverem fraudes em investimentos, que é baseada em *memes*, vídeos e desenhos destinados às redes sociais, isso com o intuito de adaptar a linguagem da comunicação, para torná-la mais atrativa para os jovens investidores²⁶¹.

Em síntese, os Estados Unidos partem da aplicação e da adaptação de regras nacionais já existentes – algumas, inclusive, quase centenárias –, reforçando-as por meio de atos de *enforcement* em casos que servem de exemplo ao mercado (por ex.: Kim Kardashian e Van Eck), bem como por meio da emissão de alertas e esclarecimentos de caráter educativo e interpretativo, mas sem criar regras específicas para o endereçamento dos reconhecidos riscos decorrentes da nova realidade informacional do mercado de capitais.

Por fim, quanto à exigência de *disclosure*, observa-se que o foco recai sobre a relação entre os entes regulados e influenciadores por eles contratados, inexistindo uma ampla obrigação de *disclosure* que alcance influenciadores autônomos ou qualquer pessoa que fale sobre valores mobiliários em redes sociais. Trata-se, portanto, de uma escolha regulatória menos preventiva do que a europeia e que, embora seja capaz de punir condutas abusivas *a posteriori* pelas normas antifraude gerais, mantém uma lacuna normativa que pode beneficiar os atores que atuam à margem do regime informacional obrigatório – tais como os

²⁵⁹ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). **Finfluencers**: Final Report (Pub. Doc. No. 795). 2025, p. 32. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD795.pdf> e UNITED STATES. FEDERAL TRADE COMMISSION (FTC). **Guides Concerning the Use of Endorsements and Testimonials in Advertising — Endorsements, Influencers & Reviews**. Disponível em: <https://www.ftc.gov/business-guidance/advertising-marketing/endorsements-influencers-reviews>. Acessos em: 28 set. 2025.

²⁶⁰ UNITED STATES. SEC / Investor.gov. Social Media and Investment Fraud Investor Alert. Disponível em: <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-alerts/social-media-and-investment-fraud-investor-alert>; SEC / Investor.gov. Finfluencers, Celebrities & Social Media. Disponível em: <https://www.investor.gov/additional-resources/spotlight/directors-take/finfluencers-celebrities-social-media>; e SEC / Investor.gov. Technology and Digital Finance — World Investor Week 2024 Investor Bulletin. Disponível em: <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins/technology-and-digital-finance-world-investor-week-2024-investor-bulletin>. Acessos em: 28 set. 2025.

²⁶¹ FINRA. FINRA Campaign Urges New Investors to Take Key Steps Before Trading. News Release, 4 set. 2024. Disponível em: <https://www.finra.org/media-center/newsreleases/2024/finra-campaign-urges-new-investors-take-key-steps-trading>. Acesso em: 28 set. 2025.

influenciadores autônomos e os participantes de fóruns *on-line* –, com potencial de impactar de modo significativo o funcionamento do mercado de capitais.

4.2 O caminho de resposta reguladora adotado pelo Brasil

No Brasil, a CVM reconhece que o expressivo aumento da participação dos investidores pessoa física no mercado de capitais do país tem transformado a realidade desse ambiente, especialmente porque eles, majoritariamente, têm se voltado às redes sociais e aos influenciadores digitais como principais fontes de informação sobre investimento, conforme dados apresentados no capítulo anterior, que são convalidados pela autarquia²⁶².

A combinação desses 2 fatores – aumento expressivo do número de novos investidores pessoa física e influência das redes sociais –, é justamente o que tem alterado profundamente a lógica informacional do mercado de capitais e gerado preocupação regulatória, pois, ao mesmo tempo em que as emissoras têm deixado de ser a fonte primária de informações, “as opiniões expressas nas mídias sociais podem afetar as decisões individuais de negociação dos investidores e decorrentemente causar impacto nas cotações dos ativos e nas quantidades negociadas” (CVM, 2023, p. 9).

Diante desse cenário, a CVM promoveu uma Análise de Impacto Regulatório (AIR) com o intuito de enfrentar as seguintes questões: “A regulação existente é suficiente para enfrentar esse novo mundo de redes sociais? Quais as alternativas regulatórias necessárias para fazer frente a este novo paradigma? Há alternativas que não necessariamente impliquem a edição de novas normas pela CVM?” (CVM, 2023, p. 10).

No relatório final publicado em 2023, a CVM indicou que, como regra, parte da seguinte moldura regulatória já existente no país para endereçar os riscos decorrentes da nova realidade informacional do mercado de valores mobiliários²⁶³: (i) Lei nº 6.385/1976, que disciplina o específico crime de manipulação do mercado de capitais²⁶⁴ e estipula a competência da

²⁶² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **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). Brasília: CVM, abr. 2023. p. 7-9. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf/view>. Acesso em: 28 set. 2025.

²⁶³ CVM, *ibidem*, p. 11.

²⁶⁴ “Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros: Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime”. BRASIL, *op. cit.*, nota 104.

autarquia para fiscalizar permanentemente a veiculação de informações nesse ambiente²⁶⁵; (ii) Lei nº 1.521/1951, que disciplina o crime contra a economia popular²⁶⁶; e (iii) Decreto-Lei nº 2.848/1940 (Código Penal), no tocante ao crime de estelionato²⁶⁷.

E esse endereçamento é possível porque as regras mencionadas foram redigidas de forma suficientemente ampla, para que não se restringissem a situações específicas e pudessem ser adaptadas ao longo do tempo, ajustando-se a novas realidades que não poderiam ter sido previstas pelos legisladores, como a evolução tecnológica que revolucionou os meios de comunicação.

Em outras palavras, ainda que uma conduta considerada abusiva no âmbito do mercado de capitais seja praticada por meio da *internet* e das redes sociais, ela poderá ser alcançada por essa moldura regulatória e, quanto a esse aspecto, o Brasil segue a mesma lógica do MAR europeu e da moldura regulatória estadunidense, que também focam em impedir a formação de um mercado artificial, independentemente do meio utilizado para a promoção de eventual abusividade.

Com efeito, a atual Resolução CVM nº 62 de 2022 – que revogou a Instrução CVM nº 8/1979 –, veda, de forma ampla, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, à “criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipulação de preço, realização de operações fraudulentas e uso de práticas não equitativas”²⁶⁸.

Em síntese, observa-se que, assim como os Estados Unidos, o Brasil parte da aplicação e da adaptação de regras nacionais já existentes – algumas delas com redações suficientemente amplas para abarcar novas formas de abusividade informacional –, reforçando-as por meio da emissão de alertas e esclarecimentos de caráter educativo e interpretativo, mas sem criar, até o

²⁶⁵ “Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários: [...] III – fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados”. BRASIL, *op. cit.*, nota 104.

²⁶⁶ “Art. 2º. São crimes desta natureza: [...] IX - obter ou tentar obter ganhos ilícitos em detrimento do povo ou de número indeterminado de pessoas mediante especulações ou processos fraudulentos”. BRASIL. Lei nº 1.521, de 26 de dezembro de 1951. Altera dispositivos da legislação vigente sobre crimes contra a economia popular. **Diário Oficial da União**, Brasília, 27 dez. 1951.

²⁶⁷ “Art. 171 - Obter, para si ou para outrem, vantagem ilícita, em prejuízo alheio, induzindo ou mantendo alguém em erro, mediante artifício, ardil, ou qualquer outro meio fraudulento”. BRASIL. Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940. Código Penal. **Diário Oficial da União**, Rio de Janeiro, 31 dez. 1940.

²⁶⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Resolução CVM nº 62, de 19 de janeiro de 2022. Dispõe sobre a vedação às práticas de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipulação de preço, realização de operações fraudulentas e uso de práticas não equitativas; revoga a Instrução CVM nº 8/1979 e a Deliberação CVM nº 14/1983. Art. 2º. **Diário Oficial da União**, Brasília, 20 jan. 2022.

momento, regras específicas para o endereçamento dos reconhecidos riscos decorrentes da nova realidade informacional do mercado de capitais.

4.2.1 O endereçamento dos riscos decorrentes da atividade dos influenciadores digitais no âmbito do mercado de capitais brasileiro

No que diz respeito especificamente aos influenciadores digitais, a CVM (2023) indicou entender que, apesar de a atuação dos influenciadores digitais ainda não estar expressamente regulada no país, eles podem ser punidos *a posteriori*, como qualquer pessoa, em caso de prática considerada abusiva pela moldura regulatória discriminada no tópico anterior.

Além disso, também segundo a CVM (2023, p. 14), ao se manifestarem sobre o mercado de capitais e sobre valores mobiliários, os influenciadores digitais podem cruzar a linha que caracteriza o exercício de 3 atividades profissionais por ela regulamentadas: consultor de valores mobiliários (Resolução CVM nº 19 de 2021), analista de valores mobiliários (Resolução CVM nº 20 de 2021) e assessor de investimentos, também chamado de agente autônomo de investimentos (Resolução CVM nº 178 de 2023).

A Resolução CVM nº 19 assim determina o que se entende por consultoria de valores mobiliários:

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.²⁶⁹

Já a Resolução CVM nº 20 determina que atua como analista de valores mobiliários 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” (artigo 1º), sendo que:

§1º Para os fins da presente Resolução, a expressão “relatório de análise” significa quaisquer textos, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários determinados que

²⁶⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. 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 592/2017, a Instrução CVM nº 619/2020 e a Deliberação CVM nº 783/2017. **Diário Oficial da União**, Brasília, 26 fev. 2021 (retificações posteriores).

possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento.

§2º Exposições públicas, apresentações, vídeos, reuniões, conferências telefônicas e quaisquer outras manifestações não escritas, cujo conteúdo seja típico de relatório de análise, são equiparadas a relatórios de análise, para os fins do disposto nesta Resolução²⁷⁰.

O conceito de “relatório de análise”, portanto, também é amplo e a CVM, por meio da publicação do Ofício Circular nº 2/2019, já havia formalizado seu entendimento no sentido de que diferentes formas de apresentação de informações sobre valores mobiliários, que se entenda sejam capazes de influenciar as decisões dos investidores, podem ser enquadradas nesse conceito, incluindo trocas de mensagem em fóruns *on-line*, realização de operações ao vivo com comentários sobre as tendências de determinado valor mobiliário e divulgação de operações com indicação de oportunidades de investimento²⁷¹.

