

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

YASMIN GOMES SEAGULL

PROFESSORA ORIENTADORA THAÍS CÍNTIA CÁRNIO

MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS: RESPONSABILIDADE, LIMITES LEGAIS
E REGRAS APLICÁVEIS AOS PRODUTORES DE CONTEÚDO NAS REDES SOCIAIS
E MEIOS DE COMUNICAÇÃO

São Paulo

2020

YASMIN GOMES SEAGULL

Trabalho de Graduação Interdisciplinar
apresentado como requisito para obtenção do
título de Bacharel no Curso de Direito da
Universidade Presbiteriana Mackenzie.

ORIENTADORA: THAIS CINTIA CARNIO

São Paulo

2020

YASMIN GOMES SEAGULL

MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS: RESPONSABILIDADE, LIMITES LEGAIS
E REGRAS APLICÁVEIS AOS PRODUTORES DE CONTEÚDO NAS REDES SOCIAIS
E MEIOS DE COMUNICAÇÃO

Trabalho de Graduação Interdisciplinar
apresentado como requisito para obtenção do
título de Bacharel no Curso de Direito da
Universidade Presbiteriana Mackenzie.

Aprovada em:

BANCA EXAMINADORA

Examinadora

Examinadora

Examinadora

MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS: RESPONSABILIDADE, LIMITES LEGAIS
E REGRAS APLICÁVEIS AOS PRODUTORES DE CONTEÚDO NAS REDES SOCIAIS
E MEIOS DE COMUNICAÇÃO

Yasmin Gomes Seagull

RESUMO

O presente artigo científico analisa a produção de conteúdo relacionado ao Mercado Financeiro e de Capitais no que concerne à responsabilidade destes produtores nas redes sociais e meios de comunicação. Tendo por base as fontes normativas existentes, as publicações recentes e alguns casos emblemáticos atuais, o artigo visa estabelecer qual é a responsabilidade dos produtores de conteúdo e de eventuais participantes do mercado financeiro pelas informações trazidas nesta forma de comunicação e educação do investidor. Ademais, o artigo traz alguns *insights* sobre como a fiscalização sobre este conteúdo poderá ser realizada, sendo de forma preventiva ou posterior à publicação da produção.

Palavras-Chave: Mercado Financeiro e de Capitais. Educação do Investidor. Investimentos. Psicologia econômica. Influenciadores Digitais.

ABSTRACT

The present scientific article analyzes the content production related to financial and stock markets regarding the responsibility of content producers in social network and communication channels. Using normative sources, the recent publications and some current emblematic cases, the article aims to establish what are the responsibilities of content producers and Financial Market members for the information brought in communication channels and investor education. Furthermore, the article brings insights of how this content could be inspected, in a preventive way or after its publication.

Key-words: Financial Market. Stock Market. Investor Education. Investments. Economic Psychology. Digital Influencers.

SUMÁRIO

Introdução.....	4
1. Fontes normativas e analogias aplicáveis.....	5
2. Redes sociais e meios de comunicação como forma de veiculação de conteúdo.....	11
3. Possíveis formas de fiscalização e responsabilização dos agentes.....	16
Considerações Finais.....	19
Referências Bibliográficas.....	21

Introdução

Com o passar do tempo, a utilização da internet no dia-a-dia dos indivíduos se tornou cada vez mais essencial. Pode-se verificar tal fato, principalmente, ao se observar o comportamento das pessoas quando estão em redes sociais e meios de comunicação como Facebook, Twitter, YouTube, Instagram, entre outros.

Atualmente, com a facilidade de acesso à internet a possibilidade de se criar meios de obtenção de renda *online*, há um crescente aumento da frequência de pessoas que se interessam em produzir conteúdos diversos para aumentar sua quantidade de seguidores, e, conseqüentemente, abrir novas oportunidades de negócios. Desta forma, abrangem cada vez mais vertentes e se aventuram em diversos ramos, sendo um deles o de mercado financeiro e de capitais.

A produção de conteúdo *online* possui uma relevância extrema, visto seu alto índice de visibilidade e a criação de suposta “credibilidade intocável” no olhar de seguidores que não possuem conhecimento profundo sobre o tema, principalmente se o agente de produção de conteúdo possui grandes patrocinadores que o apoiem e divulguem seu trabalho.

Esta nova forma de produção de conteúdo sobre mercado financeiro e de capitais traz consigo um importante tema a se discutir: a especificidade da matéria, que possui regras definidas e funções privativas de pessoas credenciadas a órgãos de regulação, como a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), situação que pode gerar diversas conseqüências para os envolvidos.

Ademais, é de máxima importância a influência que tais conteúdos possuem sobre os investidores iniciantes, que nunca tiveram contato com o assunto e são seduzidos por frases como “descubra como conseguir o seu primeiro milhão de reais”, ou “como ficar rico mesmo ganhando pouco”, etc.

Por fim, diante dos casos polêmicos já ocorridos – com grande exposição midiática, inclusive –, faz-se necessária a análise e criação de meios de supervisão, fiscalização e responsabilização dos produtores de conteúdo deste nicho, para que se possa manter a integridade e a confiança dos investidores nos mercados financeiro e de capitais.

1. Fontes Normativas e analogias aplicáveis

Ao se falar sobre as fontes normativas de mercado financeiro e de capitais em relação à proteção do investidor em face às diversas formas possíveis de práticas indevidas de participantes e produtores de conteúdo explicativo ou educacional sobre tais temas, é imprescindível demonstrar a relação existente entre a Constituição Federal (“CF”), os diplomas normativos gerais, como o Código de Defesa do Consumidor (“CDC”) e as normas específicas, principalmente pela forte presença de discussões sobre a aplicação ou não das normas gerais de proteção ao consumidor nas relações do mundo financeiro.

