FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

ANA JÚLIA MASSON MILANEZ

O CRIME DO ART. 27-E DA LEI Nº 6.385/1976 PRATICADO POR INFLUENCIADORES DIGITAIS: uma análise sob o prisma da "acessoriedade administrativa" no Direito Penal

Projeto de pesquisa apresentado como requisito para aprovação no Mestrado Profissional em Direito Penal Econômico da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Cavali.

SÃO PAULO

2024

1 Problema

O problema de pesquisa parte do cenário em que influenciadores digitais produzem conteúdos sobre o mercado de capitais, cuja atividade pode se confundir com aquelas exercidas por profissionais regulamentados pela CVM, tais como, analistas, administradores e consultores. Com isso, é possível que *influencers* ultrapassem fronteiras e incorram em crimes contra o mercado de capitais, sobretudo o previsto no art. 27-E da Lei nº 6.385/1976, por exercerem atividades próprias de profissões que necessitam de habilitação ou autorização pelo órgão competente.

O crime de exercício irregular de função no mercado de valores mobiliários possui uma relação de acessoriedade com o direito administrativo, mais especificamente com a CVM, ou seja, é necessário recorrer às normas editadas pelo órgão administrativo para compreender o seu inteiro teor. No entanto, com a "era dos influenciadores digitais", os desafios de conciliar a seara penal e administrativa ganham novos contornos, uma vez que os *Finfluencers* não são regulamentados pela CVM.

A falta de regulamentação de *Finfluencers*, mesmo após uma consulta pública pela CVM a respeito do tema, gera repercussões na análise do tipo penal, já que o seu conteúdo proibitivo não pode ser compreendido sem o âmbito regulatório.

Diante disso, o problema de pesquisa consiste em responder quais são os pressupostos objetivos para imputar o crime de exercício irregular de função ao influenciador digital?

Para responder o problema, a pesquisa tomará por base três casos:

Caso 1: Um influencer digital "A" com engajamento em conteúdos sobre investimentos publica semanalmente um vídeo em seu canal do *Youtube* falando sobre um ativo financeiro e a sua perspectiva de rentabilidade. "A" fez um vídeo falando que as ações de determinada companhia caíram após o desastre climático no estado no qual ela é muito presente. Porém, após a recuperação econômica do estado o preço das ações subiriam porque as pessoas precisariam comprar aqueles produtos de subsistência e com isso o investidor que comprasse hoje as ações teriam uma boa rentabilidade a longo prazo. "A" analisou o posicionamento da empresa nos últimos cinco anos, a sua receita líquida, o PL, e concluiu que a empresa é financeiramente estável e que não possui um endividamento gigantesco. Por fim, alertou os seus

seguidores que a compra dessa ação seria uma forma de ajudar aquele estado a se recuperar, mesmo que indiretamente.

Caso 2: “B” é altamente qualificado no setor de investimentos, possui graduação em economia e diversas especializações. Já trabalhou em instituições financeiras, mas hoje é *Finfluencer* com grande engajamento nas redes sociais. A instituição financeira “C” o contratou para realizar propagandas a fim de influenciar investidores a investirem em bitcoin. “C” fez um processo seletivo rigoroso, atestando que “B” seria qualificado e que cumpriria com as políticas internas da empresa. Inclusive, “C” seguiu todas as orientações emitidas pela Nota de Orientação nº 20/2023 da BSM a respeito da relação contratual com influenciadores digitais e as normas da CVM, exceto o registro do influenciador como assessor de investimento na CVM, pois a habilitação não sairia em tempo hábil e perderiam o tempo de realizar a propaganda. Diante disso, “C” reforçou a supervisão e fiscalização para garantir que “B” realizasse sua função em consonância com as regras.

Caso 3: “D” é uma influencer digital que produz conteúdo sobre estilo de vida, moda e beleza. “D” tem um contrato de comissão com a empresa “E”, cujo objeto social é a produção de produtos cosméticos. “D” é contratada para fazer propaganda dos produtos de “E” e recebe um percentual de acordo com as vendas. Certo dia, “D” fez uma live no Instagram falando que “E” lançaria um produto inovador e revolucionário no mercado e que provavelmente ultrapassaria as outras empresas concorrentes na Bolsa de Valores. No entanto, esse produto era apenas uma ideia, nunca houve uma perspectiva concreta de lançamento. Além disso, “D” não divulgou o fato de que tinha várias ações da empresa “E”. A *live* teve 5 milhões de visualizações

2 Desafios do tema proposto

O maior desafio é que, apesar da relevância, sequer existe um trabalho tratando do tema em específico. Existem estudos sobre os crimes de manipulação de mercado e de *insider trading*, mas não especificamente do art. 27-E da Lei nº 6.385/76. Com isso, interpretar o crime de exercício irregular de funções no mercado de valores mobiliários e traçar os seus limites dogmáticos a partir de preceitos da teoria geral e dos demais crimes contra o mercado de capitais não é uma tarefa fácil.

Assim, a relação do tipo penal com o direito administrativo, a identificação do bem jurídico tutelado e de outros critérios dogmáticos normativos não foram tratados exaustivamente com relação ao crime de exercício irregular de atividade no mercado de valores mobiliários.

Especialmente a acessoriedade administrativa, que já possui controvérsias por si só, tem um desafio a mais neste trabalho, que é analisar e interpretar o tipo de forma coerente em um contexto que a CVM decisivamente e voluntariamente não regulamenta os *Finfluencers*, o que acaba gerando em contradições entre o direito administrativo e o direito penal.

Por fim, para responder o problema de pesquisa, é necessário super os seguintes desafios: (i) analisar as normas regulatórias da CVM e autoregulatórias da ANBIMA e da BSM; (ii) analisar os limites da acessoriedade administrativa, seu caráter relativo ou absoluto; (iii) interpretar o tipo objetivo do art. 27-E conforme as normas analisadas e; (iv) realizar a subsunção de um caso-base envolvendo influenciador digital ao art. 27-E da Lei nº 6.385/76.

3 Sumário

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO ..... ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.

1.1 JUSTIFICATIVA: DESAFIOS DO MERCADO DE CAPITAIS NA ERA DIGITAL ..... **ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.**

1.2. OBJETIVO E PROBLEMA DE PESQUISA ..... **ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.**

1.3 O GRUPO DE CASOS QUE INSPIROU ESTE TRABALHO..... **ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.**

2 REGULAÇÃO E AUTORREGULAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS .... ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.

2.1 A REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS..... **ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.**

2.1.1 A CVM e as suas atribuições ..... ***Erro! Indicador não definido.***

2.2 A AUTORREGULAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS..... **ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.**

2.2.1 O papel da autorregulação ..... ***Erro! Indicador não definido.***

2.2.2 ANBIMA..... ***Erro! Indicador não definido.***

2.2.3 BSM ..... ***Erro! Indicador não definido.***

2.3 PERSPECTIVAS SOBRE UMA REGULAMENTAÇÃO ESPECÍFICA DE INFLUENCIADORES DIGITAIS..... **ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.**

3 ANÁLISE DOGMÁTICA DO ART. 27-E DA LEI Nº 6.385/197 ..... ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.

3.1 CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES ..... **ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.**

3.1. 1 Acessoriedade administrativa ..... ***Erro! Indicador não definido.***

3.1.2 Bem jurídico tutelado e estrutura do delito ..... ***Erro! Indicador não definido.***

3.2 TIPO OBJETIVO ..... **ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.**

3.2.1 Mercado de valores mobiliários..... ***Erro! Indicador não definido.***

3.2.2 Analista de valores mobiliários ..... ***Erro! Indicador não definido.***

3. 2.3 Administrador de carteira ..... ***Erro! Indicador não definido.***

3.2.4 Assessor de investimento ..... ***Erro! Indicador não definido.***

3.2.5 Auditor Independente ..... ***Erro! Indicador não definido.***

3.2.6. Agente fiduciário..... ***Erro! Indicador não definido.***

3.2.7 Qualquer outro cargo, profissão, atividade ou função dependente de autorização ..... ***Erro! Indicador não definido.***

4 DEMAIS ASPECTOS RELEVANTES ..... ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.

4.1. O RISCO COMO CRITÉRIO MATERIAL ..... **ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.**

4.2. A TOLERÂNCIA ADMINISTRATIVA ATIVA E O RISCO PERMITIDO..... **ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.**

4.3. CRIME DE MANIPULAÇÃO DE MERCADO ..... **ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.**

5 CONCLUSÃO E SOLUÇÃO DOS CASOS ..... ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS..... ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.