De forma complementar, por meio da publicação do Ofício Circular nº 13/2020, a CVM esclareceu os seguintes pontos ao mercado²⁷²: (i) o “caráter profissional” que caracteriza a atuação de um analista de valores mobiliários pode ser reconhecido pela habitualidade e/ou pelo recebimento de quaisquer benefícios, remunerações ou vantagens pela realização de recomendações; (ii) a utilização de avisos semelhantes a “não se trata de recomendação de investimento” e “são opiniões apenas pessoais”, quando da publicação em redes sociais, não é suficiente para, por si só, descaracterizar o exercício profissional da atividade de analista; e (iii) a manifestação em redes sociais sobre valores mobiliários, ainda que não se enquadre no conceito de “relatório de análise”, se tiver por objetivo a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, pode caracterizar violação à atual Resolução CVM nº 62 de 2022 e pode configurar crime contra o mercado de capitais, nos termos da Lei nº 6.385/76.

Por fim, a Resolução CVM nº 178 de 2023 determina que atua como assessor de investimento a pessoa natural ou jurídica que, “sob a responsabilidade e como preposto de intermediário integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários” (artigos 2º e 3º),

²⁷⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. 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. **Diário Oficial da União**, Brasília, 26 fev. 2021 (retificações posteriores).

²⁷¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Ofício-Circular CVM/SIN nº 02/19, de 1º de março de 2019. Esclarecimentos sobre a atividade de analista de valores mobiliários e dispositivos da Instrução CVM nº 598/2018. Brasília: CVM, 2019.

²⁷² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Ofício-Circular CVM/SIN nº 13/20, de 11 de novembro de 2020. Esclarecimentos sobre a atividade profissional de analista de valores mobiliários nos termos da Instrução CVM nº 598/2018. Brasília: CVM, 2020.

presta informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pelos intermediários para quem atua²⁷³.

Da leitura dessas resoluções, portanto, constata-se que as pessoas que sejam capazes de influenciar o comportamento e as decisões de seu público *on-line*, podem acabar adentrando o campo de atuação dos entes regulados pela CVM, caso habitualmente se manifestem – por qualquer meio (textos, vídeos, fotos etc.) – sobre o mercado de valores mobiliários e/ou caso recebam quaisquer benefícios para tanto.

No entanto, para o exercício dessas 3 atividades profissionais (consultor, analista e assessor de investimentos), faz-se necessária a obtenção de autorização ou de registro formal perante a CVM, sob pena de a pessoa que as exercer irregularmente, sem a devida autorização para tanto, sofrer sanções variadas, no âmbito administrativo, civil e/ou penal, incluindo a possibilidade de pena de prisão de até 2 anos (artigos 11º e 27-E da Lei nº 6.385/1976).

E é justamente com base nessa exigência que a CVM (2023, p. 14) tem supervisionado a aplicação e o cumprimento das específicas Resoluções nº 19, 20 e 178, com o objetivo de “prevenir e coibir condutas irregulares e punir aqueles que violam dispositivos legais ou regulamentares”, atuação essa por ela entendida como sendo “fundamental para a proteção de investidores e para a manutenção da confiança, da integridade e do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro”²⁷⁴.

Assim, de acordo com a CVM (2023, p. 30), no tocante à atuação dos influenciadores digitais em geral, haveria “apenas um potencial problema de supervisão e sanção de atuação irregular (sem registro perante a CVM), não um problema normativo”. E, apesar da amplitude das questões iniciais por ela formulada na AIR de 2023, a única lacuna regulatória reconhecida pela autarquia diz respeito aos “modos de atuação dos influenciadores que não se sobreponham a alguma atividade regulada pela CVM, contanto que essa atuação ocorra a mando de participantes regulados”.

Em outras palavras, a autoridade reguladora do mercado de capitais brasileiro reconhece a existência de uma lacuna regulatória quanto à atuação dos influenciadores contratados por entes regulados para a divulgação de seus produtos ou serviços, problema esse que, nos Estados Unidos, foi endereçado pela SEC, em 2021, por meio do *Modernized Marketing Rule*, que, como visto em tópico anterior, disciplina a publicidade e o *marketing* praticados pelos

²⁷³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Resolução CVM nº 178, de 13 de dezembro de 2023. Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários e revoga a Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021. **Diário Oficial da União**, Brasília, 14 dez. 2023.

²⁷⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM, *op. cit.*, nota 262.

consultores de investimento – naquele país, frisa-se, não existem as figuras brasileiras de analista e de assessor de investimentos –, exigindo, entre outros pontos, *disclosure* claro quando o ente regulado contrata um influenciador digital.

Para endereçar o problema no Brasil, a CVM concluiu a sua análise de impacto regulatório com a seguinte recomendação (2023, p. 40):

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

Essa inclusão, porém, ainda não foi implementada e essa lacuna regulatória permanece existindo no país.

Quanto a esse ponto, cumpre frisar que, atualmente, existem diversos projetos de lei que versam sobre a atuação dos influenciadores digitais²⁷⁵ em trâmite no Congresso Nacional, destacando-se o PL 2749/2025, que se propõe a instituir o “marco legal da responsabilidade digital de influenciadores no Brasil”, em cuja justificativa de implementação está indicada a consolidação do *marketing* de influência como prática na *internet*, que traz riscos já reconhecidos por diferentes autoridades, como a CVM que “alertou e notificou influenciadores que promoveram investimentos de alto risco e ativos financeiros sem autorização legal”, cenário esse que teria tornado urgente a criação de uma legislação, sob pena de “perpetuação de práticas comerciais abusivas, desinformação, fraudes e exposição de consumidores a riscos, sem qualquer responsabilização efetiva por parte dos influenciadores que lucram com sua audiência”²⁷⁶.

Conforme o texto do referido projeto de lei, ele se propõe a: (i) definir influenciador digital como sendo a pessoa física ou jurídica que produz e divulga conteúdo em plataformas digitais para um grande público, assim considerado como sendo igual ou superior a 100 mil seguidores; (ii) estabelecer o dever de sinalização de conteúdo patrocinado; (iii) impor responsabilidade solidária para o influenciador, nos termos do art. 7º do Código de Defesa do

²⁷⁵ Nesse sentido: (i) PL 2310/2025, que visa regulamentar a participação de crianças e adolescentes como influenciadores digitais; (ii) PL 610/2025, que visa proibir a participação de influenciadores digitais, entre outras personalidades públicas, em campanhas publicitárias de jogos de azar e apostas; e (iii) PL 4933/2023, que visa regulamentar a contratação de influenciadores digitais para qualquer tipo de ação publicitária relativa a criptomoedas.

²⁷⁶ CÂMARA DOS DEPUTADOS. Projeto de Lei (PL) 2749/2025, “Institui o marco legal da responsabilidade digital de influenciadores no Brasil...” Apensado ao PL 1992/2025. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2521098>. Acesso em: 2 out. 2025.

Consumidor, para quando houver prejuízo ao consumidor; (iv) impor responsabilidade objetiva em casos que envolvam riscos à saúde, segurança ou finanças do consumidor; e (v) prever sanções administrativas e civis em caso de descumprimento da lei.

Em agosto de 2025, o PL 2749/2025 foi apensado ao PL 1992/2025, que visa alterar a Lei nº 12.965/2014 (Marco Civil da internet) com o intuito de preencher a lacuna regulatória que “permite que muitos influenciadores atuem sem a devida diligência, promovendo produtos ou serviços sem verificar a idoneidade dos fornecedores ou a existência real do que está sendo ofertado”, propondo a responsabilidade solidária dos influenciadores digitais “pelos danos causados aos consumidores em caso de não entrega de produtos ou serviços ou em caso de fraude comprovada”²⁷⁷. E, desde 19/09/2025, o texto de ambos os projetos se encontra sob análise da Comissão de Defesa do Consumidor da Câmara dos Deputados.

4.2.2 Autorregulação, cooperação institucional e lacunas remanescentes

No Brasil, a atuação das entidades autorreguladoras tem sido importante no enfrentamento dos riscos decorrentes da nova realidade informacional do mercado de capitais, tal como reconhecido pela própria CVM (2023, p. 17-18).

A BSM Supervisão de Mercados²⁷⁸, associação civil constituída para supervisionar e fiscalizar os mercados organizados administrados pela B3, é uma delas e, segundo a CVM (2023, p. 18), desde 2022, ela monitora as redes sociais para capturar publicações referentes às companhias emissoras e, concomitantemente, analisar o comportamento dos valores mobiliários por elas emitidos, com o objetivo de identificar eventuais atipicidades em operações realizadas nos mercados e possíveis correlações entre o comportamento dos investidores, dos valores mobiliários e das informações divulgadas nas redes sociais.

Ainda segundo a CVM (2023, p. 18), a BSM “já recebeu denúncias envolvendo opiniões expressas nas mídias sociais, tais como: indicações indevidas de investimentos; informações falsas; e atuação irregular de influenciadores contratados ou mandatados pelos participantes dos mercados da B3”, o que a teria levado a publicar a Nota de Orientação nº 20/2023 para convencionar “as melhores práticas na contratação de Influenciadores pelos Participantes e

²⁷⁷ CÂMARA DOS DEPUTADOS. **Projeto de Lei nº 1.992, de 2025**. Institui o marco legal da responsabilidade digital de influenciadores no Brasil. Brasília: Câmara dos Deputados, 9 jun. 2025. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2521098>. Acesso em: 2 out. 2025.

²⁷⁸ BSM Supervisão de Mercados. Quem somos – BSM Supervisão de Mercados, principal autorreguladora do mercado de capitais brasileiro. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/quem-somos>. Acesso em: 30 set. 2025.

monitoramento de sua atuação durante a vigência do contrato, como parte de sua estratégia de educação, comunicação, publicidade e/ou marketing”²⁷⁹.

Entre as práticas sugeridas pela BSM aos agentes participantes dos mercados organizados administrados pela B3, destacam-se a realização de prévia análise reputacional do influenciador que se pretende contratar, o constante monitoramento da atuação do influenciador contratado e a divulgação ampla e transparente da existência de relação contratual onerosa com o influenciador digital, em linha com as exigências previstas no *Modernized Marketing Rule* estadunidense.