O Código de Defesa do Consumidor, criado com o intuito de proteger o consumidor nas relações de consumo, e possuindo fulcro no artigo 5º, inciso XXXII CF, artigo 170, inciso V CF e artigo 48 das Disposições Transitórias da Constituição Federal, define o consumidor como:

Art. 2º Consumidor é toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final.

Parágrafo único. Equipara-se a consumidor a coletividade de pessoas, ainda que indetermináveis, que haja intervindo nas relações de consumo.¹

Segundo o CDC, a relação de consumo é constituída entre um consumidor anteriormente definido e um fornecedor, baseando-se, primordialmente, na vulnerabilidade e hipossuficiência daquele na relação de consumo.

Ora, ao se falar em mercado financeiro e de capitais, é imprescindível ressaltar que os investidores nem sempre podem ser tratados como consumidores, tendo em vista que não são os destinatários finais do bem, tampouco possuem os requisitos de hipossuficiência e vulnerabilidade perante os participantes do mercado, principalmente por já estarem cientes dos riscos inerentes à atividade de investimento – inclusive conforme dispositivo contratual previsto nos contratos e termos de adesão assinados durante o cadastro junto ao participante.

¹ BRASIL. Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990. Dispõe sobre a proteção do consumidor e dá outras providências. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 10 jan. 2007. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18078.htm>. Acesso em 16 abr.2020.

Além disso, os investidores, ao exercer tal atividade, buscam auferir lucro decorrente justamente das oscilações de mercado, não sendo cabível, portanto, trazer responsabilidade objetiva por eventuais perdas ocasionadas no mesmo.

Dito isso, verifica-se que, com o intuito de se realizar uma gestão econômica mais eficaz e regular, o mercado econômico, em consonância com o descrito no artigo 192 CF, vem trazendo uma estrutura sólida necessária para o crescimento do mercado financeiro e de capitais, além da criação de diversas políticas públicas. Em decorrência disso, foi instituído o Sistema Financeiro Nacional, por meio da Lei de Reforma Bancária nº 4595/1964. Tal Sistema possui, em sua estrutura, uma série de órgãos e entidades que têm por objetivo regular, fiscalizar e viabilizar “*o fluxo financeiro entre os poupadores e os tomadores de recursos na economia*” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2019, p. 29), sendo classificados como órgãos normativos, entidades supervisoras e operadores.

Atualmente, são considerados órgãos normativos do Sistema Financeiro Nacional: o Conselho Monetário Nacional (CMN), o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e o Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC). Tais órgãos são responsáveis pela “*definição das políticas e diretrizes gerais do sistema financeiro, sem funções executivas*” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2019, p. 36).

As entidades supervisoras do mercado foram instituídas com o intuito específico de assumir diversas funções executivas e normativas para fiscalizar as instituições que estão sob sua responsabilidade, bem como regulamentar dispositivos legais. São elas: a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o Banco Central do Brasil (Bacen), a Superintendência de Seguros Privados (Susep) e a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc).

Neste cenário, verifica-se que há, no mercado financeiro e de capitais, uma série de instituições que têm competência normativa de regular, fiscalizar e zelar pelo ótimo funcionamento dos mercados, mantendo, principalmente, a integridade dos mercados por elas administrados.

Quando se analisa a criação de conteúdo relativo ao mercado financeiro e de capitais frente à legislação vigente, verifica-se que é imprescindível a existência de normas e diretrizes claras quanto à sua distribuição também, tendo em vista que o exercício não fiscalizado desta classe de comunicação pode culminar em sérias consequências para o funcionamento

saudável da economia nacional, como, por exemplo, no descrédito dos indivíduos no sistema financeiro como um todo, trazendo, muitas vezes, uma sensação de insegurança e de que o mercado não é confiável.

Atualmente, verifica-se que existem alguns dispositivos normativos, principalmente instruções normativas da CVM, que podem ser aplicados aos casos de produção de conteúdo em redes sociais, tanto na sua forma literal como por analogias. Uma destas instruções é a Instrução CVM nº 598/2018 (“ICVM 598/18”) que dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários. Tal função tem caráter privativo de agentes credenciados em entidade autorizada pela CVM, os quais são responsáveis, entre outras coisas, pela elaboração de relatórios de análise sobre valores mobiliários, conforme exposto abaixo, do artigo 1º da referida instrução:

Art. 1º Analista de valores mobiliários é a pessoa natural ou jurídica que, em caráter profissional, elabora relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes.

§ 1º Para os fins da presente Instrução, a expressão “relatório de análise” significa quaisquer textos, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários determinados que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento.

§ 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 Instrução.²

É possível realizar uma analogia entre o relatório de análise e as produções de conteúdo divulgadas nas redes sociais, visto que ambos têm como um de seus objetivos passar informações aos investidores. Tal fato tanto é uma possibilidade que, recentemente, a CVM divulgou o Ofício Circular CVM/SIN 02/19 (Ofício 02/19), o qual traz esclarecimentos sobre atividades de analista de valores mobiliários, apresentando a principal possibilidade de responsabilização dos agentes que divulgam esse material sobre o tema por meio das redes sociais.

² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM 598**. Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários. Rio de Janeiro, RJ, 3 mar. 2018. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst598.html>>. Acesso em 16 abr.2020.