4 Explicação de cada capítulo

4.1 Regulação e autorregulação no mercado de capitais

Neste capítulo será exposto o papel da regulação, mais especificamente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e da autorregulação (ANBIMA e BSM) no mercado de capitais. Após exposto os objetivos, atribuições e princípios, propõe-se uma reflexão sobre a necessidade ou não de regulamentação de *Finfluencers* pela regulação ou autorregulação.

4.2 Análise dogmática do art. 27-E da Lei nº 6.385/76

Este tópico objetiva-se analisar os pressupostos dogmáticos do crime de exercício irregular de função tipificado no art. 27-E da Lei nº 6.385/76 no contexto das atividades desempenhadas por *Finfluencers*.

Em primeiro lugar, será exposto considerações relevantes à análise da tipicidade objetiva, como a acessoriedade administrativa e seus reflexos no tipo, o bem jurídico tutelado e a estrutura do delito.

Em seguida, será analisado cada elemento objetivo do tipo, tais como: (i) mercado de valores mobiliários; (i) analista de valores mobiliários; (ii) administrador de carteira; (iii) assessor de investimento; (iv) auditor independente; (v) agente fiduciário; e (vi) Qualquer outro cargo, profissão, atividade ou função dependente de autorização.

4.3 Demais aspectos relevantes

Por último, será discutido a ideia e risco como critério material de limitação do tipo em decorrência da teoria da imputação objetiva, a tolerância administrativa ativa e o risco permitido, e o crime de manipulação de mercado.

5 Estágio atual de pesquisa

A introdução será feita por último, embora já tenha traçado a justificativa, problema e o grupo de casos.

O capítulo 02 já está desenvolvido. Apenas será acrescentado algo se sugerido pela banca de qualificação ou se houver alguma atualização relevante até a finalização a dissertação.

Na primeira parte do capítulo 03 eu tenho a ideia de bem jurídico que quero defender, mas ainda quero aprofundar, fundamentar melhor e trazer mais relações com os casos. A acessoriedade administrativa ainda é difícil para mim. Preciso ler mais, aprimorar e escrever com a parte de vinculação das decisões da CVM.

Na segunda parte do capítulo 03 preciso aprofundar sobre as funções e escrever sobre auditor independente e a expressão “qualquer outro cargo”. Das funções que já escrevi, pretendo citar algumas exemplos de casos julgados pela CVM.

Já estudei um pouco sobre o crime de exercício irregular no México, Argentina e França, mas ainda preciso relacionar nos tópicos.

A ideia de risco permitido e tolerância administrativa precisa ser aprofundada. Pretendo procurar alguns textos em alemão que foram citados pelo Luis Greco no seu artigo sobre acessoriedade administrativa.

Sobre manipulação de mercado já estudei um pouco e tenho alguns rascunhos, mas pretendo escrever nessa segunda etapa.

6 Cronograma

Da data de depósito da qualificação até a banca da qualificação pretende-se elaborar os itens restantes da pesquisa, revisar e corrigir as sugestões e correções indicadas pelo orientador.

Após o dia 23 de novembro de 2024, pretende-se alterar, corrigir, acrescentar os pontos indicados pela banca até janeiro.

De janeiro até a data fim de depósito pretende-se revisar o trabalho e adequá-lo aos critérios formais de apresentação de pesquisas acadêmicas.

ANEXO

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

ANA JÚLIA MASSON MILANEZ

O CRIME DO ART. 27-E DA LEI Nº 6.385/1976 PRATICADO POR INFLUENCIADORES DIGITAIS: uma análise sob o prisma da "acessoriedade administrativa" no Direito Penal

Projeto de pesquisa apresentado como requisito para aprovação no Mestrado Profissional em Direito Penal Econômico da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas.

SÃO PAULO

2024

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 3

1.1 JUSTIFICATIVA: DESAFIOS DO MERCADO DE CAPITAIS NA ERA DIGITAL 3

1.2. OBJETIVO E PROBLEMA DE PESQUISA 6

1.3 O GRUPO DE CASOS QUE INSPIROU ESTE TRABALHO 7

2 REGULAÇÃO E AUTORREGULAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS 9

2.1 A REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS 9

2.1.1 A CVM e as suas atribuições 12

2.2 A AUTORREGULAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS 14

2.2.1 O papel da autorregulação 14

2.2.2 ANBIMA 16

2.2.3 BSM 17

2.3 PERSPECTIVAS SOBRE UMA REGULAMENTAÇÃO ESPECÍFICA DE INFLUENCIADORES DIGITAIS 18

3 ANÁLISE DOGMÁTICA DO ART. 27-E DA LEI Nº 6.385/197 20

3.1 CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES 21

3.1. 1 Acessoriedade administrativa 21

3.1.2 Bem jurídico tutelado e estrutura do delito 24

3.2 TIPO OBJETIVO 27

3.2.1 Mercado de valores mobiliários 27

3.2.2 Analista de valores mobiliários 32

3. 2.3 Administrador de carteira 35

3.2.4 Assessor de investimento 37

3.2.5 Auditor Independente 38

3.2.6. Agente fiduciário 38

3.2.7 Qualquer outro cargo, profissão, atividade ou função dependente de autorização 39

4 DEMAIS ASPECTOS RELEVANTES 39

4.1. O RISCO COMO CRITÉRIO MATERIAL 39

4.2. A TOLERÂNCIA ADMINISTRATIVA ATIVA E O RISCO PERMITIDO 42

4.3. CRIME DE MANIPULAÇÃO DE MERCADO 44

5 CONCLUSÃO E SOLUÇÃO DOS CASOS 45

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS 46

1 INTRODUÇÃO

1.1 Justificativa: desafios do mercado de capitais na era digital

AKERLOF e SHILLER iniciam o discurso sobre a economia da manipulação com a premissa de que os mercados "nos pescarão como tolos".[1] A expressão "pescar" se refere a como determinadas pessoas podem se utilizar de artifícios para conduzir pessoas a fazerem coisas do seu interesse. Nas palavras dos autores, "está relacionado a fisgar, deixar cair uma isca artificial na água, sentar e esperar até que o peixe cauteloso nade, cometa um erro e seja pego". São os tolos que são fisgados, seja porque se deixam levar por emoções ou fazem uma interpretação equivocada da realidade por si próprios, seja porque decidem com base em informações geradas intencionalmente para enganá-los.[2]

A pescaria sempre existiu, mas vem ganhando novos contornos em razão da transformação digital ocasionada pelo avanço tecnológico e pelo maior acesso à informação. Enquanto a tecnologia transforma positivamente a sociedade, ela também facilita a rápida disseminação de dados. Isso inclui a transmissão instantânea por aplicativos criptografados e o uso de plataformas digitais para manipulação de informações, como nas práticas de *spoofing*[3] e *pump and dump*[4].

Somado a isso, a pandemia do Covid-19 em meados de 2020 fez com que a maioria das pessoas permanecessem em casa, resultando em um aumento tanto no consumo quanto na produção de conteúdos digitais. Antes dominado pelos analistas profissionais, o mercado financeiro agora vê cada vez mais influenciadores digitais

---

[1]AKERLOF, George A. SHILLER, Robert. J. Pescando tolos. Trad. Eveline Machado. Rio de Janeiro: Altas Book, 2016, p.9.

[2] AKERLOF, George A. SHILLER, Robert. J. op.cit. p.9.

[3] Tal prática foi discutida no PAS CVM Nº 19957.010831/2019-37. A prática "consiste na inserção de ofertas de compra ou de venda com lote expressivo ("ofertas artificiais") com o objetivo de simular pressão compradora ou vendedora e, com isso, atrair contrapartes para execução de ofertas da investidora posicionadas no lado oposto do livro no preço pretendido."