A orientação da BSM, portanto, endereça a única lacuna regulatória reconhecida pela AIR de 2023 e, ao responder à Consulta Pública nº 4/2023, posteriormente promovida pela CVM para convidar o mercado a se manifestar sobre essa mesma análise de impacto regulatório e sobre as opções regulatórias a serem eventualmente estabelecidas relacionadas à atuação de influenciadores digitais no mercado de capitais²⁸⁰, a BSM indicou concordar com a conclusão da autarquia, no sentido de que é eficiente a utilização da moldura regulatória já existente para endereçar os riscos decorrentes da atividade dos influenciadores digitais, sem a necessidade de construção de uma nova categoria de ente regulado, na medida em que eles podem ser enquadrados nas que já existem, a depender da extensão e do formato da sua atuação²⁸¹.

Sem prejuízo disso, a BSM indicou que entende ser importante que a autoridade reguladora defina o termo “influenciador digital”, para que fique claro quando passa a existir o conflito com as atividades reguladas no âmbito do mercado de capitais, tendo a BSM sugerido a adoção da seguinte definição, que se aproxima da concepção funcional adotada pelo regime europeu:

[...] 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

²⁷⁹ BSM Supervisão de Mercados. **Nota de Orientação nº 20/2023 – Influenciadores Digitais**: melhores práticas a serem adotadas pelos Participantes da B3 em relação contratual com Influenciadores. São Paulo, 5 set. 2023. Disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/documents/d/guest/no-bsm-20-2023-influenciadores-digitais?utm_source=chatgpt.com. Acesso em: 30 set. 2025.

²⁸⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Consulta Pública SDM 04/2023**. Edital e informações institucionais sobre manifestação pública relativa à regulação de influenciadores digitais no mercado de capitais. Brasília: CVM, 2023. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2023/sdm0423.html. Acesso em: 1º out. 2025.

²⁸¹ BSM Supervisão de Mercados. Manifestação à Consulta Pública SDM nº 04/2023 da Comissão de Valores Mobiliários – Influenciadores digitais e o mercado de capitais. São Paulo: BSM, 2023. p. 7-8. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_BSM_Supervisao_de_Mercados.pdf. Acesso em: 1º out. 2025.

decisão de investimento por parte do investidor²⁸².

A BSM, ainda, defendeu que também seja construída uma definição para “recomendação de investimento”, tal como aquela constante no MAR europeu, como forma de criar um parâmetro objetivo em eventual regulamentação a ser editada sobre a atuação de influenciadores digitais no mercado de capitais brasileiro (BSM, 2023, p. 8), bem como defendeu a criação de um selo de qualificação que possa ser voluntariamente obtida pelos influenciadores após a aprovação em treinamentos mínimos, servindo como uma marca de credibilidade perante o público em geral, nos mesmos moldes da certificação que foi implementada na França (BSM, 2023, p. 10).

Ou seja, apesar de a BSM não entender pela necessidade de criação de regulamentação específica para os influenciadores digitais, essa autoridade autorreguladora entende pela adoção de medidas complementares à regulação já existente para endereçar os riscos decorrentes da atuação dessas figuras que têm tomado, das companhias emissoras, o posto de fontes primárias de informação no mercado de valores mobiliários.

Para além da BSM, também se destaca a atuação da ANBIMA que, como visto no capítulo anterior, possui ampla agenda institucional voltada a essa temática e tem desempenhado papel central na consolidação de padrões de conduta para publicidade e comunicação com os investidores, inclusive nas redes sociais.

Em 2022, por exemplo, a ANBIMA divulgou a atualização do seu manual de regras de publicidade²⁸³, que deve ser observado pelos seus associados, abarcando expressamente conteúdos veiculados na *internet* e nas redes sociais, destacando-se a exigência de os materiais publicitários direcionarem os investidores a materiais técnicos relacionados aos produtos de investimento mencionados, como forma de incentivá-los a também consumirem esse tipo de conteúdo (artigo 31).

Já em 2023, passou a ser obrigatório, a todos os associados da ANBIMA, o cumprimento de regras e procedimentos específicos para a contratação de influenciadores digitais²⁸⁴, incluindo a exigência de divulgação de claro *disclosure* quanto ao caráter publicitário das

²⁸² BSM, *ibidem*, p. 3.

²⁸³ ANBIMA. Regras de Publicidade – Autorregulação (Versão 2, maio de 2022). São Paulo: ANBIMA, 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/FA/32/27/F2/BFDB08109BE80B08882BA2A8/Regras%20de%20Publicidade_Autorregula%C3%A7%C3%A3o2.pdf. Acesso em: 1º out. 2025.

²⁸⁴ ANBIMA. **Regras e Procedimentos para Contratação de Influenciadores Digitais nº 10, de 13 de novembro de 2023**. São Paulo: ANBIMA, set. 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: 1º out. 2025.

manifestações por eles realizadas no âmbito dessa contratação (artigo 2º), o que também endereça a única lacuna regulatória reconhecida pela AIR de 2023.

Quanto a esse ponto, destaca-se que, ao responder a já mencionada Consulta Pública nº 4/2023, a ANBIMA, em sentido contrário à manifestação favorável da BSM à conclusão da CVM, indicou que entende haver outra lacuna regulatória que não foi enfrentada pela AIR de 2023 e que diz respeito à atuação de influenciadores autônomos, ou seja, que não são contratados por entes regulados, tendo a ANBIMA sugerido que a autarquia ao menos publique uma orientação ao mercado para tratar sobre esses influenciadores, asseverando que são eles “que possuem maior potencial de ocasionarem prejuízos aos investidores e comprometerem a credibilidade do mercado”²⁸⁵.

Nesse sentido, em 2024, a ANBIMA divulgou um manual²⁸⁶ chamado “Tá na rede: melhores práticas para *finfluencers*”, destinado a qualquer influenciador digital, seja ele contratado por um ente regulado ou não. No manual, que foi inspirado em iniciativas internacionais como a da AFM dos Países Baixos, a ANBIMA recomenda, entre outros pontos, a educação continuada dos influenciadores, com cursos e certificações compatíveis com os produtos e serviços objeto dos conteúdos por eles promovidos.

Destaca-se, porém, que a ANBIMA não foi o único agente do mercado a apontar a insuficiência do foco regulatório da CVM no ente regulado. A XP Investimentos, instituição privada do setor financeiro, por exemplo, respondeu a Consulta Pública nº 4/2023 com a indicação de que as regras de autorregulação editadas pela BSM e pela ANBIMA já tratam, suficientemente, da contratação e do relacionamento entre os entes regulados e os influenciadores digitais, mas que, assim como asseverado pela ANBIMA, os influenciadores autônomos permanecem “absolutamente alheios a qualquer regulação e/ou fiscalização”, valendo-se “dessa zona cinzenta para angariar público, atraindo muito mais seguidores e visualizações do que aqueles influenciadores contratados pelos entes regulados e, portanto, sujeitos a uma série de regras e limitações”²⁸⁷.

²⁸⁵ ANBIMA. **Manifestação à Consulta Pública SDM nº 04/2023 da Comissão de Valores Mobiliários – Influenciadores digitais e o mercado de capitais**. São Paulo: ANBIMA, 2023. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_ANBIMA.pdf. Acesso em: 1º out. 2025.

²⁸⁶ ANBIMA. **Manual de melhores práticas para influenciadores (Tá na Rede)**. [S. l.], 2024. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/manual-melhores-praticas-finfluencers.htm. Acesso em: 1º out. 2025.

²⁸⁷ XP INVESTIMENTOS CORRETORA DE CâMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A. **Manifestação à Consulta Pública SDM nº 04/2023 da Comissão de Valores Mobiliários – Influenciadores digitais e o mercado de capitais**. São Paulo: XP Investimentos, 2023. p. 15. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_XP_Investimentos.pdf. Acesso em: 1º out. 2025.

Para endereçar essa lacuna regulatória, a XP também sugeriu que a CVM se posicione de forma ampla quanto à atuação dos influenciadores digitais que abordem temas relacionados ao mercado de capitais e aos valores mobiliários, independentemente de eles possuírem ou não vínculo contratual com os entes regulados²⁸⁸.

De forma complementar, a Empiricus *Research*, outra instituição privada do setor financeiro, respondeu a Consulta Pública nº 4/2023 chamando a atenção da CVM para os seguintes pontos: (i) os entes regulados, especialmente os analistas de valores mobiliários, têm enfrentado a “concorrência de influenciadores digitais não regulados e que atuam de forma irregular”, que apresentam, ao público, suas próprias negociações, “em clara intenção de influenciar decisões de investimento”²⁸⁹ – os dados apresentados nesta dissertação, frisa-se, confirmam essa afirmativa da Empiricus, pois, a ampla maioria dos novos investidores pessoa física, em todo o mundo, tem indicado que prefere realizar suas próprias análises de investimento, com o auxílio dos conteúdos publicados *on-line*, em detrimento da contratação dos serviços oferecidos pelos entes regulados; e (ii) os influenciadores digitais não têm divulgado potenciais conflitos de interesses decorrentes de posições previamente assumidas quanto aos valores mobiliários a respeito dos quais eles, direta ou indiretamente, opinam.

Quanto a esse último ponto, a Empiricus sugeriu à CVM que seja determinado, a todos os influenciadores digitais, de forma ampla e independentemente de eles possuírem ou não vínculo contratual com os entes regulados, a observância do artigo 13º da Resolução CVM nº 20 de 2021, no tocante à exigência de claro *disclosure* quanto à existência de possíveis conflitos de interesse nas informações e comunicações por eles divulgadas²⁹⁰.

Essa preocupação exarada pela Empiricus decorre no fato de que, no Brasil, não há obrigação geral de *disclosure* para qualquer pessoa que dê conselhos ou ideias, direta ou indiretamente, sobre valores mobiliários ou sobre como compor uma carteira de instrumentos financeiros. A exigência regulatória em questão se aplica apenas para quem, nos termos apresentados no tópico anterior, atua como consultor, analista ou assessor de investimento – em outras palavras, também quanto à exigência de *disclosure*, o foco regulatório brasileiro está no ente regulado.

²⁸⁸ XP INVESTIMENTOS, *Ibidem*, p. 17.

²⁸⁹ EMPIRICUS. **Manifestação à Consulta Pública SDM nº 04/2023 da Comissão de Valores Mobiliários – Influenciadores digitais e o mercado de capitais**. São Paulo: Empiricus, 2023. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_Empiricus_Investimentos.pdf. Acesso em: 1º out. 2025.

²⁹⁰ EMPIRICUS, *ibidem*, p. 12.