Sobre tal tema, a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (“SIN”) se manifestou no seguinte sentido:

Dentre as motivações para este Ofício Circular, estão a recorrência de certas dúvidas sobre as questões nele abordadas, em especial nas que envolvem inovações tecnológicas como a oferta do serviço por meio de redes sociais e a percepção da área de supervisão em relação a alguns problemas mais comuns ou relevantes nesse segmento³

No texto do Ofício 02/19 se verifica que, para a SIN, a produção de conteúdo envolvendo valores mobiliários pode se transformar em uma espécie de relatório de análise, e, portanto, se enquadrar nas previsões normativas da citada ICVM.

Ainda neste esclarecimento sobre a norma é destacada a necessidade de serem:

[...] evitadas expressões que indiquem ou sugiram ‘renda certa’, ‘rentabilidade fixa’ ou ‘garantida’, ou a exposição de percentuais fixos de ganho quaisquer com operações ou ativos indicados, pois naturalmente tais projeções sequer são realistas, e por isso induzem investidores a erros de avaliação na sua decisão de investimento, por levá-los a crer na realização certa de ganhos com operações que, por sua própria natureza, estão sujeitas a riscos e cujo retorno será sempre incerto.⁴

Desta forma, por analogia, entende-se que tal necessidade de se abster da utilização destes termos pode ser aplicada facilmente à produção de conteúdo relacionado ao mercado financeiro e de capitais como um todo, sendo imprescindível também na produção e divulgação nas redes sociais.

Ainda neste sentido, o Artigo 14 da ICVM 598/18 dispõe justamente sobre as formas de comunicação relativas à prestação do serviço de analista mobiliário, informando sobre a necessidade da veracidade e clareza na linguagem a ser utilizada, conforme trazido abaixo no trecho de seu artigo 14, §1º.

³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Esclarecimentos sobre a atividade de analista de valores mobiliários e dispositivos da Instrução CVM nº 598.** Área técnica da CVM emite ofício para tirar dúvidas recorrentes. Rio de Janeiro, RJ, 1 mar. 2019. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190301-1.html>>. Acesso em 16 abr.2020.

⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício- circular CVM/SIN 02/19.** Esclarecimentos sobre a atividade de analista de valores mobiliários e dispositivos da Instrução CVM nº 598 Rio de Janeiro, RJ, 1 mar. 2019. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-0219.html>>. Acesso em 16 abr.2020. p. 2.

§ 1º As informações ou comunicações de que trata o caput não podem conter promessa de rentabilidade futura ou assegurar ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou a isenção de risco para o investidor.⁵

Ademais, está presente no Ofício um esclarecimento direto a respeito de produções de conteúdo em redes sociais, como fica explícito no excerto abaixo trazido:

A SIN entende que a apresentação dos conteúdos listados abaixo envolvendo valores mobiliários seja por meio de sites da internet ou por redes sociais (facebook, youtube, instagram, etc.) ou quaisquer outras informações que sejam capazes de influenciar a decisão ou motivar a compra ou venda de ações ou de outros valores mobiliários, podem ultrapassar o cunho educacional e se inserem no conceito de "relatório de análise" contido no §1º do art. 1º da Instrução CVM nº 598/2018.⁶

Desta forma, é possível perceber que, pelo olhar do órgão regulador, a proteção de conteúdo nas redes sociais tem grande potencial de se tornar relatório de análise, principalmente quando se trata de transmissões e discursos que trazem uma espécie de análise e projeção sobre investimentos. Importante ressaltar que, no mesmo dispositivo, há menção da necessidade de realização da produção de conteúdo de forma profissional, mediante recebimento de remuneração, benefício ou vantagem pelo conteúdo em si, situação presente quando se trata de produção de conteúdo *online* com monetização.

Um ponto interessante deste tópico do Ofício é o fato de que o meio de veicular a informação não é relevante, ou seja, não é imprescindível que a comunicação seja feita por meio de uma plataforma específica ou com uma forma definida. No decorrer do texto, o regulador cita redes sociais, como YouTube, Instagram e Facebook, e meios de comunicação como Whatsapp e Telegram, como meio de se cometer irregularidades relacionadas a este tema.

⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM 598**. Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários. Rio de Janeiro, RJ, 3 mar. 2018. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst598.html>>. Acesso em 16 abr.2020.

⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício- circular CVM/SIN 02/19**. Esclarecimentos sobre a atividade de analista de valores mobiliários e dispositivos da Instrução CVM nº 598. Rio de Janeiro, RJ, 1 mar. 2019. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-0219.html>>. Acesso em 16 abr.2020.

Com relação à responsabilização dos analistas de valores mobiliários, a própria ICVM 598/18 traz, em seus artigos 15 e 25, as penalidades aplicáveis quando identificadas irregularidades que vão da ausência de veracidade até a possibilidade de indução do investidor a erro, podendo englobar advertência, multa, suspensão da autorização ou do registro para o exercício das atividades, inabilitação temporária para o exercício das atividades, entre outras, conforme disposto no artigo 11 da Lei 6835/1976.

Com isto, verifica-se que a responsabilização do agente produtor de conteúdo pelo fornecimento de informações incorretas, falsas promessas, discurso não claro, entre outras infrações, pode ser realizada por analogia, conforme o disposto na ICVM 598/18, mediante averiguação do ocorrido.

Além disso, o produtor de conteúdo poderá ser responsabilizado pelo exercício irregular da atividade se não for credenciado como analista de valores mobiliários, como previsto no artigo 27-E da Lei 6.835/76, que estabelece como crime contra o mercado de capitais:

Art. 27-E. Exercer, ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, a atividade de administrador de carteira, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário ou qualquer outro cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado na autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

Pena – detenção de 6 (seis) meses a 2 (dois) anos, e multa. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).⁷

⁷ BRASIL. **Lei n 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, Brasília, DF, 9 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385compilada.htm>. Acesso em 16 abr.2020.