[4] A prática de "pump and dump" foi levantada na Ação Penal nº 5067096-18.2012.4.04.7100/R em trâmite perante a 7ª Vara Federal de Porto Alegre. Trata-se de uma prática em que são realizadas inúmeras operações de compra de um mesmo ativo para subir o preço junto da divulgação de informações positivas. Após o ativo ser valorizado os investidores alienam em bloco e faz com que o preço despenque."

dedicando-se a atividades de investimento por meio de canais no *YouTube*, *Instagram*, *X* (antigo *Twitter*) e até no *TikTok*. Esses atores, chamados de *Finfluencers*, com seu impacto e engajamento, são responsáveis por influenciar o público-alvo na tomada de decisões a partir da produção de conteúdos digitais voltados ao mercado financeiro, como análises de mercado, incluindo previsões sobre tendências e desempenho da companhia, educação financeira com tutoriais, guias de como investir e economizar, notícias financeiras, avaliações de produtos, estratégias, entre outros.

Por conta do alcance e visibilidade dos *influencers*, as companhias têm os contratados para fins de *marketing*. Em entrevista feita pela TechCrunch no ano de 2019, o diretor da *Bain Capital Ventures* relatou que a atuação de *influencers* ganhou espaço no manual de *marketing* e que estão em busca de novas ferramentas para eles monetizarem ainda mais a sua influência.[5] No Brasil não é diferente: as instituições financeiras também dispõem de influenciadores para angariar novos públicos, a exemplo da XP, do BTG Pactual, da Clear Corretora e do Banco Modal.[6]

Apesar do relatório emitido pela ANBIMA ter concluído que a categoria com mais influenciadores ativos e com maior engajamento são propriamente os produtores de conteúdo (não autorizados ou habilitados), os analistas (habilitados) que produzem conteúdos digitais, por exemplo, também podem ser incluídos no termo *Finfluencer*.[7]

A partir do levantamento de dados feito pela CVM no estudo de análise de impacto regulatório "influenciadores digitais e o mercado de capitais brasileiro", foi constatado um aumento expressivo de novos investidores pessoa física no mercado de bolsa. A título de exemplo, de maio de 2019 a setembro de 2022 o número de investidores aumentou de 700 mil para 4,6 milhões.[8] Coincidentemente, o estudo apontou que a principal fonte de informações do investidor pessoa física é a mídia digital.[9]

---

[5] CLARK, Kate. Venture Capitalists 'Like and Subscribe' to Influencers. TechCrunch, 4 nov.2019. Disponível em: https://techcrunch.com/2019/11/04/venture-capitalists-like-and-subscribe-to-influencers/.

[6] ANBIMA. Relatório FInfluence – quem fala de investimentos nas redes sociais. 2ª ed. ANBIMA, Relatório. p.11-13.

[7] ANBIMA.op.cit. 33-34.

[8] Pessoas Físicas - Uma análise da evolução dos investidores na B3 – Setembro de 2022 – Disponível em:https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/5fd7b7d8-54a1-472d-8426-eb896ad8a3c4/e592e4a4-1ad2-61b5-9212-b958a9840577?origin=1.

[9] 73% dos entrevistados responderam que aprendeu a investir por meio de influenciadores e canais no youtube. s dados são da agência de marketing digital Sortlist, divulgados em junho de 2022, que analisou o uso médio da rede em diferentes aplicativos, publicado no site Edição do Brasil – Disponível em: https://edicaodobrasil.com.br/2022/06/10/brasil-e-o-terceiro-pais-do-mundo-que-mais-utiliza-as-redes-sociais/

Nota-se que o papel dos *Finfluencers* é crucial para a democratização do acesso ao sistema financeiro. Embora o relatório da ANBIMA tenha levantado a questão sobre liberdade *versus* censura no que diz respeito à regulação da atividade do *Finfluencer,* este estudo dá um passo à frente, partindo da premissa estabelecida pelo art. 5º, XIII, da Constituição Federal de que o exercício profissional é livre, mas que pode estar sujeito às limitações legais.

O cerne do problema surge quando o *Finfluencer* ultrapassa os limites estabelecidos pela lei e pela CVM. Em outras palavras, isso ocorre quando a sua atuação fica numa linha tênue que tangencia uma profissão regulamentada, como a de analistas e assessores, que são sujeitos a diversos limites regulatórios, incluindo regras de transparência sobre fatos relevantes, termos de adesão e qualificações mínimas.[10]

Nessa linha, tendo em vista que a profissão de *Finfluencer* não é regulamentada, a própria CVM em seu estudo sobre influenciadores digitais no mercado de capitais definiu esse tema como um problema regulatório, principalmente no que tange à transparência entre influenciadores e plataformas de investimentos com os participantes regulados.[11]

Não obstante, apesar de ser algo que não se decide do dia para a noite, vem sendo cobrado um posicionamento da CVM. Em entrevista fornecida à *Infomoney*, o Superintendente de relações com investidores institucionais da CVM disse “sinto que existe uma expectativa de alguns investidores de que a CVM seja quase um órgão de censura. A internet é um ambiente livre. O que nos interessa monitorar é a atividade profissional, que exige capacitação e credenciamento”.[12]

Na medida em que o número de *influencers* digitais financeiros e a velocidade de alcance dos perfis estão crescendo constantemente, exige-se, de outro lado, um posicionamento da CVM e das autorreguladoras, principalmente quando são

---

[10] FILHO, Ary Oswaldo Mattos et al. A crise, o mercado e os investidores: e outros ensaios sobre o mercado de capitais brasileiro. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022, p.135-136.

[11] CVM. Influenciadores digitiais e o mercado de capitais brasileiro. Uma análise o custo-benefício da edição de regramento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários. Rio de Janeiro: Asa, 2023, p.5.

[12] CVM está de olho em influenciadores do setor financeiro. *InfoMoney*, 13 jul. 2023. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/cvm-esta-de-olho-em-influenciadores-do-setor-financeiro/>. Acesso em: 26 jul. 2024.

ultrapassadas as barreiras dessa profissão, isto é, o exercício irregular de função previsto no art. 27-E da Lei nº 6.395/76. [13]

Portanto, é de suma relevância compreender o delito de exercício irregular de função, uma vez que o *Finfluencer* que ultrapassar as fronteiras regulatórias pode incorrer nessa prática.

1.2. Objetivo e problema de pesquisa

Diante do cenário em que influenciadores digitais produzem conteúdos sobre o mercado de capitais, uma profissão não regulamentada pela CVM, é possível que ultrapassem fronteiras e incorram em crimes contra o mercado de capitais, sobretudo o previsto no art. 27-E da Lei nº 6.385/1976.

O exercício irregular de função já era coibido pelo ordenamento jurídico brasileiro muito antes da "era dos influenciadores digitais". Desafios sempre existiram, principalmente o de conciliar a seara criminal e administrativa, considerando a intersecção que há entre elas. Mas, com a era digital e o consequente aumento de *influencers* digitais atuando no mercado financeiro, os desafios ganham novos contornos, como a compreensão de qual é o papel regulatório e os reflexos na interpretação do próprio tipo penal.

Aliado a essas questões, o 27-E da Lei nº 6.385/1976 apresenta problemas dogmáticos, tal como a indeterminação de conceitos, uma vez que o seu conteúdo proibitivo não pode ser compreendido sem analisar o âmbito regulatório. Assim, o desafio central deste trabalho consiste em analisar, identificar e aplicar as normas extralegais na denotação dos termos dos elementos objetivos do tipo.

Considerando a acessoriedade administrativa no direito penal, o presente estudo pretende responder ao seguinte questionamento: quais são os pressupostos dogmáticos para imputar o crime de exercício irregular de função ao influenciador digital?

Para responder essa pergunta, objetiva-se: (i) analisar as normas regulatórias da CVM e autoregulatórias da ANBIMA e da BSM; (ii) analisar os limites da acessoriedade administrativa, seu caráter relativo ou absoluto; (iii) interpretar o tipo objetivo do art. 27-E conforme as normas analisadas e, por fim, (iv) realizar a

[13] ANBIMA. Relatório. op.cit. p.6-7.

subsunção de um caso-base envolvendo influenciador digital ao art. 27-E da Lei nº 6.385/76.