De forma comparada, a União Europeia, como demonstrado em tópico anterior, adota uma postura diferente, mais preventiva e abrangente, na medida em que impõe deveres de *disclosure* e responsabilidades a qualquer pessoa que, direta ou indiretamente, influencie decisões de investimento, independentemente de atuar ou não como um ente regulado, o que acaba por alcançar, por exemplo, os influenciadores digitais autônomos e eventuais. Os Estados Unidos, por sua vez, utilizam o *enforcement ex post*, baseado na aplicação de normas já existentes, sem criar deveres específicos para quem não seja um ente regulado, mas com forte atuação sancionadora e orientativa por parte da SEC. Nesse cenário, atualmente, o Brasil se alinha mais ao modelo estadunidense, com a priorização de regras gerais já existentes, que podem ser reforçadas por atos de *enforcement*, mas sem prever novas obrigações específicas de *disclosure* ou de responsabilização voltadas a agentes não regulados.

Por fim, cumpre destacar que, sem prejuízo desse claro foco regulatório no Brasil, as autoridades nacionais, assim como as europeias e a estadunidense, também têm se valido da emissão de alertas gerais ao mercado e aos investidores²⁹¹, para sensibilizá-los quanto aos riscos decorrentes de uma tomada de decisão de investimento baseada exclusivamente em conteúdos postados em redes sociais²⁹², como a campanha promovida pela CVM em parceria com a B3 com o nome “#seliganacilada”²⁹³, que é composta por *memes*, vídeos e desenhos destinados às redes sociais, para alertar os jovens investidores sobre a necessidade de se ter cautela perante discursos na *internet* que prometem ganhos rápidos e sem riscos.

Como se observa, portanto, a escolha regulatória brasileira é menos preventiva do que a europeia e se mostra mais próxima da escolha feita pelos Estados Unidos, baseando-se na adaptação de normas já existentes e no *enforcement a posteriori*, o que permite a punição de condutas abusivas à luz das normas gerais aplicáveis ao mercado de capitais, mas se mostra insuficiente para prevenir e conter, de forma institucional, os riscos decorrentes das novas formas de comunicação digital.

²⁹¹ B3 – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Negociação de IRBR a partir de 29/01/2021**. São Paulo, 28 jan. 2021. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/negociacao-de-irbr-a-partir-de-29-01-2021.htm; e COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **CVM alerta possível atuação irregular de pessoas em mídias sociais com vistas a influenciar o comportamento de investidores**. Brasília, 29 jan. 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2021/cvm-alerta-possivel-atuacao-irregular-de-pessoas-em-midias-sociais-com-vistas-a-influenciar-o-comportamento-de-investidores>. Acessos em: 9 ago. 2025.

²⁹² Nesse sentido, cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Alerta CVM – Forex 2024**. Brasília: CVM, 2024. Disponível em: https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/alertas/alerta_cvm_forex_2024.pdf. Acesso em: 4 out. 2025.

²⁹³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM / B3. **#SeLigaNaCilada**: campanha da CVM e B3 alerta sobre armadilhas em redes sociais. Brasília, 18 fev. 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2021/seliganacilada-campanha-da-cvm-e-b3-alerta-sobre-armadilhas-em-redes-sociais>. Acesso em: 4 out. 2025.

Assim, o Brasil mantém lacunas normativas que podem favorecer os atores que atuam à margem do regime informacional obrigatório – tais como os influenciadores autônomos e os participantes de fóruns *on-line* –, com potencial de impactar de modo significativo o funcionamento e a credibilidade do mercado de capitais.

CONCLUSÃO

A presente dissertação partiu de uma análise teórica e interdisciplinar dos mercados em geral e, mais especificamente, do mercado de capitais, onde a intervenção do Estado visa assegurar a livre formação dos preços dos valores mobiliários e o fluxo eficiente de riqueza para os empreendimentos mais produtivos e rentáveis.

Como visto, porém, no âmbito do mercado de capitais, tendo em vista a necessidade de proteção dos investidores e de manutenção da credibilidade das instituições, essa intervenção se dá de forma mais direta, com uma regulação mais robusta, quando comparada com a intervenção em outros mercados. Caso contrário, os poupadores não teriam incentivo racional para investirem no mercado de valores mobiliários, o que acabaria por impedir o seu pleno desenvolvimento e tornaria escassa essa fonte de financiamento da atividade empresarial.

E, para materialização desses 2 objetivos, há um elemento que é considerado o pilar do sistema regulatório do mercado de capitais, qual seja, a informação disponível aos participantes do mercado, na medida em que ela é essencial para o processo de tomada de decisão, pelo investidor, quanto à compra, venda ou manutenção dos valores mobiliários, bem como para o exercício de determinados direitos políticos e econômicos inerentes aos valores mobiliários.

Além disso, o constante acesso a informações no âmbito do mercado de capitais é também essencial para que haja um adequado processo de formação dos preços dos valores mobiliários, preço esse que se espera reflita uma correta e real avaliação econômico-financeira das empresas emissoras, especialmente para que haja a almejada alocação eficiente da riqueza disponível em sociedade.

É por isso que a informação é considerada o recurso central que sustenta o próprio funcionamento do mercado de capitais e que assegura a confiança dos agentes econômicos. Assim, à luz do interesse público envolvido no regular funcionamento desse mercado, torna-se essencial proteger e assegurar a existência de um regime de disponibilidade de informações aos participantes do mercado de capitais, o que levou ao surgimento, nos Estados Unidos, do modelo de regulação denominado *full disclosure*, que tem o objetivo de assegurar que sejam divulgadas, pelas companhias emissoras, informações corretas e completas a respeito delas próprias e dos valores mobiliários por ela emitidos.

No Brasil, o modelo de *disclosure* é suportado por uma rede de mecanismos de responsabilidades administrativas, penal e civil, que visa garantir a observância do regime jurídico da informação por meio da vedação à fraude, à manipulação de mercado, ao uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*), entre outros ilícitos.

A presente dissertação, em linha com a doutrina especializada, adota a premissa de que, passados quase 100 anos da sua estruturação, o modelo tradicional de *disclosure* permanece sendo essencial ao mercado de capitais, na medida em que, ao exigir ampla divulgação de informações por parte das emissoras, atende satisfatoriamente a um conjunto de funções relacionadas à manutenção da higidez do mercado e à promoção do seu desenvolvimento.

No entanto, a análise desenvolvida ao longo do trabalho demonstrou que se consolidou uma nova dinâmica informacional no mercado de capitais – impulsionada pela *internet*, pelas redes sociais e pela crescente influência de entes não regulados –, que tem desafiado a suficiência desse modelo tradicional, cuja estrutura normativa é baseada na teoria de que os participantes do mercado se comportam de maneira racional e na ideia de que as emissoras são as fontes primárias das informações necessárias a um racional processo de análise dos fundamentos econômicos da cotação dos valores mobiliários por elas emitidos.

No tocante aos investidores pessoa física, que foram o foco de análise da presente dissertação, a moderna teoria econômica comportamental assevera que eles estão sujeitos a limitações cognitivas que os levam a tomar decisões racionalmente limitadas, o que representa uma fragilidade inerente ao tradicional regime de *disclosure*, que vem sendo potencializada pela drástica alteração do perfil de quem produz informação e do perfil de quem a consome.

Com efeito, os dados apresentados ao longo do trabalho demonstram um expressivo aumento, nos mercados de capitais ao redor do mundo, da participação dos investidores pessoa física, que, por sua vez, divulgam e consomem informações não submetidas à fiscalização da autoridade reguladora, posto que não partem das companhias emissoras, mas sim de comunidades virtuais, de anônimos em fóruns *on-line* e dos chamados influenciadores digitais.

Esse cenário, conforme reconhecido por autoridades reguladoras de diversas jurisdições, inclusive a brasileira, representa riscos para os próprios investidores – aumenta-se a probabilidade de tomarem decisões de investimento erradas ou inadequadas, que possam levar a perdas expressivas de valores – e, ainda mais grave, para o sistema como um todo, em decorrência de possíveis comportamentos coletivos dissociados da avaliação econômico-financeira tradicionalmente promovida no mercado de capitais, como evidenciado nos casos paradigmas analisados na presente dissertação.

Em outras palavras, o simples cumprimento, pelas emissoras, das exigências do *disclosure*, não afasta a possibilidade de o mercado ser manipulado e de o processo de formação dos preços ser distorcido por informações compartilhadas em canais alternativos, situação essa que representa um desalinhamento estrutural entre o modelo regulatório tradicional, centrado nas emissoras, e a prática informacional efetiva do mercado, o que desafia a CVM a repensar

seus modelos de *enforcement*, de modo a conjugá-los com medidas adicionais que possam alcançar atores que têm operado fora do tradicional perímetro regulado, beneficiando-se das lacunas existentes.

Na análise dessa questão, o presente trabalho realizou um estudo comparado, que demonstrou que a União Europeia tem adotado uma postura mais inovadora, abrangente e preventiva, a partir da criação de regras específicas para endereçar os riscos decorrentes da atuação de novas fontes informacionais, inclusive com uma ampla obrigação de *disclosure* que alcança qualquer pessoa que aborde valores mobiliários em redes sociais. Já os Estados Unidos optaram pela adaptação de regras nacionais já existentes, com foco nos entes regulados, o que corresponde a uma escolha regulatória menos preventiva do que a europeia e que, embora seja capaz de punir condutas abusivas *a posteriori* pelas normas antifraude gerais, mantém uma lacuna normativa que pode beneficiar os atores que atuam à margem do regime informacional obrigatório.

O Brasil, por sua vez, tem seguido caminho similar ao dos Estados Unidos e a CVM, como regra, parte da moldura regulatória já existente no país para endereçar os riscos decorrentes da nova realidade informacional do mercado de valores mobiliários, tendo concentrado seus esforços na relação estabelecida entre entes regulados e influenciadores digitais por eles contratados, situação essa que já se encontra coberta, em boa medida, pela autorregulação promovida pela ANBIMA e pela BSM.

Assim, em linha com o entendimento exarado por diferentes agentes do mercado, entendemos que o foco regulatório da CVM é insuficiente, na medida em que não impede que atores não regulados, tais como os influenciadores digitais autônomos e anônimos em fóruns *on-line*, continuem atuando à margem do regime informacional obrigatório, apesar do fato de que, reconhecidamente, eles têm exercido cada vez mais influência na tomada de decisões de investimento, em detrimento dos profissionais regulados.