2. Redes sociais e meios de comunicação como forma de veiculação de conteúdo

As redes sociais vêm adquirindo maior relevância na vida dos indivíduos, trazendo um leque extremamente vasto e variado de informações, podendo estas serem verídicas, ou não, muitas vezes trazendo conteúdos incorretos que culminam, inclusive, na indução dos usuários a erros irreversíveis. Verifica-se, com cada vez mais incidência, uma preocupação e cuidado dos indivíduos ao tratar de notícias divulgadas no mundo digital. Tal mudança de comportamento passou a se intensificar com a grande propagação das chamadas *fake news*, sendo estas notícias publicadas com informações falsas e até vexatórias, criadas principalmente para obter prestígio, vantagens e visibilidade nas plataformas.

A propagação das *fake news* acontece de forma rápida e em grande escala, podendo se apresentar de forma clara, com informações sem nexos ou extremamente fora da realidade, ou de forma sutil, com pontos inverídicos específicos que não se destacam no decorrer da narrativa. Tais informações são apresentadas em todas as formas de divulgação, podendo ser em formato de texto, imagens, vídeos, e até mesmo em anúncios publicitários.

Com grande impacto no dia a dia dos indivíduos, as *fake news* podem estar presentes em qualquer assunto, causando sérios riscos àqueles que tomam suas decisões baseadas somente em informações obtidas em redes sociais, sem realizar uma pesquisa prévia sobre o tema, como se pode notar no caso de conteúdos publicados sobre mercado financeiro e de capitais. No que diz respeito a ele, existe um cenário específico de investimentos que possuem riscos, sendo eles altos ou baixos, assim definidos por Alexandre Assaf Neto:

Sendo a incerteza de um investimento entendida como a possibilidade do resultado afastar-se do valor esperado, o risco é definido como uma medida de variação dos possíveis retornos de um ativo. É a quantificação da incerteza.

[...]

Pela definição sugerida, o risco reflete as probabilidades de um resultado ocorrer. Ao se estimar probabilidades de possíveis resultados de uma aplicação financeira, tem-se uma distribuição de probabilidades. Inexistindo dados históricos, as probabilidades são estimadas por opiniões pessoais (palpites), construindo-se uma distribuição de probabilidades subjetiva. As probabilidades subjetivas indicam um estado de incerteza. Quando são usados dados históricos para mensurar as chances de determinados retornos ocorrerem, tem-se uma distribuição de probabilidades objetiva.⁸

⁸ ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**, 14. ed. São Paulo: Atlas, 2018. p. 266.

A necessidade de análise de risco para a tomada de decisão nesse mercado é essencial para o sucesso do investidor, porém, ao se deparar com um produtor de conteúdo patrocinado por corretoras e com grande visibilidade nacional e internacional, o investidor tende a acreditar no que for dito por esta pessoa, muitas vezes sem perceber as sutilezas das opiniões pessoais destes ou, até mesmo, o olhar enviesado para um ativo ou corretora em especial. Tal comportamento é amplamente estudado por diversas áreas, como a psicologia, no que refere às induções presentes em publicidade, por exemplo.

Na psicologia, existe um conceito cuja menção é válida para este tema, chamado “efeito priming”. Ele trata das influências que os seres humanos podem sofrer por estímulos gerados pelo meio ambiente em que se encontram e pelas informações com as quais têm contato. Este efeito traz, inclusive, a possibilidade de implicação “em alterações nas motivações, avaliações, julgamentos ou decisões”, conforme artigo escrito por José Carlos Schaidhauer Pacheco Junior; Cláudio Damacena e Rafael Bronzatti.

Sobre este assunto, existem diversos estudos que possuem como objetivo verificar a incidência e a real interferência de certos estímulos na tomada de decisão dos indivíduos, como o realizado por Alain Cohn, Jan Engelmann, Ernst Fehr e Nichel André Maréchal, intitulado “*Evidence for countercyclical risk aversion: an experiment with financial professionals*”, no qual ficou evidenciado, por meio de apresentação de cenários fictícios de alta e baixa em ações a profissionais do mercado financeiro, que o efeito *priming* não sofre interferência pelo grau de experiência das pessoas que os recebem. Tal estudo foi, inclusive, divulgado no Blog “*Penso, logo invisto?*” da CVM, como meio de conscientização dos investidores.

Tal estudo demonstra que, por mais que o indivíduo já tenha contato com o tema, ele poderá ser fortemente influenciado pelas informações a seu redor, podendo ser direcionado a tomar decisões baseadas em informações enviesadas. Ademais, o grau de influência das informações é tratado na série de *ebooks* da CVM “Vieses Comportamentais” que aborda temas relativos a vieses do investidor para a tomada de decisão, que traz o seguinte trecho:

Por incrível que pareça, se perto do momento de investir, uma pessoa é previamente exposta a palavras como “promoção”, “pechincha”, “barato”, “vantagem” e outras

similares, tem mais chance de avaliar um investimento como vantajoso do que um investidor exposto a palavras como “caro”, “exorbitante”, “puxado”, “alto”, etc.⁹

Com publicidade e conteúdos extremamente apelativos, o tema é apresentado com frases de efeito como “veja como conseguir seu primeiro milhão de reais” e “descubra um meio de sair do mundo de dívidas”. Isso acaba criando grandes expectativas em indivíduos que não possuem conhecimento sobre o assunto, e os atraindo, com uma linguagem relativamente simplificada, a realizar este ou aquele tipo de investimento baseado em informações que, muitas vezes, não apresentam uma demonstração do risco inerente à atividade, como se passa a demonstrar abaixo.