1.3 O grupo de casos que inspirou este trabalho

Caso 1: Um influencer digital “A” com elevado engajamento em conteúdos sobre investimentos publica semanalmente um vídeo em seu canal do *youtube* falando sobre um ativo financeiro e a sua perspectiva de rentabilidade. “A” fez um vídeo falando que as ações de determinada companhia caíram após o desastre climático no estado no qual ela é muito presente. Porém, após a recuperação econômica do estado o preço das ações subiriam porque as pessoas precisariam comprar aqueles produtos de subsistência e com isso o investidor que comprasse hoje as ações teriam uma boa rentabilidade a longo prazo. “A” analisou o posicionamento da empresa nos últimos cinco anos, a sua receita líquida, o preço/lucro (P/L), e concluiu que a empresa é financeiramente estável e que não possui um endividamento gigantesco. Por fim, alertou os seus seguidores que a compra dessa ação seria uma forma de ajudar aquele estado a se recuperar, mesmo que indiretamente.

Caso 2: “B” é altamente qualificado no setor de investimentos, possui graduação em economia e diversas especializações. Já trabalhou em instituições financeiras, mas hoje é *Finfluencer* com grande engajamento nas redes sociais. A instituição financeira “C” o contratou para realizar propagandas a fim de influenciar investidores a investirem em bitcoin. “C” fez um processo seletivo rigoroso, atestando que “B” seria qualificado e que cumpriria com as políticas internas da empresa. Inclusive, “C” seguiu todas as orientações emitidas pela Nota de Orientação nº 20/2023 da BSM a respeito da relação contratual com influenciadores digitais e as normas da CVM, exceto o registro do influenciador como assessor de investimento na CVM, pois a habilitação não sairia em tempo hábil e perderiam o tempo de realizar a propaganda. Diante disso, “C” reforçou a supervisão e fiscalização para garantir que “B” realizasse sua função em consonância com as regras.

Caso 3: “D” é uma influencer digital que produz conteúdo sobre estilo de vida, moda e beleza. “D” tem um contrato de comissão com a empresa “E”, cujo objeto social é a produção de produtos cosméticos. “D” é contratada para fazer propaganda

dos produtos de “E” e recebe um percentual de acordo com as vendas. Certo dia, “D” fez uma live no Instagram falando que “E” lançaria um produto inovador e revolucionário no mercado e que provavelmente ultrapassaria as outras empresas concorrentes na Bolsa de Valores. No entanto, esse produto era apenas uma ideia, nunca houve uma perspectiva concreta de lançamento. Além disso, “D” não divulgou o fato de que tinha várias ações da empresa “E”. A *live* alcançou 5 milhões de visualizações.

2 REGULAÇÃO E AUTORREGULAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS

Em um mundo em que os indivíduos são maximizadores de seus próprios interesses, o mercado está sujeito a decisões individuais e a imperfeições. Diante desse cenário, a Constituição brasileira, ao mesmo tempo em que optou por um modelo baseado na liberdade econômica, também instituiu o papel do Estado como agente regulador da economia[14], como forma de limitar a atuação de agentes econômicos e reduzir as falhas de mercado.[15] Essa regulação se divide em duas espécies, quais sejam: a heterorregulação, desempenhada pelo Estado, e a auto-regulação, a cargo dos próprios participantes do mercado sujeitos à regulação.[16]

2.1 A regulação do mercado de capitais

O mercado de capitais caracteriza-se como um sistema no qual as operações são realizadas através da emissão pública de valores mobiliários em que, de um lado, canalizam-se recursos para empresas e, em contrapartida, o detentor da poupança visa um retorno lucrativo sobre o capital de risco investido.

O mercado de capitais não é chamado de mercado de participações por acaso, uma vez que o investidor passa a ter uma participação sobre os lucros da companhia. O retorno financeiro depende do desempenho da companhia. Se os resultados da companhia não estiverem sendo positivos, o investidor pode aliená-los a qualquer momento, pois se trata de um mercado líquido. Essa relação entre investidor e entidade emissora não é intermediada por uma instituição financeira como ocorre no mercado de crédito.[17]

O mercado de capitais é denonimado como de “alto risco” ou “renda variável” – como regra, já que há títulos de renda fixa, como as debêntures –, pois o risco assumido pelo investidor é maior do que no mercado de crédito[18] por dois motivos. A

---

[14] GRAU, Eros Roberto. A ordem econômica na constituição de 1988. Brasil: Malheiros Editores, 2005, 10ª ed., p.26-28.
[15] DUTRA, Marcos Galileu Lorena. As novas estruturas organizacionais das bolsas. 2008. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008, p. 39.
[16] DUTRA. op. cit. p.41.
[17]Zunzunegui, Fernando. Derecho del mercado financiero. Madrid: 2005, Marcial Pons, p. 24.
[18] O mercado de crédito é caracterizado pela renda fixa em que existe a participação de uma entidade financeira para intermediar a relação entre deficitário e superavitário. Zunzunegui, Fernando. op.cit.

um, os recursos são transferidos diretamente sem a intermediação da entidade financeira – a qual, no mercado bancário, toma para si o risco das operações –, de modo que o risco é assumido pelo próprio investidor. A dois, os investimentos são preponderantemente de renda variável, o que significa que no momento de compra do valor mobiliário não é possível auferir a sua rentabilidade, pois dependerá da *performance* da companhia. Essa diferença entre o grau do risco assumido pelo investidor no mercado de crédito e de valores mobiliários faz com que este último tenha mecanismos de proteção distintos na seara criminal. Não há um tipo penal na Lei nº 7.492/1986 criminalizando o exercício irregular de função de analista no mercado de crédito, por exemplo, assim como ocorre na Lei nº 6.385/76.

Portanto, a decisão de investir no mercado de valores mobiliários – em que a rentabilidade tende a ser maior – é reflexo da lógica econômica de que o ser humano é maximizador racional de seus próprios interesses. Se o mercado de capitais funcionar bem, o ganho é duplo: a poupança interna é estimulada e as companhias garantem uma forma adicional (e mais barata) de captar recursos.

No mundo perfeito, o risco assumido pelo investidor seria apenas aquele referente à variabilidade do investimento, cuja rentabilidade depende do desempenho da companhia. Porém, fato é que o mercado está sujeito a falhas que desestruturam o seu bom funcionamento. Assim, surge a regulação para impor limites à atuação dos participantes do mercado e aos respectivos bens negociados, objetivando atingir um mercado justo e igualitário, através de três princípios: eficiência, estabilidade e transparência.[19]

A eficiência está relacionada à mobilização da poupança, superando as deficiências do mercado, tais como a assimetria informacional e práticas abusivas. [20] Conforme demonstrado, os *Finfluencers* contribuíram com o aumento dos investidores no país. Apesar de eles corroborarem com a eficiência ao explicarem conceitos financeiros complexos de maneira simples e compreensível, bem como ajudando os seus seguidores a tomar decisões informadas rapidamente, podem comprometer a eficiência com informações equivocadas ou de má qualidade.

---

p.22-23.

[19]Zunzunegui, Fernando. Derecho del mercado financiero: Madrid, Marcial Pons, pp 21 a 48; Cranston, Ross. Principles of banking law: New York, Oxford, 3rd edition, p.24-25.

[20] Zunzunegui, Fernando. Derecho del mercado financiero. op.cit. p. 35-36.

A estabilidade está relacionada a três fatores que devem ser harmonizados por uma companhia: solvência, liquidez e rentabilidade. Caso não estejam alinhados, pode haver uma crise de confiança, que não afeta apenas a entidade, mas o sistema financeiro (risco sistêmico).[21] A atividade desempenhada pelos *Finfluencers* pode refletir na estabilidade do sistema, por exemplo, quando a rejeição ou recomendação de um produto pelo *influencer* impactar no preço das ações.

Considerando que o mercado financeiro é imperfeito, existe uma assimetria informacional, em que uma das partes tem mais informação do que a outra. Com isso, a transparência objetiva proteger o público poupador dessa desigualdade de informações, para evitar perdas dos pequenos depositantes e investidores, tendo em vista que para eles o impacto é muito maior com relação a grandes investidores. Isso afeta o sistema financeiro, pois a quebra da confiança é transmissível aos demais. A ideia central, portanto, é que o investidor tome sua decisão de investimento com base em informações claras e rapidamente disponibilizadas a todo o mercado.[22] Os patrocínios e as publicidades dos *Finfluencers* devem ter clareza e transparência; é necessário, por exemplo, que se saiba se estão sendo remunerados para promover um produto ou serviço.