Diante desse cenário, o aperfeiçoamento do regime informacional brasileiro deve passar por uma ampliação do perímetro regulado, ou seja, por uma complementação do modelo tradicional de *disclosure*, com mecanismos que sejam capazes de alcançar as novas figuras que têm tomado o posto das companhias emissoras como fontes primárias de informação no mercado de valores mobiliários, o que pode se dar pela via legislativa, com a criação de lei específica, como sugerem os projetos de lei sobre influenciadores digitais em trâmite no Congresso Nacional, o que aproximaria o Brasil da escolha regulatória europeia.

No entanto, essa complementação também pode se dar pela via infralegal, mediante atos normativos ou orientações interpretativas da CVM e das entidades autorreguladoras de variados

setores, desde que não fiquem limitadas, como atualmente, à relação contratual existente entre os entes atualmente regulados e os influenciadores digitais, mas que, à luz do exemplo Europeu: (i) definam o que é “recomendação de investimento” e o termo “influenciador digital”, como forma de deixar claro quando passa a existir o conflito com as atividades reguladas no âmbito do mercado de capitais; (ii) criem um selo de qualificação que possa ser voluntariamente obtido pelos influenciadores após aprovação em treinamentos mínimos; e (iii) exijam divulgação de claro *disclosure* quanto à existência de possíveis conflitos de interesse nas informações e comunicações divulgadas, para qualquer pessoa que dê conselhos ou ideias, direta ou indiretamente, sobre valores mobiliários ou sobre como compor uma carteira de instrumentos financeiros.

Quanto a isso, entendemos que a promoção de um estudo da viabilidade da adoção de medidas mais similares àquelas adotadas pela União Europeia, ou seja, mais abrangentes e preventivas, mostra-se adequado, ainda que a participação de pessoas físicas no mercado de capitais brasileiro não seja tão ampla quanto na Europa e nos Estados Unidos, pois, além de o número desses investidores crescer cada vez mais no país – o comportamento coletivo deles, frisa-se, já é capaz de gerar riscos sistêmicos, mesmo que ainda controláveis, como visto na análise do caso IRB –, as redes sociais e os influenciadores digitais são mais presentes na vida dos brasileiros do que dos próprios europeus e dos estadunidenses.

Em 2024, por exemplo, o Brasil era o 3º país do mundo cuja população passa mais tempo nas redes sociais por dia (média de 3h34m), atrás apenas do Quênia (média de 3h43m) e da África do Sul (média de 3h37m), sendo que o primeiro país da União Europeia nessa lista, a Bulgária, aparece na 16ª posição (média de 2h26m) e os Estados Unidos nem sequer aparecem entre os 20 primeiros países²⁹⁴. Além disso, conforme pesquisa²⁹⁵ divulgada em fevereiro de 2025, mais da metade da população adulta brasileira se volta às redes sociais para se manter informada e 41,8% de consumidores ativos de redes sociais no Brasil acompanham influenciadores digitais em diferentes plataformas *on-line*.

Diante desse cenário, o mercado de capitais brasileiro se encontra em um ponto de inflexão: o modelo tradicional de regulação informacional continua essencial, mas já não é suficiente. A transformação da realidade informacional nesse ambiente, no qual as companhias emissoras não são a fonte primária de informação para o crescente número de investidores

²⁹⁴ FORBES Portugal. **Que países passam mais tempo nas redes sociais?** Conheça o top 20. Disponível em: <https://www.forbespt.com/que-paises-passam-mais-tempo-nas-redes-sociais-conheca-o-top-20/>. Acesso em: 12 out. 2025.

²⁹⁵ WE ARE SOCIAL & MELTWATER. **Digital 2025: Global Overview Report**. 2025. Disponível em: <https://datareportal.com/reports/digital-2025-global-overview-report>. Acesso em: 12 out. 2025.

pessoa física, exige o preenchimento de lacunas regulatórias que têm favorecido atores que atuam à margem do perímetro atualmente regulado, tais como os influenciadores digitais autônomos e os participantes de fóruns *on-line*.

O reconhecimento e o endereçamento dessa realidade, com atuação preventiva e antes mesmo da consolidação de uma maior participação de investidores pessoa física no mercado brasileiro, mostra-se essencial para evitar a consumação de episódios dramáticos semelhantes aos vivenciados nos Estados – que demonstraram ter o potencial de impactar de modo significativo o funcionamento do sistema financeiro como um todo –, bem como para garantir a eficiência e a credibilidade no mercado de capitais.

REFERÊNCIAS

AKERLOF, George Arthur. The market for “lemons”: uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970.

AMORIM, Ricardo. Percepção, realidade e velocidade das notícias. **MIT Technology Review Brasil**, 13 maio 2022. Disponível em: <https://mittechreview.com.br/percepcao-realidade-e-velocidade-das-noticias/?srsltid=AfmBOorz4-jVgDgjAR1Iks573efdgp0QPimG-45-I-3i8350WMIkbJv>. Acesso em: 13 set. 2025.

ANBIMA. **8º Raio X do Investidor Brasileiro: perfil, hábitos e percepções**. 2024. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/raio-x-do-investidor-brasileiro.htm. Acesso em: 21 jul. 2025.

ANBIMA. **Como você investe o seu dindim?** Relatório de pesquisa. São Paulo, 2023. p. 12. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/como-voce-investe-o-seu-dindim.htm. Acesso em: 2 ago. 2025.

ANBIMA. **Estudo sobre a internacionalização dos mercados financeiro e de capitais**. São Paulo: 2022, p. 7. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/2C/45/E4/E8/0A7B95104FEB5B9568A80AC2/ANBIMA-Estudo-sobre-internacionalizacao-dos-mercados-financeiro-e-de-capitais.pdf>. Acesso em: 21 jul. 2025.

ANBIMA. **Influenciadores de investimentos**. São Paulo, 2020/2021. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos.htm. Acesso em: 3 ago. 2025.

ANBIMA. Finfluence. **Quem fala de investimentos nas redes sociais**. 6. ed. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos.htm. Acesso em: 3 ago. 2025.

ANBIMA. Finfluence. **Quem fala de investimentos nas redes sociais**. 8. ed. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos.htm. Acesso em: 3 ago. 2025.

ANBIMA. **Manifestação à Consulta Pública SDM nº 04/2023 da Comissão de Valores Mobiliários** – Influenciadores digitais e o mercado de capitais. São Paulo: ANBIMA, 2023. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_ANBIMA.pdf. Acesso em: 1º out. 2025.

ANBIMA. **Manual de melhores práticas para influenciadores (Tá na Rede)**. [S. l.], 2024. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/manual-melhores-praticas-finfluencers.htm. Acesso em: 1º out. 2025.

ANBIMA. **Regras e Procedimentos para Contratação de Influenciadores Digitais nº 10, de 13 de novembro de 2023**. São Paulo: ANBIMA, set. 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: 1º out. 2025.

ANBIMA. **Regras de Publicidade – Autorregulação** (Versão 2, maio de 2022). São Paulo: ANBIMA, 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/FA/32/27/F2/BFDB08109BE80B08882BA2A8/Regras%20de%20Publicidade_Autorregula%C3%A7%C3%A3o2.pdf. Acesso em: 1º out. 2025.

ANDRADE, Halbert Ferreira; MOURA, Luiz Rodrigo Cunha. O impacto dos influenciadores digitais sobre o comportamento do consumidor de investimentos financeiros. **GeSec – Revista de Gestão e Secretariado**, São Paulo, v. 14, n. 9, 2023. Disponível em: <https://ojs.revistagesec.org.br/secretariado/article/view/2747/1646>. Acesso em: 2 ago. 2025.

ANDREZO, Andrea Fernandes. **Mercado de Capitais**: divulgação de informações. São Paulo: Quartier Latin, 2024.

ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro**: aspectos históricos e conceituais. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2001.

ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (org.). **Regulação brasileira no mercado de capitais**. São Paulo: Saraiva, 2015.

AUTORITÉ DE RÉGULATION PROFESSIONNELLE DE LA PUBLICITÉ (ARPP). **Influence responsable: certificat de l'influence commerciale responsable et ressources associées**. França: ARPP, [s.d.]. Disponível em: <https://www.arpp.org/influence-responsable/>. Acesso em: 23 set. 2025.

AUTORITEIT FINANCIËLE MARKTEN (AFM). **Finfluencing**. Disponível em: <https://www.afm.nl/en/sector/themas/digitalisering/finfluencing>. Acesso em: 25 set. 2025.

AUTORITEIT FINANCIËLE MARKTEN (AFM). **The pitfalls of “finfluencing”**. Amsterdam, 2021. Disponível em: https://www.afm.nl/~profmedia/files/publicaties/2021/pitfalls-of-finfluencing.pdf?sc_lang=en. Acesso em: 25 set. 2025.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **A descoberta da bolsa pelo investidor brasileiro**. São Paulo: B3, dez. 2020. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/. Acesso em: 20 jul. 2025.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **Jovens mudam hábito para manter foco em investimentos, diz pesquisa**. Bora Investir, 9 out. 2024. Disponível em: <https://borainvestir.b3.com.br/objetivos->

financeiros/organizar-as-contas/jovens-mudam-habito-para-manter-foco-em-investimentos-diz-pesquisa/. Acesso em: 2 ago. 2025.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **Uma análise da evolução dos investidores na B3**. São Paulo: B3, mar. 2025. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/. Acesso em: 20 jul. 2025.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **Uma análise da evolução dos investidores pessoas físicas na B3**. São Paulo: B3, abr. 2020. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/. Acesso em: 20 jul. 2025.

BARCELLOS, Marta (org.). **História do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcam a trajetória da bolsa de valores no país. Rio de Janeiro: Atlas, 2018.

BARROSO, Luiz Felizardo. A importância do desempenho do advogado no processo de “disclosure” – Mercado de Capitais (ações, debentures), Mercado de Franchising. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 71, p. 127-140, jan./mar. 2016.

BASTOS, Celso Ribeiro. **Curso de direito econômico**. São Paulo: Celso Bastos Editor, 2003.

BERNSTEIN, Peter L. **Desafio dos deuses**: a fascinante história do risco. Rio de Janeiro: Alta Books, 2018.

BISI, Thiago; FEIJÓ, Adriana. **Fundamentos do mercado de ações**. Porto Alegre: Leandro & Stormer, 2009.