Hoje é possível verificar que a produção de conteúdo relativo ao mercado financeiro e de capitais em redes sociais possui maior incidência em canais do YouTube, como “Me Poupe!”, “O Primo Rico”, “Clube do Valor”, “Guia Invest” e “Gustavo Cerbasi”. Todavia, a existência de publicações em formato de notícias no Facebook está crescendo cada vez mais, em canais como “Infomoney”, por exemplo.

Durante a análise, foi verificado que existem diversos canais no YouTube que realizam a produção de conteúdo em grande escala, com foco, principalmente, em investidores iniciantes e pessoas que nunca tiveram contato direto com o mundo de investimentos, trazendo as informações de forma dinâmica e até mesmo engraçada, com o intuito de obter mais visualizações, aumentar o alcance de seus conteúdos e, desta forma, aumentar a capacidade de monetização de seus canais.

Além disso, é possível verificar, mediante declaração própria dos produtores em suas publicações, que alguns cursaram faculdades de Economia e cursos correlatos, e com isso possuem qualificação técnica suficiente para tratar do tema. Outros, no entanto, sequer realizaram cursos de especialização sobre o tema, e informam que a produção dos conteúdos se deu à medida que estavam aprendendo sobre o mesmo em livros e com profissionais da área, sem possuírem qualquer forma de certificação ou fiscalização sobre o conteúdo que produzem.

⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Série Vieses Comportamentais: Vieses do investidor. Rio de Janeiro. Rio de Janeiro: CVM, 2015. p.6. Disponível em: <http://pensologoinvisto.cvm.gov.br/wp-content/uploads/2015/12/Serie-Vieses-Comportamentais_voll_vieses_investidor.pdf>. Acesso em 16 abr.2020.

Tal situação de insegurança quanto à qualificação do produtor das obras de educação financeira para o investidor traz um risco enorme de indução, de forma intencional ou não, a tomar determinadas decisões durante a realização de um pregão, por exemplo, que não necessariamente estão pautadas em conhecimento técnico sobre o tema. Da mesma forma, existem conteúdos que podem trazer somente dados positivos sobre determinado investimento ou intermediário ao qual o produtor de conteúdo pode estar eventualmente vinculado, como, por exemplo, nos vídeos que são iniciados com a imagem do logo da corretora e possuem um texto padrão de prospecção de clientes, com link para a página de cadastro como cliente na corretora presente no decorrer do conteúdo publicado.

Existem diversas formas de apresentação destas publicações atualmente, desde vídeos com linguagem para indivíduos com pouco contato com o tema, até vídeos transmitidos ao vivo que ensinam como operar em tempo real, com dicas e estratégias complexas utilizadas pelo produtor de conteúdo. Tal situação é preocupante, principalmente porque, ao tentar reproduzir o que foi ensinado pelo influenciador, o investidor pode não se deparar com as mesmas condições de mercado em que o vídeo foi gravado, ocasionando prejuízos potenciais a seu patrimônio.

São inúmeros os pontos de atenção quando se diz respeito à produção livre de conteúdo, mas, entre eles, podemos destacar com maior ênfase a manipulação do indivíduo iniciante no mercado. Tal indução pode estar presente desde a escolha do Intermediário pelo investidor até os tipos de investimento específicos e seus reais riscos.

A grande exposição do investidor a informações duvidosas ficou ainda mais clara no recente caso no qual prepostos da Empiricus Research Publicações Ltda. (“Empiricus”) expuseram números alarmantes de rendimentos em determinados investimentos. A dimensão de propagação deste vídeo foi extensa e acarretou expressiva desconfiança na real segurança do mercado financeiro e de capitais. Na propaganda em questão foram apresentadas informações como o trecho abaixo, extraído de uma notícia do site do Procon:

[...] uma jovem de 22 anos relata que começou a investir aos 19 comprando ações na bolsa de valores e que a aplicação inicial de R\$ 1.520,00 (hum mil quinhentos e vinte reais) em apenas três anos chegou a mais de um milhão. Ela garante no

anúncio, que investindo em ações não tem como ser diferente e que o lucro será proporcionalmente o mesmo que ela obteve.¹⁰

Quanto a este caso, após serem questionados sobre o ocorrido pela CVM, por meio dos Processos Administrativos SEI 19957.009590/2018-01 e SEI 19957.000861/2019-35, a Empiricus, seus prepostos e a empresa Inversa Publicações Ltda. (“Inversa”) apresentaram proposta de celebração de Termo de Compromisso milionário com a Autarquia no qual se comprometeram a (i) credenciarem, no prazo de 60 dias, todos os proponentes para a atividade de analista de valores mobiliários; (ii) realizarem pagamento à CVM no montante total de R\$ 4.250.000,00, assim discriminados: R\$ 3.000.000,00 a ser efetuado pela Empiricus, R\$ 500.000,00 a ser realizado pela Inversa e, por fim, R\$ 750.000,00 a ser dividido em partes iguais entre as quinze pessoas naturais acusadas¹¹.

Além das investigações no âmbito de mercado financeiro, a empresa foi multada pela Fundação Procon – SP pela veiculação de propaganda enganosa.