No final, o objetivo primordial é a proteção de investidores visto que são eles que fazem a poupança se mobilizar através da aplicação de seus recursos em valores mobiliários. É importante que tenham confiança nas companhias emissoras e nas entidades financeiras, de modo que tomem suas decisões com base em informações íntegras e verazes. [23] A ideia é que o risco do investimento seja inerente da própria variabilidade do valor mobiliário e não de desconfiança com relação aos intermediários. [24]

Por tais motivos, o órgão regulatório deve criar normas para que os investidores tenham informações qualificadas e igualitárias, tais como a obrigatoriedade de divulgação de informações, proibição de negociação com informações privilegiadas, vedação de manipulação de mercado etc.[25]

---

[21] Zunzunegui, Fernando. Derecho del mercado financiero. op.cit. p 37-38.
[22] Zunzunegui, Fernando. Derecho del mercado financiero. op.cit. p 38-40.
[23] Eizirik, Nelson; Gaal, Ariádna; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 2 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 13-20.
[24] Aqui a expressão não se refere apenas às instituições financeiras, mas todos aqueles que participam do mercado de valores mobiliários, como corretoras, analistas, assessores.
[25] Eizirik. Mercado de capitais. op.cit. p.19.

2.1.1 A CVM e as suas atribuições

A Lei nº 6.385/1976 criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda – para cuidar da regulamentação do mercado de capitais. Em 2002, com a Lei nº 10.441/2002, fruto da Medida Provisória nº 8, foi atribuída à CVM a condição de entidade autárquica em regime especial – agência reguladora.

A autarquia integra a Administração Indireta e somente pode ser criada por uma lei específica (art. 37, XIX, CF), que lhe incumbe de prestar serviços públicos ou atividades administrativas de forma autonoma e descentralizada, o que significa que ela não se submete à hierarquia da Administração Direta, podendo gerir suas atividades sem ingerências, apesar de estar sujeita ao controle de tutela exercido pela Administração Direta, para verificar se o ente está cumprindo com a sua finalidade. [26]

Com isso, a CVM, como reforçado pelo art. 5º da Lei nº 6.385/1976, possui independência, autonomia e estabilidade para exercer a sua atividade pública de forma especializada, qual seja, a regulamentação, administração e fiscalização do mercado de valores mobiliários (art. 8º), mais especificamente da emissão, distribuição, negociação, intermediação, administração de carteiras, custódia e auditoria das companhias abertas e exerce, por conseguinte, todas as funções necessárias para a realização daquelas atividades. (art. 4º). Todas essas atividades devem ser, ao fim e ao cabo, supervisionadas pelo Ministério da Fazenda, para garantir que a CVM está em consonância com os princípios da administração pública e às limitações. Somado a isso, a CVM ser elevada à condição de agência reguladora significa que possui regime jurídico especial consistente em maior autonomia decisória e poder normativo técnico. [27]

Para o exercício de sua atividade, a CVM possui três poderes: o normativo, fiscalizatório e sancionador. No que toca ao poder normativo, não se trata de uma delegação do poder legislativo, mas, sim, de uma possibilidade conferida ao regulador de ponderar os conflitos de interesses públicos e privados em consonância com a Lei

---

[26] NOHARA, Irene Patrícia D. Direito Administrativo. São Paulo: Grupo GEN, 2023, p.556.
[27] NOHARA. op.cit. p.560.

que a instituiu e com a política pública que ensejou a sua criação. [28] Na prática, as normas emitidas pela CVM complementam, explicam e executam as normas referentes ao mercado de capitais[29], através de atos editados pelo colegiado da CVM, os quais são denominados “resoluções”[30], assim como de ofícios circulares, que são emitidos pelas áreas técnicas da CVM, cuja função é orientar os participantes do mercado acerca de normativos a serem cumpridos.[31] Essa função é de suma importância, pois permite que o sistema se oxigene, acompanhando as mudanças econômicas de forma mais rápida e específica.

Exemplos de regulamentação normativa pela CVM são as profissões de administrador de carteira (Resolução CVM 22, Ofício-Circular nº 10/2021), assessor de investimento (Resolução CVM 178), auditor independente (Resolução CVM 23 e Ofício-Circular/SNC/GNA 01/22), analista de valores mobiliários (Resolução CVM 20, Ofício Circular CVM/SIN 13/20) e agente fiduciário (Resolução CVM 17), as quais serão tratadas mais especificamente adiante, visto que são o objeto central deste estudo.

Nos termos do art. 8º, IIII, da referida lei, a CVM possui função fiscalizatória, que visa supervisionar as condutas no mercado de capitais, a fim de previnir e reprimir aquelas que violam as regras estipuladas[32]. Nesse âmbito, tem competência, por exemplo, para a suspensão de negociações de valores mobiliários (art.9º, §1º, I). O *enforcement* é importante para identificar quem está sujeito às regras da CVM: por exemplo, se alguém que está exercendo determinadas atividades no mercado de valores mobiliários será considerado um participante de mercado, pois, caso não seja regulamentado, a CVM não pode aplicar sanções em razão do descumprimento de regras. Por exemplo, nesse último caso, o órgão regulatório não pode aplicar sanções aos *Finfluencers* por atuarem com conflito de interesses, uma vez que não é uma profissão regulamentada.

---

[28] CAVALI, Marcelo Costenaro. Manipulação do mercado de capitais – fundamentos e limites da repressão penal e administrativa. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p.226.
[29] JAKOBI, Karin B.; RIBEIRO, Marcia Carla P. A análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais. São Paulo: Grupo GEN, 2014, p.135.
[30] BRASIL. Decreto nº 12.002, de 2024. Estabelece normas para elaboração, redação, alteração e consolidação de atos normativos. Diário Oficial da União: Seção 1, Brasília, DF, 23/04/2024. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2024/decreto/D12002.htm.
[31] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Ofícios Circulares. Disponível em:https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares.html.
[32] Trata-se do exercício do poder de polícia, que corresponde a restrição de direitos individuais, em especial a propriedade e liberdade, em prol do interesse coletivo.NOHARA, Irene Patrícia D. Direito Administrativo. São Paulo: Grupo GEN, 2023. p.147.

O art. 9º da Lei nº 6.385/76 prevê uma série de atos de investigações que podem ser realizados pela agência reguladora, por exemplo, intimação de pessoas para prestação de informações, requisição de informações, apuração de atos ilegais. Já o art. 11 do referido dispositivo legal preceitua as penalidades que poderão ser impostas aos infratores da norma.

O poder punitivo é precedido de procedimento administrativo (art. 9º, V, Lei nº 6.385/76) conduzido pela Superintendência de Processos Sancionadores (art. 21, Decreto nº 6.382/2008) em observância à Lei nº 9.784/1999, que disciplina o processo administrativo sancionador.

2.2 A autorregulação no mercado de capitais

Como demonstrado no tópico anterior, o Estado intervém diretamente na economia por meio da regulação a fim de editar normas, fiscalizar e sancionar o comportamento dos agentes econômicos. Porém, em razão da complexidade do mercado de capitais e dinamicidade da economia é essencial que os próprios regulados também participem da regulação. Com isso, neste tópico se pretende compreender a relevância da autorregulação e as principais instituições que atuam sobre o mercado de capitais, quais sejam: a ANBIMA e a BSM.

2.2.1 O papel da autorregulação

A autorregulação, como espécie da regulação, apesar da natureza privada, tem um viés coletivo, não se tratando de uma autodisciplina de um determinado agente econômico. O seu escopo é normatizar e fiscalizar os próprios membros atuantes em determinado setor da economia, visando manter os padrões éticos e a observância às regras. [33] Não se trata de substituição da regulação, mas de um complemento, o que significa que a edição de determinadas normas não exclui o poder de normatização da CVM, pois o seu objetivo é aumentar a eficiência da atividade regulatória e não de centralizar essas atividades.