BITENCOURT, Cezar Roberto. **Crimes contra o sistema financeiro e contra o mercado de capitais**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2023.

BLACK, Bernard S. **The core institutions that support strong securities markets**. Stanford: Stanford Law School, John M. Olin Program in Law and Economics, 2001. (Working Paper n. 179). Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=231120. Acesso em: 3 jun. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 19, de 25 de fevereiro de 2021**. Dispõe sobre o exercício da atividade de consultor de valores mobiliários. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 26 fev. 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021**. Dispõe sobre o exercício da atividade de analista de valores mobiliários. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 26 fev. 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021**. Dispõe sobre a divulgação de informações, a negociação de valores mobiliários e o uso de informações privilegiadas. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 24 ago. 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 62, de 9 de dezembro de 2022**. Dispõe sobre a vedação de práticas não equitativas, manipulação de preços e condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, e revoga a Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 12 dez. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados e sobre a divulgação de informações periódicas e eventuais. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 31 mar. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 178, de 14 de março de 2023**. Dispõe sobre o exercício da atividade de assessor de investimentos e revoga as Resoluções CVM nº 16 e nº 35, ambas de 2021. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 15 mar. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN). **Ofício Circular nº 2/2019/CVM/SIN, de 19 de dezembro de 2019**. Orientações sobre a atividade de distribuição de cotas de fundos de investimento e a atuação de influenciadores digitais. Brasília, DF, 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN). **Ofício Circular nº 13/2020/CVM/SIN, de 15 de setembro de 2020**. Dispõe sobre a observância das normas de conduta pelos participantes do mercado de valores mobiliários, incluindo a atuação de agentes autônomos de investimento e consultores de valores mobiliários. Brasília, DF, 2020.

BRASIL. Constituição (1988). **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 5 out. 1988.

BRASIL. **Lei nº 1.521, de 26 de dezembro de 1951**. Define crimes contra a economia popular. Diário Oficial da União: seção 1, Rio de Janeiro, RJ, 31 dez. 1951.

BRASIL. **Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940**. Código Penal. Diário Oficial da União: seção 1, Rio de Janeiro, RJ, 31 dez. 1940.

BRASIL. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964**. Dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 31 dez. 1964.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 17 dez. 1976.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 9 dez. 1976.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Voto do Diretor-Relator Wladimir Castelo Branco Castro no Processo Administrativo CVM nº 05/99. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 23 nov. 2000.

BRITO, Dante Ponte de; COSTA, Pedrita Dias. Consumo pós-moderno, redes sociais e superendividamento. **Revista de Direito do Consumidor**, São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 130, p. 79-97, jul./ago. 2020.

BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS. **Nota de Orientação nº 20/2023** – Influenciadores Digitais: melhores práticas a serem adotadas pelos Participantes da B3 em relação contratual com influenciadores. São Paulo, 5 set. 2023. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/documents/d/guest/no-bsm-20-2023-influenciadores-digitais>. Acesso em: 30 set. 2025.

BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS. **Manifestação à Consulta Pública SDM nº 04/2023 da Comissão de Valores Mobiliários** – Influenciadores digitais e o mercado de capitais. São Paulo: BSM, 2023. p. 7-8. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_BSM_Supervisao_de_Mercados.pdf. Acesso em: 1º out. 2025.

BULGARELLI, Waldírio. **Estudos e pareceres de direito empresarial:** o direito das empresas. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980.

CAPURRO, Rafael; HJORLAND, Birger. O conceito de informação. **Perspectivas em ciência da informação**, v. 12, n. 1, p. 148-207, jan./abr. 2007.

CARVAJAL, Ana Fiorella; BEBCZUK, Ricardo. **Capital markets development:** causes, effects, and sequencing. Washington, D.C.: World Bank Group, 2019. (Policy Research Working Paper, No. 9360). Disponível em: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/701021588343376548/pdf/Capital-Markets-Development-Causes-Effects-and-Sequencing.pdf>. Acesso em: 3 jun. 2025.

CAVALI, Marcelo Costenaro. **Manipulação do mercado de capitais:** Fundamentos e limites da repressão penal e administrativa. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

CNN BRASIL. **Com boom de IPOs, bolsa volta a ter mais de 400 empresas; em 1990, eram 615.** 2021. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/financas/com-boom-de-ipos-bolsa-volta-a-ter-mais-de-400-empresas-em-1990-eram-615/>. Acesso em: 19 jul. 2025.

CNN BRASIL. **Como o Silicon Valley Bank faliu em 48 horas?** Veja linha do tempo. Publicado em 11 mar. 2023; atualizado em 11 mar. 2023. Disponível em:

<https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/como-o-silicon-valley-bank-faliu-em-48-horas-veja-linha-do-tempo/>. Acesso em: 7 ago. 2025.

CNN BRASIL. **Estados Unidos têm mais de uma bolsa de valores; entenda a diferença entre elas**. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/investimentos/estados-unidos-tem-mais-de-uma-bolsa-de-valores-entenda-a-diferenca-entre-elas/>. Acesso em: 27 jul. 2025.

COASE, Ronald. The nature of the firm. **Economica**, New Jersey, v. 4, n. 16, p. 386-405, nov. 1937.

ÇOBAN, Fidelya. **Are finfluencers the new experts in the field of investment?** 2022. Dissertação (Mestrado) – Universidade de Uppsala, Uppsala, 2022. Disponível em: <https://studenttheses.uu.nl/handle/20.500.12932/43622?show=full>. Acesso em: 25 set. 2025.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**: 1º volume. 16. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2012.

COFFEE, John C. Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System. **Virginia Law Review**, v. 70, n. 4, p. 717-753, 1984.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **CVM alerta possível atuação irregular de pessoas em mídias sociais com vistas a influenciar o comportamento de investidores**. Brasília, 29 jan. 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2021/cvm-alerta-possivel-atuacao-irregular-de-pessoas-em-midias-sociais-com-vistas-a-influenciar-o-comportamento-de-investidores>. Acessos em: 9 ago. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **História do mercado de capitais**. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/conheca-o-mercado-de-capitais/historia-do-mercado-de-capitais>. Acesso em: 19 jul. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Influenciadores digitais e o mercado de capitais brasileiro: estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório**. Brasília: CVM / Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA), abril 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf>. Acesso em: 2 ago. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios**. Rio de Janeiro: CVM, [s.d.]. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/cuidados-ao-investir/o-papel-da-cvm/fundamentos-principios-e-politicas-1/arquivos/regulacaodomercadodevaloresmobiliarios.pdf>. Acesso em: 7 jun. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Relatório de Análise – Audiência Pública SDM nº 07/08**: Anexos 25 e 27. Rio de Janeiro: CVM, 2008. p. 8. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/>

cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2008/sdm0708-relatorioanexos25e27.pdf. Acesso em: 7 set. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Consulta Pública SDM nº 04/2023:** edital e informações institucionais sobre manifestação pública relativa à regulação de influenciadores digitais no mercado de capitais. Brasília: CVM, 2023. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2023/sdm0423.html. Acesso em: 1º out. 2025.

COPOLA, Marina Palma. **Regime da informação no mercado de valores mobiliários:** função da informação no mercado de valores mobiliários brasileiros. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito Econômico e Financeiro) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

COSTA, Isac Silveira da. Luz em águas turvas: transparência no mercado de capitais, confidencialidade da arbitragem e o comunicado sobre demandas societárias para companhias abertas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, Revista dos Tribunais, ano 24, v. 93, p. 31-60, 2021.

COUTINHO, Diogo R.; ROCHA, Jean-Paul Veiga da; SCHAPIRO, Mario G. **Direito econômico atual:** problemas e desafios contemporâneos. São Paulo: Método, 2015.

DAVIS, Kevin E.; TREBILCOCK, Michael J. The Relationship Between Law and Development: Optimists versus Skeptics. **American Journal of Comparative Law**, v. 56, n. 4, 2008. NYU Law School, Public Law Research Paper No. 08-14; NYU Law and Economics Research Paper No. 08-24. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1124045>. Acesso em: 7 set. 2025.

DE CHIARA, José Tadeu. **Moeda e ordem jurídica**. 1987. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 1987.

DE SOUZA, Dylane Mourí Silva; LUCENA, Wenner Glaucio Lopes; DE QUEIROZ, Dimas Barrêto. O Efeito do Sentimento do Investidor Expresso via Twitter sobre o Comportamento do Mercado Acionário Brasileiro Durante o Período Eleitoral. *In*: USP INTERNATIONAL CONFERENCE ON ACCOUNTING, 19., 2019, São Paulo. **Anais [...]**. São Paulo: Fipecafi, 2019. Disponível em: <https://congressousp.fipecafi.org/anais/19UspInternational/ArtigosDownload/1621.pdf>. Acesso em: 6 set. 2025.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. Mandatory Disclosure and the Protection of Investors. **Virginia Law Review**, v. 70, p. 669-715, 1984.

EINHORN, Nick; FISCH, Jill E.; RICCI, Sergio A. Gramitto; LE, Monique; SAUTTER, Christina M. **The Retail Investor Report**. University of Missouri-Kansas City School of Law – UMKC School of Law Institutional Repository, 2023. Disponível em: https://irlaw.umkc.edu/faculty_works/928/. Acesso em: 25 set. 2025.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: regime jurídico**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

EMPIRICUS. **Manifestação à Consulta Pública SDM nº 04/2023 da Comissão de Valores Mobiliários – Influenciadores digitais e o mercado de capitais**. São Paulo: Empiricus, 2023. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_Empiricus_Investimentos.pdf. Acesso em: 1º out. 2025.

ESTADÃO. **CVM suspeita de manipulação via internet**. abr. 2002. Disponível em: https://www.estadao.com.br/economia/cvm-suspeita-de-manipulacao-via-internet/?srsltid=AfmBOopi3PeFYyEvPKJQthBXvQWakb9L7d3_nQvw0j8kSlZs1j-F-SdS. Acesso em: 9 ago. 2025.

ESTADÃO. **Mercado de influência deve movimentar US\$ 500 bi até 2027; Brasil é 2º em número de influenciadores**. São Paulo, 25 set. 2023. Disponível em: <https://publicacoes.estadao.com.br/marcasmais/mercado-de-influencia-deve-movimentar-us-500-bi-ate-2027-brasil-e-2o-em-numero-de-influenciadores/>. Acesso em: 2 ago. 2025.