Em vista deste dilema, a possível fiscalização se torna ainda mais necessária e até um tanto quanto complexa, pois é praticamente impossível aplicar um filtro preventivo quanto às publicações realizadas, tendo em vista a linha tênue existente entre a liberdade de expressão dos indivíduos e o filtro a ser utilizado sobre o que pode ou não ser publicado. Somente é possível realizar uma fiscalização posterior à publicação, com a aplicação de penalidades.

¹⁰ PROCON SP. **Procon-SP irá autuar Empiricus**. São Paulo, SP. 22 de mar.2019. Disponível em: <<https://www.procon.sp.gov.br/procon-sp-ira-autuar-empiricus/>>. Acesso em 16 abr.2020.

¹¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Decisão processos 19957.009590/2018-01 e 19957.000861/2019-35. 2020. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2020/20200211_R1/20200214_D1321-1355.html>. Acesso em 16 abr.2020.

3. Possíveis formas de fiscalização e responsabilização dos agentes

A fiscalização desta espécie de publicação encontra uma série de entraves e obstáculos a serem superados, tendo em vista, principalmente, a facilidade de veiculação do conteúdo em diversas redes sociais, que pode ser publicado em questão de segundos, e a agilidade com que o mesmo se propaga na esfera digital. Além disso, há a dificuldade na exclusão completa de qualquer conteúdo que tenha sido disponibilizado *online*. A grande questão a ser analisada é como realizar tal controle de forma eficaz, que não traga violações aos princípios constitucionais e normativos, evitando qualquer forma de censura e filtros que restrinjam a produção do conteúdo *online* de forma exacerbada.

Em um primeiro momento, é possível pensar em uma forma de fiscalização preventiva, com uma espécie de validação do conteúdo pré-publicação, a qual poderia seguir o modelo dos filtros atualmente utilizados por empresas como Facebook¹² e Instagram, em conjunto com a atuação e parâmetros pré-estabelecidos pelos órgãos de regulação para o controle de publicações com cunho discriminatório, violento e até mesmo com viés terrorista.

Observa-se, porém, a possibilidade de existência de diversas questões altamente preocupantes referentes a essa forma de fiscalização, como, por exemplo, a limitação da liberdade de expressão dos indivíduos em publicar o que desejarem, a sobrecarga e a onerosidade pelo fiscalizador do controle e uma possível interpretação de flagrante invasão de privacidade dos agentes produtores de conteúdo.

Em segundo momento, é possível refletir sobre a realização da fiscalização da produção de conteúdo sobre o tema como uma forma de verificação após a publicação do conteúdo, pela entidade responsável pela supervisão da atuação de analistas de valores mobiliários, por exemplo. Tal supervisão poderia ser realizada de forma semelhante ao que ocorre com a atuação dos analistas de valores mobiliários, mas de forma estendida a todos os ramos do mercado financeiro e de capitais.

Atualmente, a Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (“APIMEC” ou “Associação”), por meio da competência atribuída pela ICVM 598/18, realiza a supervisão da atuação dos analistas de valores mobiliários e, com o intuito

¹² FACEBOOK. Hard Questions: What Are We Doing to Stay Ahead of Terrorists? 8 nov 2018. Disponível em: <<https://about.fb.com/news/2018/11/staying-ahead-of-terrorists/>>. Acesso em: 25 maio 2020.

de evitar a utilização de informações não fidedignas nos relatórios de análise, bem como evitar toda e qualquer situação de conflito de interesses.

Para realizar a supervisão da atividade dos analistas, conforme trazido no livro *Análise de Investimentos* escrito pela CVM em conjunto com a APIMEC¹³, a associação recebe todos os relatórios de análise emitidos e verifica se os mesmos estão de acordo com as determinações presentes na ICVM 598/18. Se houver identificação de irregularidades, o analista recebe penalidades de acordo com a gravidade da falha cometida. Em uma proposta que abrangesse todos os ramos do sistema financeiro nacional para fiscalização da publicação do conteúdo nestes moldes, seria necessário atribuir às entidades em referência a competência de cadastro, com exames de qualificação técnica, bem como de supervisão da execução de tal atividade, seguindo o modelo já apresentado da APIMEC.

A aplicação da segunda forma apresentada, apesar de trazer um aspecto de não violação à liberdade de expressão, traz riscos extremos ao público exposto a tal tipo de conteúdo, tendo em vista a atuação do órgão de fiscalizador após a veiculação e visualização da publicação, podendo, inclusive, se tornar relativamente ineficaz em caso de eventual demora na atuação e na quantidade de plataformas utilizadas para a distribuição dos conteúdos referentes ao mercado financeiro e de capitais pelos agentes.

Neste sentido, far-se-ia mais eficaz a aplicação de fiscalização após a publicação do conteúdo?

Atualmente, não há resposta concreta e totalmente correta sobre qual seria a melhor forma de fiscalização da atuação destes agentes no que concerne à publicação do conteúdo, o que, como se pode notar, já ocasionou uma enorme desinformação entre os investidores, e o aumento do afastamento daqueles que sofreram prejuízos ao seguirem orientações trazidas nesta forma de publicação.

¹³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, ASSOCIAÇÃO DE ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTOS NO MERCADO DE CAPITAIS. *Análise de investimentos*. 1ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_a_nalise_investimentos.pdf>. Acesso em 16 abr.2020. p. 18.

Outro ponto crucial a ser analisado a respeito deste tema é a forma de responsabilização dos agentes produtores de conteúdo em meio à definição da estratégia a ser utilizada para realizar a fiscalização da atividade.