[33] ZANOTTA, Alexandre. Regulação e auto-regulação no mercado de capitais brasileiro. São Paulo, Puc, 2005. (Ferraz 2012).

Ou seja, embora a autorregulação fique a cargo de entidades privadas, o Estado não fica totalmente de fora, podendo intervir em casos em que o autorregulador não cumpre com a sua finalidade ou não consegue resolver as imperfeições do mercado.[34] A ideia é que a autorregulação e a heterorregulação coexistam entre si no que tange a consecução de regras, monitoramento e *enforcement*.

Segundo DUTRA, a vantagem da autorregulação reside na especialização e tecnicidade do órgão autorregulador, que o capacita a elaborar as regras a serem seguidas pelos participantes do mercado. Por exemplo, a BSM consegue supervisionar a bolsa de valores mobiliários porque está mais familiarizada com as negociações.[35] Ademais, o fato de possuir receitas próprias, sem depender de recurso estatal, propicia uma maior independência e autonomia na execução de suas atividades. [36]

No entanto, a autorregulação não é isenta de críticas. GALILEU aponta um possível conflito de interesses dado que as instituições representam os interesses das pessoas sujeitas a essas regras e ao *enforcement*.[37] Por esta razão, em alguns casos a autorregulação não é suficiente, sendo necessária a atuação aliada à CVM.

Especificamente no que concerne ao mercado de capitais, o art. 8º da Lei nº 6.385/76 ao estabelecer a competência da CVM no seu §1º deixa uma abertura para autorregulação, na medida em que dispõe que "o disposto neste artigo não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados".

---

[34] MOREIRA, Vital. Auto-regulação profissional e administração pública, p. 52-53
[35] DUTRA. op.cit. p.47
[36] DUTRA. op.cit. p.47
[37] DUTRA. op.cit. p.50.

2.2.2 ANBIMA

A ANBIMA tem como objetivo representar, autorregular, informar e educar o mercado financeiro e de capitais de forma voluntária e privada. [38] A sua atividade autorregulatória se divide em regulação e melhores práticas, supervisão de mercados e *enforcement*. Através de estudos, pesquisas e relatórios, as comissões temáticas de representação criam códigos, procedimentos, guias de boas práticas, comunicados, circulares, informativos, relatórios. Depois disso, são submetidas à área de supervisão, que é responsável por monitorar, investigar e acompanhar e, por fim, ao *enforcement*, cuja função é instaurar processos administrativos, celebrar termos de compromisso e aplicar penalidades. Somente se sujeitam a essas regras as instituições que a elas aderem voluntariamente, isto é, diferentemente da regulação, as instituições podem escolher se desejam se submeter à ANBIMA.

Em 13 de novembro de 2023 entrou em vigor o normativo sobre regras e procedimentos para contratação de influenciadores digitais[39] por instituições participantes da ANBIMA com fins de publicidade de produtos de investimentos, serviços e intermediação e outras atividades de distribuição. O normativo estabelece regras de transparência, responsabilidades e armazenamento.

A ANBIMA publicou a 5ª edição do relatório "Finfluence – *Quem fala de investimentos nas redes sociais*". De modo geral, o estudo demonstrou o engajamento e relevância dos influencers digitais, indicando os produtos mais falados e os influenciadores com mais audiência. No entanto, não entrou no aspecto regulatório. [40]

Ademais, em reposta à consulta pública proposta pela CVM sobre repercussões da atuação de influenciadores digitais no mercado de capitais, a ANBIMA encaminhou uma série de sugestões que deveriam ser analisadas pelo órgão regulador, tais como o conceito de recomendação de produto, inclusão na descrição

---

[38] ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). Posicionamento. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/a-anbima/posicionamento.htm.

[39] O normativo define influenciadores digitais como aqueles que "produzem conteúdo sobre investimentos, finanças pessoais e educação financeira, podendo engajar investidores em mídias sociais diversas e/ou outros meios de divulgação."

[40] ANBIMA. Relatório FInfluence. 2ª edição. São Paulo: Anbima, 2022.

do perfil do usuário de eventual vínculo com a instituição distribuidora e tratativa do que é publicidade.[41] No entanto, as sugestões da autorreguladora não parecem resolver o problema da falta de regulação, pois não abrangem os influenciadores que atuam sem vínculo com uma instituição, nem os responsabilizam por atos abusivos.

2.2.3 BSM

Nos termos do art. 17 da Lei nº 6.385/76, a BSM Supervisão de Mercados é uma autorreguladora regulada pela CVM, cujo escopo é supervisionar e fiscalizar os mercados organizados administrados pela B3 na condição de órgão auxiliar da CVM, através de autonomia administrativa, financeira e patrimonial. [42]

Apesar de os *Finfluencers* não serem regulamentados pela CVM, a BSM reconhece a relevância da influência na tomada de decisões de investimentos, principalmente pelo fato de o marketing digital estar em constante crescimento, atraindo mais influenciadores para contribuírem com a educação financeira ao disseminar informações ao público. Assim, como forma de garantir o bom desempenho da profissão e evitar uma prática irregular no mercado, a BSM emitiu a nota de orientação nº 20/2023 de melhores práticas a serem adotadas pelos participantes dos mercados organizados administrados da B3 na relação contratual estabelecida com os *Finfluencers*. No entanto, ficam de fora dessas regras os *influencers* que atuam livremente no mercado sem vinculação a uma determinada companhia.

Através da emissão da nota, a BSM visa instituir recomendações para que as obrigações exigidas pela CVM sejam cumpridas, por exemplo, *due dilligence* do influenciador, contratação formal, regras referentes a forma de divulgação da relação contratual existente entre participante e influenciador, monitoramento, entre outras.[43]

---

[41] ANBIMA. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/resposta-a-consulta-publica-da-cvm-sobre-influenciadores-sugere-diferenciar-opiniao-de-recomendacao-ou analise.htm#:~:text=disponibilizam%20seus%20conte%C3%BAdos.,Audi%C3%AAncia%20p%C3%BAblica%20da%20CVM,reguladas%20na%20contrata%C3%A7%C3%A3o%20desses%20profissionais

[42] BRASIL. BSM. Quem somos nós. Disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/supervisao-de-mercado/como-funciona.

[43] BSM. NO 20/2023: Nota de Orientação referente às melhores práticas a serem adotadas pelos Participantes dos mercados organizados administrados da B3 (“Participantes”) na relação contratual estabelecida com Influenciadores (“Nota de Orientação”). BSM Supervisão: São Paulo, 2023.

Diferentemente das normas emitidas pela CVM, estas não são obrigatórias, mas, sim, meras recomendações.

2.3 Perspectivas sobre uma regulamentação específica de influenciadores digitais

O cerne desta pesquisa é o estudo do crime de exercício irregular de funções sob a ótica dos influencers digitais, mais especificamente, dos *Finfluencers.* Mas, afinal, quem são eles?

O próprio nome já diz: são aqueles que influenciam pessoas na tomada de decisões através de uma identidade na internet que é reconhecida e comercializável. [44] Existem vários tipos de *influencers*, como CEOS, *ex-chairmans*, economistas, administradores de empresas, analistas, investidores assíduos ou até amadores. Cada qual com a sua capacidade de influenciar de acordo com o seu alcance e engajamento. Produzir conteúdo nas redes sociais também é uma atividade profissional, pois, na maioria das vezes, gera lucros em razão das publicações nas redes sociais, seja de forma direta ou indireta.