ESTADÃO. **Quebra da Bolsa de Nova York resultou na maior crise do capitalismo financeiro do século 20**. Disponível em <https://www.estadao.com.br/150-anos/150-momentos/quebra-da-bolsa-de-nova-york-resultou-na-maior-crise-do-capitalismo-financeiro-do-seculo-20/?srsltid=AfmBOoriiR0MrEV3yeK-57XDYnAfZGTYJzmHUffiFNju926UufptdLZm>. Acesso em: 20 jun. 2025.

ETZEL, Kevin. Securities Violations in 140 Characters or Less: Social Media and Its Growing Impact on the Securities Industry. **Touro Law Review**, v. 29, n. 1, art. 11, 2013. Disponível em: <https://digitalcommons.tourolaw.edu/lawreview/vol29/iss1/11>. Acesso em: 16 ago. 2025.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA). **Social media sentiment: influence on EU equity prices**. Paris, abr. 2024. Disponível em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-04/ESMA50-524821-3157_Risk_Article_Social_Media_sentiment_influence_on_EU_equity_prices.pdf. Acesso em: 6 set. 2025.

EUROPEAN UNION. Commission Delegated Regulation (EU) 2016/958, de 9 de março de 2016, supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the technical arrangements for objective presentation of investment recommendations or other information recommending or suggesting an investment strategy and for disclosure of particular interests or indications of conflicts of interest. **Jornal Oficial da União Europeia**: L 160, 17 jun. 2016. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/ALL/?uri=CELEX:32016R0958>. Acesso em: 22 set. 2025.

EUROPEAN UNION. **Regulation (EU) nº 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014**. On market abuse (Market Abuse Regulation – MAR) and

repealing Directive 2003/6/EC. Official Journal of the European Union, L 173, p. 1–61, 12 June 2014.

FABOZZI, Frank J.; MODIGLIANI, Franco. **Capital Markets: Institutions and Instruments**. 3. ed. New Jersey: Pearson Education, 2003.

FAGERBAKER, Matthew. Kim Kardashian fined by SEC for promoting cryptocurrency without disclosure. **CNN Business**, 3 out. 2022. Disponível em: <https://edition.cnn.com/2022/10/03/investing/kim-kardashian-sec-fine>. Acesso em: 27 set. 2025.

FAMA, Eugene. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **The Journal of Finance**, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association, v. 25, n. 2, May 1970, p. 383-417.

FEDERAL TRADE COMMISSION (FTC). **Guides Concerning the Use of Endorsements and Testimonials in Advertising — Endorsements, Influencers & Reviews**. Disponível em: <https://www.ftc.gov/business-guidance/advertising-marketing/endorsements-influencers-reviews>. Acessos em: 28 set. 2025.

FIANI, Ronaldo. **Teoria da regulação econômica: estado atual e perspectivas futuras**. Universidade Federal do Rio de Janeiro, 1998. Disponível em: <https://pantheon.ufrj.br/bitstream/11422/17141/1/RFiani.pdf>. Acesso em: 30 mar. 2025.

FINRA INVESTOR EDUCATION FOUNDATION. **Campaign Urges New Investors to Take Key Steps Before Trading**. News Release, 4 set. 2024. Disponível em: <https://www.finra.org/media-center/newsreleases/2024/finra-campaign-urges-new-investors-take-key-steps-trading>. Acesso em: 28 set. 2025.

FINRA INVESTOR EDUCATION FOUNDATION. **Investors in the United States: The Changing Landscape**. dez. 2022. Disponível em: <https://www.finrafoundation.org/sites/finrafoundation/files/NFCS-Investor-Report-Changing-Landscape.pdf>. Acesso em: 27 set. 2025.

FOLHA DE SÃO PAULO. **Ações da GameStop despencam e interrompem alta gerada pelo Reddit**. 2 fev. 2021. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2021/02/acoes-da-gamestop-despencam-e-interrompem-alta-gerada-pelo-reddit.shtml>. Acesso em: 7 ago. 2025.

FOLHA DE SÃO PAULO. **Crescem operações via “home broker”**. 12 fev. 2001. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/invest/in1202200119.htm>. Acesso em: 19 jul. 2025.

FORGIONI, Paula Andrea. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercadoria ao mercado**. 6. ed. São Paulo: Editora dos Tribunais, 2023.

FORGIONI, Paula Andrea. **Os fundamentos do Antitruste**. 12. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022.

FRANÇA. Lei nº 2023-451, de 9 de junho de 2023, visant à encadrer l'influence commerciale et à lutter contre les dérives des influenceurs sur les réseaux sociaux. Art. 1er. **Journal officiel de la République française**, n. 133, 10 jun. 2023. Disponível em: <https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000047663185>. Acesso em: 23 set. 2025.

FRANÇA. Ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique. Paiement d'une amende de 20 000 € par l'influenceuse Nabilla BENATTIA-VERGARA, pour pratiques commerciales trompeuses sur les réseaux sociaux. **Communiqué de presse**, 28 jul. 2021. Disponível em: <https://www.economie.gouv.fr/dgccrf/actualites/paiement-dune-amende-de-20-000eu-par-linfluenceuse-nabilla-benattia-vergara-pour>. Acesso em: 27 set. 2025.

GEORGAKOPOULOS, Nicholas L. **The logic of securities law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2018.

GOMES DA SILVA, Marconi; DUARTE, Francisco Wellington. Notas sobre o mercado em Weber: espaço de poder e dominação. **Argumentos - Revista Do Departamento De Ciências Sociais Da Unimontes**, fev. 2020. Disponível em: <https://www.periodicos.unimontes.br/index.php/argumentos/article/view/1103>. Acesso em: 5 abr. 2025.

GOSHEN, Zohar; PARCHOMOVSKY, Gideon. The Essential Role of Securities Regulation. **Duke Law Journal**, v. 55, n. 4, p. 711-782, 2006.

GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na constituição de 1988**. 10. ed. São Paulo: Editora Malheiros, 2005.

GROSSMAN, Sanford J.; STIGLITZ, Joseph E. On the impossibility of informationally efficient markets. **The American Economic Review**, v. 70, n. 3, p. 393-408, 1980.

HIRSHLEIFER, David; TEOH, Siew Hong. **Limited Attention, Information Disclosure, and Financial Reporting**. Set. 2003. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=334940>. Acesso em: 30 mar. 2025.

INFOMONEY. **Do tchado aos microssegundos**: fim do pregão viva voz na bolsa faz aniversário. 2021. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/do-tchado-aos-microssegundos-fim-do-pregao-viva-voz-na-bolsa-faz-aniversario/>. Acesso em: 19 jul. 2025.

INFOMONEY. **Fim de uma época**: o último dia do pregão viva voz na BM&F Bovespa. InfoMoney, 30 jun. 2009. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/fim-de-uma-epoca-o-ultimo-dia-do-pregao-viva-voz-na-bmf-bovespa/>. Acesso em: 19 jul. 2025.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO).

By-Laws Section I – English. Madrid: IOSCO, [s.d.]. Disponível em:

https://www.iosco.org/library/by_laws/pdf/IOSCO-By-Laws-Section-1-English.pdf. Acesso em: 22 jun. 2025.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO).

Finfluencers: Final Report (Pub. Doc. No. 795). 2025. Disponível em:

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD795.pdf>. Acesso em: 27 set. 2025.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO).

International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers. Madrid: IOSCO, 1998. Disponível em:

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>. Acesso em: 13 set. 2025.

IRTI, Natalino. *Persona e Mercato. Rivista de diritto civile*, Pádua, ano 41, n. 3, p. 289-298, 1995.

KAKHBOD, Ali; KAZEMPOUR, Seyed Mohammad; LIVDAN, Dmitry; SCHUERHOFF, Norman. **Finfluencers**. Swiss Finance Institute Research Paper No. 23-30, 2023 (revisado 20 mar. 2025). Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4428232. Acesso em: 27 set. 2025.

KINDLEBERGER, Charles P.; ALIBER, Robert Z. **Manias, pânico e crises: uma história das crises financeiras**. 6. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

KNIGHT, Frank H. **Risk, uncertainty and profit**. Cambridge: Cambridge University Press, 1921.

LEVINE, Ross; ZERVOS, Sara. Stock Market Development and Long-Run Growth. **The World Bank Economic Review**, Washington, D.C., v. 10, n. 2, p. 323-339, 1996.

LIMA, Iran Siqueira (org.). **Curso de mercado financeiro: tópicos especiais**. São Paulo: Atlas, 2006.

LIN, Judy T.; BUMCROT, Christopher; MOTTOLA, Gary; VALDES, Olivia; WALSH, Gerri. **Investors in the United States: The Changing Landscape**. FINRA Investor Education Foundation, dez. 2022. Disponível em: <https://www.finrafoundation.org/sites/finrafoundation/files/NFCS-Investor-Report-Changing-Landscape.pdf>. Acesso em: 27 set. 2025.

LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. **Mercado de Capitais II: estudo de casos e tendências**. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. **Mercado de Capitais VI: estudo de casos e tendências**. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

MARSHALL, Alfred. **Princípios de economia**: tratado introdutório. v. 2. 3. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Natureza jurídica das atividades das bolsas de valores. **Revista dos Tribunais**, v. 603, p. 23-37, jan. 1986.

MOSQUERA, Roberto Quiroga (org.). **Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais**. 1 v. São Paulo: Dialética, 1999a.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no mercado financeiro e de capitais**. 2. ed. São Paulo: Dialética, 1999b.

MOTA, Fernando de Andrade. **Manipulação de mercado na bolsa de valores**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022.

MUB3 – MUSEU DA BOLSA DO BRASIL. **Vozes do Mercado**: a tradição do pregão viva voz. 2021. Disponível em: <https://artsandculture.google.com/story/vozes-do-mercado-a-tradi%C3%A7%C3%A3o-do-preg%C3%A3o-viva-voz/TwUBZY0fl7VP-A?hl=pt-BR>. Acesso em: 18 jul. 2025.

MÜNSTER, Markus; REICHENBACH, Felix; WALTHER, Martin. Robinhood, Reddit, and the news: The impact of traditional and social media on retail investor trading. **Journal of Financial Markets**, v. 71, 2024. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1386418124000478>. Acesso em: 27 set. 2025.