Perante tantos empecilhos e fragilidades nas formas possíveis de fiscalização em meio aos princípios constitucionais, faz-se necessário estabelecer, de forma clara e detalhada, em norma, como será regida a responsabilização dos agentes produtores de conteúdo nos diversos ramos do sistema financeiro, e estabelecer se há necessidade de previsão de certas atitudes como crimes ou infrações contra o mercado financeiro, enquadrando o agente produtor de conteúdo patrocinado por participante como preposto deste. É de extrema importância também a previsão da forma de responsabilização do agente, indicando se seguirá o caminho da responsabilização objetiva ou subjetiva, e a forma de análise das atitudes realizadas.

No mais, é imprescindível ressaltar que tal norma precisa ser específica, inclusive quanto à possibilidade de responsabilização solidária do participante patrocinador de tal conteúdo, tendo em vista que, ao patrocinar o agente, o participante está vinculando a visibilidade e integridade que possui no mercado para embasar e dar credibilidade ao que está sendo exposto no conteúdo em questão, além de angariar clientes com base no alcance e persuasão dos produtores de conteúdo. Em uma situação na qual o conteúdo apresentado é inverossímil, por exemplo, o participante não possui meios para ser ausentado de responsabilidade, muito menos de alegar desconhecimento sobre a discussão em si, tendo em vista que seu nome está vinculado ao conteúdo em questão.

Atualmente, tendo em vista que existe uma lacuna normativa neste tema, é possível se defender a responsabilização de agentes produtores de conteúdo referentes a valores mobiliários pelo descrito na ICVM 598/18, tendo em vista a categorização da atividade de produção de conteúdo sobre mercado de capitais pela CVM como relatório de análise, conforme descrito acima, bem como pela previsão expressa do artigo 2 da referida norma, que discorre sobre o caráter privativo de valores mobiliários aos analistas de valores mobiliários credenciados.

Considerações Finais

Analisados os pontos acima, verifica-se que é plausível, atualmente, responsabilizar os produtores de conteúdo com base no exercício de atividade de analista de valores mobiliários como crime contra o mercado de capitais, segundo o artigo 27-E da Lei 6.385/76, ou realizar, por analogia, responsabilização baseada na atividade de analista de valores mobiliários e na divulgação de relatório de análise, conforme trazido na ICVM 598/18.

Ademais, pode-se verificar que, apesar da possibilidade da responsabilização conforme acima citado, faz-se necessária a existência de previsão normativa expressa e específica de tal atividade, estabelecendo-se a forma de supervisão, controle, penalidades a serem impostas quando as regras forem infringidas, bem como especificar a competência para julgamento dos casos, para que se evite qualquer forma de brecha normativa ou insegurança jurídica referente à produção de conteúdo e se preservar a integridade desses mercados perante os indivíduos.

Tal raciocínio se dá em linha com o seguinte pensamento de Francisco Satiro de Souza Junior:

[...] o mercado de capitais prospera se apoiado numa estrutura institucional adequada, abrangendo um sistema bancário bem estruturado, a regulação de títulos, das bolsas de valores, de tipos específicos de intermediários, de fundos de investimentos e outros. A confiabilidade nessas instituições e a manutenção de informações aos investidores assumem o caráter de *conditio sine qua non* para o crescimento do mercado de capitais.¹⁴

Por fim, a fiscalização efetiva se faz essencial, principalmente por conta do crescente número dos produtores de conteúdo sobre mercado financeiro e de capitais, inclusive com indicação, em seus próprios vídeos e conteúdo, de corretoras específicas para abertura de conta e consequente utilização do intermediário para realização das operações. É imprescindível para a saúde do mercado financeiro e de capitais que se realize controle na qualidade do conteúdo ofertado ao público; caso contrário, há risco da existência de gigantescos prejuízos aos investidores, simplesmente por conta da exposição dos mesmos a

¹⁴ SATIRO DE SOUZA JÚNIOR, Francisco (coordenador). **Direito, gestão e prática: mercado de capitais**. São Paulo: Saraiva, 2013. p.25.

conteúdos incompletos, incorretos ou até mesmo enviesados, que podem ser utilizados como instrumentos para perpetuar benefícios indevidos a participantes ou demais agentes envolvidos na produção de conteúdo.

Referências Bibliográficas

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**, 14. ed. São Paulo: Atlas, 2018.

ASSOCIAÇÃO DE ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTOS NO MERCADO DE CAPITAIS; CVM. **Análise de Investimentos**. 1ª ed. Rio de Janeiro: CVM, 2017.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil**, de 5 de outubro de 1988. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 5 out. 1988. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado.htm>. Acesso em 16 abr.2020.

BRASIL. **Lei n 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, Brasília, DF, 9 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385compilada.htm>. Acesso em 16 abr.2020.

BRASIL. **Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990**. Dispõe sobre a proteção do consumidor e dá outras providências. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 10 jan. 2007. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18078.htm>. Acesso em 16 abr.2020.

BITTENCOURT, Cezar Roberto; BRENDA, Juliano. **Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o mercado de capitais**, 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

CLUBE DO VALOR. **Home**. Disponível em: <<https://www.youtube.com/channel/UCnBNoed6NaPlpL8blj1yy8Q>>. Acesso em: 16 abr 2020. Youtube Canal.