A B3 realizou uma pesquisa que constatou o aumento expressivo de mais de 700 mil investidores em maio de 2019 para aproximadamente 4,6 milhões em setembro de 2022, sendo que 73% aprenderam a investir por meio de canais no *youtube* e por influenciadores digitais. [45] Somado a isso, segundo relatório da ANBIMA, o número de influencers digitais que se dedicam às atividades financeiras – os chamados *Finfluencers* – cresce constantemente. [46]

A importância dos *Finfluencers* para a democratização do acesso ao mercado de capitais é inegável. No entanto, essa atividade passa a ser um problema quando se confunde com profissões reguladas pela CVM, por exemplo, analistas, assessores, consultores, entre outras. Os participantes de mercado não são regulados por acaso. Investir no mercado de valores mobiliários demanda riscos altos, motivo pelo qual as

---

[44] ORANBURG, Seth C. A History of Financial Technology and Regulation from American Incorporation to Cryptocurrency and Crowdfunding. Cambridge University Press: Cambridge, 2022, p.
[45] Pessoas Físicas - Uma análise da evolução dos investidores na B3 – Setembro de 2022 – Disponível em: https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/5fd7b7d8-54a1-472d-8426-eb896ad8a3c4/e592e4a4-1ad2-61b5-9212-b958a9840577?origin=1
[46] ANBIMA. https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos-2.htm.

profissões que interferem na tomada de decisão dos investidores na negociação de um ativo financeiro devem obedecer a uma série de obrigações, como transparência, não sujeição a conflitos de interesses, envio de informações e outras restrições.

Porém, os *Finfluencers* não são regulados pela CVM e, portanto, não estão sujeitos às suas regras. Isso significa que o profissional não habilitado ou autorizado não passou pelo filtro de requisitos para o exercício da profissão.

Ademais, o abuso, a falta de transparência e o conflito de interesses não podem ser punidos na esfera administrativa, o que acaba sendo uma disparidade com relação aos profissionais habilitados. Por exemplo, um *influencer digital* não habilitado pelo órgão tem a liberdade de fazer a *valuation* de uma companhia e dar a perspectiva lucrativa de um ativo com base em opiniões pessoais sem ser submetido às mesmas regras de um analista habilitado.

Além da desigualdade de tratamento, a ausência de regulamentação pode fomentar a desproteção do investidor, que está mais sujeito a abusos e informações desqualificadas, pois o *influencer* não possui as obrigações administrativas do mesmo modo que as atividades reguladas. O problema envolve duas searas: os *influencers* digitais que são contratados por companhias para fins de marketing financeiro e aqueles que atuam livremente.

Com relação aos influenciadores contratados por companhias para fins de marketing, a BSM emitiu a Nota de Orientação nº 20/2023 de melhores práticas a serem adotadas pelos Participantes dos mercados organizados administrados da B3 na relação contratual estabelecida com os *Finfluencers*, o que, em princípio, poderia resolver parte do problema, tendo em vista que companhias estariam sujeitas às regras. Porém, quanto aos influencers que atuam livremente por meio de redes sociais ainda não há regulamentação a respeito tanto por parte da CVM quanto por parte de agências autorreguladoras.

Esse tema vem sendo recorrentemente objeto de pautas de discussões. Por exemplo, em entrevista fornecida à *Infomoney*, o Superintendente de relações com investidores institucionais da CVM assentou: “sinto que existe uma expectativa de alguns investidores de que a CVM seja quase um órgão de censura. A internet é um ambiente livre. O que nos interessa monitorar é a atividade profissional, que exige capacitação e credenciamento”. [47]

---

[47] INFOMONEY. CVM está de olho em influenciadores do setor financeiro. InfoMoney, 27 set. 2023.

A Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA) divulgou um estudo reconhecendo a existência de um problema regulatório com relação aos *flnfluencers*. Segundo a pesquisa, apesar de a transparência e higidez geral do mercado estarem em jogo, a regulação não justificaria a restrição da liberdade de expressão em produzir conteúdo sobre investimentos.[48]

Contudo, a ausência de regulação transcende os problemas da esfera administrativa, trazendo reflexos no direito penal, pois, se nem mesmo a CVM regulamenta os *Finfluencers*, questiona-se como é legítimo criminalizar uma conduta praticada pelo influencer em exercício irregular da função (art. 27-E da Lei nº 6.385/76).

No final de 2023, a CVM propôs uma consulta sobre repercussões da atuação dos influenciadores digitais no mercado de capitais, objetivando receber sugestões do público acerca de possível regulação impondo obrigações e responsabilidades às companhias ao contratarem ou atuarem como influenciadores, mais especificamente sobre regras de contratação e transparência, questões relacionadas a linguagem e comunicação e às atividades de analistas de modo geral.[49]

O tema é, portanto, incipiente no Brasil e demanda mais análise com relação ao comportamento dos *Finfluencers* antes de pensar na regulação.

3 ANÁLISE DOGMÁTICA DO ART. 27-E DA LEI Nº 6.385/197

Apontada a estrutura do mercado de valores mobiliários e a importância da regulação, o próximo passo é analisar os pressupostos dogmáticos do crime de exercício irregular de função tipificado no art. 27-E da Lei nº 6.385/76 no contexto das

---

Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/cvm-esta-de-olho-em-influenciadores-do-setor-financeiro/>. Acesso em: 29 set. 2024.

[48]Assessoria de análise econômica e gestão de riscos. Uma análise do custo-benefício da edição de regramento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários. 2023.

[49] https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2023/cvm-propoe-consulta-sobre-repercussoes-da-atuacao-dos-influenciadores-digitais-no-mercado-de-capitais

atividades desempenhadas por *Finfluencers*. No entanto, antes de explorar os elementos do tipo objetivo, é preciso ter uma visão geral de institutos que refletem na análise típica.

3.1 Considerações preliminares

O exercício irregular de atividade no mercado de valores mobiliários foi tipificado criminalmente no art. 27-E da Lei nº 6.385/1976 com o advento da Lei nº 10.303/2001. De lá para cá, a Lei nº 14.317 de 2022 alterou a expressão "atuar" para "exercer", bem como a expressão "agente autônomo de investimento" por "assessor de investimento". No entanto, as alterações não acarretaram grandes diferenças práticas.

Apesar de mais de duas décadas de criminalização, a discussão sobre o crime de exercício irregular ainda é incipiente no Brasil. A relevância de estudá-lo justifica-se pelo fato de o tipo conter expressões indeterminadas que demandam o conhecimento do direito administrativo e do mercado de capitais, fato que dificulta a interpretação pelo aplicador da norma. Assim, propõe-se, primeiramente, apresentar algumas considerações relevantes à análise dogmática do tipo, as quais servirão como critérios interpretativos.

3.1. 1 Acessoriedade administrativa

Considerando que a CVM regula o mercado de capitais através da criação de normas, fiscalização e aplicação de sanções, os crimes contra o mercado de capitais previstos na Lei nº 6.385/76 interagem com a esfera administrativa no âmbito material e processual, na medida em que trazem reflexos tanto na interpretação do conteúdo proibitivo do tipo quanto na análise da (in)dependência da vinculação de uma decisão. Essa acessoriedade administrativa, no entanto, não é isenta de objeções. A exemplo, LOBATO apresenta críticas de política-criminal, tal como a discricionariedade e a ampla legalidade administrativa, e de cunho dogmático, na perspectiva principiológica da legalidade e da separação de poderes.[50] Porém, não é esse o ponto de partida do

[50] LOBATO, José Danilo Tavares. Acessoriedade administrativa, princípio da legalidade e suas (in)compatibilidades no direito penal ambiental. In.: Revista Brasileira de Ciências Criminais, São Paulo, v. 18, n. 83, p. 244-245.

presente trabalho, motivo pelo qual partir-se-á da premissa de que a acessoriedade administrativa existe e é necessária à interpretação do crime de exercício irregular de atividades no mercado de valores mobiliários.

Na perspectiva do direito material existe uma intersecção entre o direito penal e o direito administrativo para interpretar o conteúdo proibitivo do art. 27-E da Lei nº 6.385/76. Isso advém de uma das características do Direito Penal Econômico, que é a construção de tipos formados por elementos cuja interpretação depende de outras áreas do saber jurídico, por envolver conhecimentos específicos, que estão em constante mudança, a exemplo do sistema financeiro, do mercado de capitais, da ordem econômica e tributária, entre outros.[51]

Essa interpretação do tipo conforme as normas administrativas é chamada de acessoriedade material, a qual, segundo a doutrina, se divide em três espécies: conceitual, normativa e ao ato.