NEIRA, Ana Carolina. Twitter contribui para inflar giro das ações. **Valor Econômico**, São Paulo, 11 ago. 2020. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/08/11/twitter-contribui-para-inflar-giro-das-acoes.ghtml>. Acesso em: 3 ago. 2025.

NORTH, Douglass Cecil. **Instituciones, cambio institucional y desempeño economico**. Mexico: Fondo de Cultura Economica, 2001.

NUNES, Matheus Mantuani. Perspectivas à regulação da atividade de influenciador digital no Brasil. **Revista de Direito**, Viçosa, v. 16, n. 1, p. 1-21, 2024. DOI: <https://doi.org/10.32361/2024160118409>.

NUSDEO, Fábio (org.). **O direito econômico na atualidade**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015.

OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. **Moeda, Juros e Instituições Financeiras**: regime jurídico. 2. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2009.

PARENTE, Norma Jonssen. **Mercado de Capitais**. 3. ed. Coordenação de Modesto Carvalhosa. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022.

PASQUAL, Denise de. **O mercado de capitais**: sua importância para o desenvolvimento e os entraves em que se defronta o Brasil. São Paulo: Bovespa, 2000.

PASSOS, Carlos Roberto Martins; NOGAMI, Otto. **Princípios da economia**. 6. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2015.

PENTEADO, Mauro Rodrigues (org.). **Mercado de Capitais Brasileiro II**: doutrina e cases. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

PITTA, André Grunspun. **A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

PITTA, André Grunspun. Falhas informacionais, danos a investidores e a hipótese dos mercados eficientes: reflexões necessárias. **Revista de Arbitragem e Mediação**, São Paulo, v. 68, p. 137-167, jan./mar. 2021.

PITTA, André Grunspun. **O regime de informação das companhias abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

POLANYI, Karl. **A grande transformação**: as origens políticas e econômicas do nosso tempo. Lisboa: Rui Santos e Edições 70, 2012.

QUEIRÓS, Eça de. **A cidade e as Serras**. São Paulo: Ática. Disponível em: <http://www.dominiopublico.gov.br/download/texto/bv000081.pdf>. Acesso em: 29 jun. 2025.

S&P GLOBAL. **Retail Investors: A Changing Landscape**, 2022. Disponível em: <https://cdn.ihsmarkit.com/www/pdf/0622/SP-Global-and-Stockperks-Retail-Investors-Report.pdf>. Acesso em: 27 set. 2025.

SCHEID, Brian. Retail investors boost US equity buying, institutions slow stock selling in July. **S&P Global Market Intelligence**, 11 ago. 2025. Disponível em: <https://www.spglobal.com/market-intelligence/en/news-insights/articles/2025/8/retail-investors-boost-us-equity-buying-institutions-slow-stock-selling-in-july-91965131>. Acesso em: 27 set. 2025.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Order Instituting Cease-and-Desist Proceedings Pursuant to Section 8A of the Securities Act of 1933, Making Findings, and Imposing a Cease-and-Desist Order — In re Kimberly Kardashian, **Release No. 33-11116** (3 out. 2022). Disponível em: <https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2022/33-11116.pdf>. Acesso em: 27 set. 2025.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021**. Washington, DC: U.S. Securities and Exchange Commission, 14 out. 2021. Disponível em: <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2021-212>. Acesso em: 8 ago. 2025.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **SEC Adopts Modernized Marketing Rule for Investment Advisers**. Press Release 2020-334, Washington, 22 dez. 2020. Disponível em: <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2020-334>. Acesso em: 28 set. 2025.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **SEC Charges Van Eck Associates for Failing to Disclose Influencer's Role in Connection with ETF Launch**. Press Release 2024-20, Washington, 16 fev. 2024. Disponível em: <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2024-20>. Acesso em: 28 set. 2025.

SHARPE, William F. Capital Asset Prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. **The Journal of Finance**, v. 19, n. 3, p. 425-442, 1964.

SILVA, Nilton Neves. **O impacto da diminuição do tempo de latência na plataforma de negociação da BM&FBOVESPA na liquidez do mercado de ações no Brasil**. 2018. Dissertação (Mestrado) – Instituto de Ensino e Pesquisa (Insper), São Paulo, 2018.

SILVA, Rafaela Iansen Miranda; BAGNOLI, Vicente. O impacto e os limites da atividade dos influenciadores digitais no mercado financeiro e na livre concorrência. **Revista Jurídica Cesumar – Mestrado**, Maringá, v. 24, n. 2, e12612, maio/ago. 2024.

SIMON, Herbert. Theories of decision-making in economics and behavioral science. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 49, n. 3, p. 253-283, 1959.

SMITH, Adam. **A riqueza das nações**: investigação sobre sua natureza e suas causas. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1988.

SODERQUIST, Larry D.; GABALDON, Theresa A. **Securities Law**: concepts and insights. 6. ed. St. Paul: Foundation Press, 2018.

STIGLER, J. George. The economics of the information. **The Journal of Political Economy**, v. 60, n. 3, p. 213-225, 1961.

STIGLITZ, Joseph E. Information and the Change in the Paradigm in Economics. **The American Economic Review**, v. 92, n. 3, p. 460-501, 2002.

STRIKE.MONEY. **Open outcry**. Disponível em: <https://www.strike.money/stock-market/open-outcry>. Acesso em: 18 jul. 2025.

SZTAJN, Rachel. **Sistema financeiro**: entre estabilidade e risco. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

SZTAJN, Rachel. **Teoria Jurídica da Empresa**: atividade empresária e mercados. 2. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2010.

TEIXEIRA, José Luís Ferreira. **O regime europeu da manipulação de mercado e as transações organizadas nas redes sociais**. 2022. Dissertação (Mestrado em Ciências Jurídico-Económicas) – Área de Especialização em Ciências Jurídico-Económicas, Universidade do Porto, Porto, 2022. Disponível em: <https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/146202/2/594996.pdf>. Acesso em: 24 set. 2025.

THAM, Eric. **Social media impact on household investors and their stock markets participation**. Technical Report. Londres: CEPR, ago. 2018. Disponível em: <https://cepr.org/system/files/2022-08/Social%20Media%20Impact%20on%20Household%20Investors%20and%20Their%20Stock%20Markets%20Participation%20-%20Eric%20Tham.pdf>. Acesso em: 27 set. 2025.

UNDESANSTALT FÜR FINANZDIENSTLEISTUNGSAUFSICHT (BaFin). **Merkblatt – Hinweise zum Tatbestand der Anlageberatung**. 10 fev. 2025. Disponível em: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_250210_anlageberatung.html?nn=19659504. Acesso em: 26 set. 2025.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO (USP). USP International Conference in Accounting. Concebido pela Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo (FEA-USP), o evento visa promover o intercâmbio de estudos e experiências na Contabilidade e Controladoria. Disponível em: <https://www.fea.usp.br/contabilidade/pos-graduacao/pesquisa/congresso-usp>. Acesso em: 6 set. 2025.

UNITED STATES OF AMERICA. **Investment Advisers Act of 1940**. 15 U.S.C. §§ 80b-1 et seq. Washington, DC: U.S. Congress, 1940.

UNITED STATES OF AMERICA. **Investment Advisers Act of 1940 – Rule 206(4)-1 (Investment Adviser Marketing)**. Modernized Marketing Rule. Washington, DC: Securities and Exchange Commission, 22 dez. 2020.

UNITED STATES OF AMERICA. **Securities Act of 1933**. Public Law nº 22, 48 Stat. 74, aprovado em 27 de maio de 1933. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2025.

UNITED STATES OF AMERICA. **Securities Exchange Act of 1934**. Public Law nº 291, 48 Stat. 881, aprovado em 6 de junho de 1934. Disponível em: <https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/regulation/nyse/sea34.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2025.

UNITED STATES OF AMERICA. Securities and Exchange Commission (SEC). **Rule 10b-5** – Employment of manipulative and deceptive devices. 17 C.F.R. § 240.10b-5 (1942).

VALOR ECONÔMICO. **Melvin Capital perdeu 53% com GameStop e outras apostas.** 31 jan. 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/01/31/melvin-capital-perdeu-53percent-com-gamestop-e-outras-apostas.ghtml>. Acesso em: 7 ago. 2025.

VENANCIO FILHO, Alberto. **A Intervenção do Estado na Economia:** o direito público econômico no Brasil. Rio de Janeiro: Renovar. 1998.

VIDIGAL, Geraldo. **Teoria geral do direito econômico.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977.

VIEIRA, Guilherme Pereira Rodrigues. Os mecanismos mitigadores de risco e volatilidade, sob análise do caso GameStop. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 99, p. 177-213, jan./mar. 2023.

XP INVESTIMENTOS CORRETORA DE CâMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A. **Manifestação à Consulta Pública SDM nº 04/2023 da Comissão de Valores Mobiliários – Influenciadores digitais e o mercado de capitais.** São Paulo: XP Investimentos, 2023. p. 15. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0423_XP_Investimentos.pdf. Acesso em: 1º out. 2025.

WARKULAT, Sonja; PELSTER, Matthias. Social media attention and retail investor behavior: Evidence from r/wallstreetbets. **International Review of Financial Analysis**, v. 96, 2024. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.102655>. Acesso em: 27 set. 2025.

WEBER, Max. **Economia y sociedad:** esbozo de sociologia comprensiva. 2. ed. Mexico: Fondo de Cultura Economica, 1984.

WELLISCH, Julia Sotto. **Mercado de Capitais:** fundamentos e desafios. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

WORLD BANK. **Capital Markets Development:** Causes, Effects, and Sequencing. Washington, DC: World Bank Group, 2019. Disponível em <https://documents1.worldbank.org/curated/en/701021588343376548/pdf/Capital-Markets-Development-Causes-Effects-and-Sequencing.pdf>. Acesso em: 19 jun. 2025.

WORLD ECONOMIC FORUM. **The Future of Capital Markets:** Democratization of Retail Investing. Genebra, 4 ago. 2022, p. 53. Disponível em: https://www3.weforum.org/docs/WEF_Future_of_Capital_Markets_2022.pdf. Acesso em: 20 set. 2025.

YAZBEK, Otavio. A regulamentação das bolsas de valores: entre a supervisão e a concorrência. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, n. 62, p. 47-72, jul./dez. 2013.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

ZAKIA, Maria Lucia Perez Ferres. **Regulação do mercado de valores mobiliários**: da teoria de comando e controle à teoria de regulação responsiva. 2024. 488 f. Tese (Doutorado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2024.