COHN, Alain. ENGELMANN, Jan. FEHR, Ernst. ANDRÉ MARÉCHAL, Michel. **Evidence for Countercyclical Risk Aversion: An Experiment with Financial Professionals**. American Economic Review, 105 (2): 860-85. Disponível em: <<https://www.aeaweb.org/articles/pdf/doi/10.1257/aer.20131314>>. Acesso em 16 abr.2020

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, ASSOCIAÇÃO DE ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTOS NO MERCADO DE CAPITAIS. **Análise de investimentos**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_analise_investimentos.pdf>. Acesso em 16 abr.2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Como nossas decisões financeiras podem ser impactadas pelo efeito priming**. Rio de Janeiro. CVM, 2020. Disponível em: <<http://pensologoinvisto.cvm.gov.br/como-nossas-decisoes-financeiras-podem-ser-impactadas-pelo-efeito-priming/>>. Acesso em 16 abr.2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Decisão processos 19957.009590/2018-01 e 19957.000861/2019-35**. 2020. Disponível em: <

http://www.cvm.gov.br/decisooes/2020/20200211_R1/20200214_D1321-1355.html>. Acesso em 16 abr.2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 1ª ed. Rio de Janeiro. CVM, 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Esclarecimentos sobre a atividade de analista de valores mobiliários e dispositivos da Instrução CVM nº 598**. Área técnica da CVM emite ofício para tirar dúvidas recorrentes. Rio de Janeiro, RJ, 1 mar. 2019. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190301-1.html>>. Acesso em 16 abr.2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM 598**. Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários. Rio de Janeiro, RJ, 3 mar. 2018. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst598.html>>. Acesso em 16 abr.2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 4ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf>. Acesso em 16 abr.2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício- circular CVM/SIN 02/19**. Esclarecimentos sobre a atividade de analista de valores mobiliários e dispositivos da Instrução CVM nº 598. Rio de Janeiro, RJ, 1 mar. 2019. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-0219.html>>. Acesso em 16 abr.2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Série Vieses Comportamentais: Vieses do investidor**. Rio de Janeiro. Rio de Janeiro: CVM, 2015. Disponível em: <http://pensologoinvisto.cvm.gov.br/wp-content/uploads/2015/12/Serie-Vieses-Comportamentais_voll_vieses_investidor.pdf>. Acesso em 16 abr.2020.

EIZIRIK, Nelson Laks. **Mercado de Capitais: regime jurídico**. 3ª ed, ver e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011

FACEBOOK. **Hard Questions: What Are We Doing to Stay Ahead of Terrorists?** 8 nov 2018. Disponível em: <<https://about.fb.com/news/2018/11/staying-ahead-of-terrorists/>>. Acesso em: 25 maio 2020.

GUIAINVEST. **Home**. Disponível em: <<https://www.youtube.com/user/GuiaInvest>>. Acesso em: 16 abr 2020. Youtube Canal.

GUSTAVO CERBASI. **Home**. Disponível em: <https://www.youtube.com/channel/UC_mSfchV-fgpPy-vuwML8_A>. Acesso em: 16 abr 2020. Youtube Canal.

INFOMONEY. **Home**. Disponível em: <<https://www.youtube.com/user/tvinfomoney>>. Acesso em: 16 abr 2020. Youtube Canal.

ME POUPE. **Home.** Disponível em: <https://www.youtube.com/channel/UC8mDF5mWNGE-Kpfcvnn0bUg>. Acesso em: 16 abr 2020. Youtube Canal.

O PRIMO RICO. **Home.** Disponível em: <https://www.youtube.com/user/thigas>. Acesso em: 16 abr 2020. Youtube Canal.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais.** 9ª ed. São Paulo: Atlas, 2019.

PROCON SP. **Procon-SP irá autuar Empiricus.** São Paulo, SP. 22 de mar.2019. Disponível em: <https://www.procon.sp.gov.br/procon-sp-ira-autuar-empiricus/>. Acesso em 16 abr.2020.

PORTO, José Maria. **Manual dos mercados financeiro e de capitais.** São Paulo: Atlas, 2015.

SATIRO DE SOUZA JÚNIOR, Francisco (coordenador). **Direito, gestão e prática: mercado de capitais.** São Paulo: Saraiva, 2013.

SCHAIDHAUER PACHECO JUNIOR, José Carlos. DAMACENA, Cláudio. BRONZATTI, Rafael. **Pré-ativação: o efeito priming nos estudos sobre o comportamento do consumidor.** Estudos e Pesquisas em Psicologia. Rio de Janeiro, RJ, v. 15, nº 1. 2015. Disponível em: <https://www.e-publicacoes.uerj.br/index.php/revispsi/article/view/16075>. Acesso em 16 abr.2020.



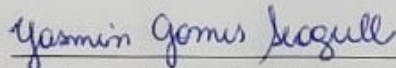
COORDENADORIA DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO (TCC)

TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu, Yasmin Gomes Seagull, Aluno(a), regularmente matriculado(a), no Curso de Direito, na disciplina do TCC da 10ª etapa, matrícula nº 41507411, Período noturno, Turma R, tendo realizado o TCC com o título: Mercado Financeiro e de Capitais: Responsabilidade, Limites Legais e Regras Aplicáveis aos Produtores de Conteúdo nas Redes Sociais e Meios de Comunicação, sob a orientação do(a) professor(a): Thaís Cíntia Carnio, declaro para os devidos fins que tenho pleno conhecimento das regras metodológicas para confecção do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), informando que o realizei sem plágio de obras literárias ou a utilização de qualquer meio irregular.

Declaro ainda que, estou ciente que caso sejam detectadas irregularidades referentes às citações das fontes e/ou desrespeito às normas técnicas próprias relativas aos direitos autorais de obras utilizadas na confecção do trabalho, serão aplicáveis as sanções legais de natureza civil, penal e administrativa, além da reprovação automática, impedindo a conclusão do curso.

São Paulo, 10 de junho de 2020.



Assinatura do discente