A primeira se constata quando a interpretação de um elemento do tipo remete a conceitos do direito administrativo[52], como ocorre na expressão "valor mobiliário" prevista no art. 27-C da Lei nº 6.385/76. LOBATO aponta que a infringência do tipo penal está condicionada a violação de uma prescrição normativa. Ainda, o autor menciona que esse primeiro grupo não costuma gerar controvérsias, exceto quando os conceitos são interpretados de forma distinta entre a seara administrativa e a penal. [53]

A segunda, também denominada como elementos penais em branco, se refere à remissão do tipo a normas administrativas, as quais delimitam o limite de proibição, isto é, a infringência a normas administrativas de caráter geral é pressuposto da incidência do tipo penal. [54] LOBATO define esse segundo grupo como "dependência do Direito Penal às normas legais e infralegais do Direito Administrativo."[55] Por exemplo, a expressão "ou utilizá-la em infringência das normas de proteção" no crime ambiental contra a flora previsto no art.38 da Lei nº 9.605/1998.[56]

---

[51] HORTA, Frederico. Do erro sobre os elementos normativos das leis penais no direito penal econômico. In: LOBATO, José Danilo Tavares; MARTINELLI, João Paulo; SANTOS, Humberto Souza. (Org.). Comentários ao direito penal econômico brasileiro. 1ed.Belo Horizonte: D'Plácido, 2017, p. 315-316.

[52] COSTA, Helena Regina Lobo da. Proteção penal ambiental: viabilidade, efetividade, tutela por outros ramos do direito. São Paulo: Saraiva, 2010, p.71.

[53] LOBATO, José Danilo Tavares. p.8.

[54] COSTA, Helena Regina. op.cit. 72.

[55] LOBATO.P.9.

[56] Art. 38. Destruir ou danificar floresta considerada de preservação permanente, mesmo que em formação, ou utilizá-la com infringência das normas de proteção.

A terceira diz respeito a casos em que a lei faz remissão a um ato administrativo de alcance concreto, como licença, autorização e permissão. A licença é caracterizada como um ato administrativo vinculado e definitivo, que confere ao particular o exercício de uma atividade quando preencher os requisitos legais.[57] A autorização, por sua vez, é um ato administrativo precário e discricionário, que faculta o particular a usar o bem público, prestar serviço público, desempenhar atividade material ou a praticar um ato cuja ausência de consentimento o tornaria legalmente proibido.[58] Enquanto no primeiro se verifica o preenchimento de requisitos legais, no segundo a Administração Pública avalia o interesse do particular em face do interesse público. Por fim, a permissão se trata de um ato administrativo unilateral, discricionário e precário, gratuito ou oneroso, no qual a execução de serviço público ou a utilização privativa de bem público é facultado ao particular. [59]Essa modalidade de acessoriedade é muito comum nos crimes ambientais, por exemplo na expressão "cortar árvores em floresta considerada de preservação permanente, sem permissão da autoridade competente" prevista no art. 39 da Lei nº 9.605/1998. [60]

CAVALI vislumbra os três tipos de acessoriedade no art. 27-E da Lei nº 6.385/76: a conceitual nas expressões referentes às profissões no mercado de capitais, tais como "agente autônomo de investimento", "auditor", "analista"; aos normativos ao remeter à exigência "por lei ou regulamento"; e ao ato administrativo individual, na expressão "autorizado ou registrado junto à autoridade administrativa competente".[61]

Segundo GRECO, nesses casos em que as normas fazem remissão expressa ao direito administrativo, a exigência à contrariedade à norma administrativa infralegal ou a ato administrativo geral é critério decisivo para auferir a tipicidade. Ou seja, a atipicidade é determinada *ex ante* pelo órgão administrativo. Por exemplo do art. 39 da Lei nº 9.605/1998, se a autoridade administrativa concedeu a permissão para o corte de árvores, automaticamente está excluída a tipicidade. [62]

---

[57] PIETRO, Maria Sylvia Zanella D. Direito Administrativo. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2023, p. 260. Disponível em: https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559646784/. Acesso em: 25 set. 2024.
[58] PIETRO, Maria Sylvia Zanella D. Direito Administrativo. op.cit. p. 259.
[59] PIETRO, Maria Sylvia Zanella D. Direito Administrativo. op.cit. p. 261.
[60] GRECO, Luís. A relação entre o direito penal e o direito administrativo no direito penal ambiental: uma introdução aos problemas da acessoriedade administrativa. Revista de Ciências Criminais, 2006, p.3-4.
[61] CAVALI. Mercado de capitais. op.cit. p.314.
[62]

Situação diversa é a interpretação dada pela CVM em processos administrativos sancionadores.

3.1.2 Bem jurídico tutelado e estrutura do delito

A definição do bem jurídico protegido no delito de exercício irregular de função no mercado de valores mobiliários ainda é incipiente no Brasil. Dessa forma, será realizada uma construção dogmática do conceito de bem jurídico, relacionando-o com os aspectos do mercado de capitais, para identificar o objeto de proteção do art. 27-E e, assim, determinar as limitações à sua punibilidade.

O conceito de bem jurídico adotado neste trabalho é o crítico ao sistema desenvolvido por ROXIN, cuja noção é que o bem jurídico representa uma limitação do poder de punir estatal, embora se reconheça, além disso, o seu caráter imanente ao sistema como uma interpretação teleológica consistente em um instrumento de interpretação dos tipos penais. [63]

Segundo o autor, "uma proibição que não consiga reportar-se a um bem jurídico seria terrorismo estatal". [64] Isso significa que a criminalização de uma conduta somente é legítima se violar um bem jurídico, ou seja, deve dizer respeito aquilo que for essencial para o livre desenvolvimento do ser humano e de seus direitos fundamentais ou para um sistema estatal pautado nessas ideias. [65] É uma forma de conter o poder punitivo estatal, de modo que os indivíduos somente transferem esse poder ao Estado daquilo que é essencial para a convivência livre, pacífica e que respeita os direitos humanos. [66] Posto isto, identificar o bem jurídico tutelado é crucial para limitar a punibilidade do crime de exercício irregular de atividade no mercado de valores mobiliários, uma vez que norteia a interpretação teleológica do tipo e o poder punitivo estatal.

A primeira premissa para identificar o bem jurídico tutelado é o seu caráter uniofensivo. Apesar de a regulação do mercado de capitais possuir vários objetivos e

---

[63] ROXIN, Claus; GRECO, Luis. Direito Penal Parte Geral. Tomo I. Fundamentos. A estrutura da Teoria do Crime. trad. da 5ª edição alemã. Orgs. Luis Greco e Alaor Leite. São Paulo: Marcial Pons, 2024, p.93.

[64]GRECO, Luis. Princípio da ofensividade" e crimes de perigo abstrato: uma introdução ao debate sobre o bem jurídico e as estruturas do delito. São Paulo: RBCCrim, v. 12, n. 49, p. 89-147, jul./ago. 2004. p. 42.

[65] GRECO, Luis. Princípio da ofensividade" e crimes de perigo abstrato. p.47.

[66] GRECO, Luis. Princípio da ofensividade" e crimes de perigo abstrato. p.47.

finalidades, tais como a proteção de investidores, livre concorrência, eficiência, transparência, o mesmo raciocínio não vale para o direito penal, uma vez que a função do bem jurídico é limitar a punibilidade da norma e conferir critérios de interpretação teleológica, ou seja, objetiva-se afastar a punibilidade daquilo que não violar o bem jurídico. A pluriofensividade é um contrassenso ao bem jurídico, pois não seria possível auferir um único parâmetro para afastar a dignidade penal daquilo que estivesse fora do parâmetro de proteção do objeto.

Ao se examinar o art. 27-E é possível vislumbrar um denonimador em comum entre as condutas: o profissional que exerce a atividade irregularmente não está sujeito à regulamentação da CVM. Isso significa que há uma relação desigual entre o profissional não regulado e o regulado, pois somente este último passou pelo controle *ex ante* (etapa da autorização e habilitação) e *ex post* da CVM (cumprimento de regras, supervisão e fiscalização).

Essa desigualdade pode ser vista sob duas óticas: a do profissional e a do investidor. O profissional não habilitado atua em vantagem com relação ao habilitado, na medida em que não cumpriu os requisitos para habilitação da função, bem como não precisa se preocupar em seguir regras de *disclousure* e de prevenção de conflitos de interesses ou cumprir as condições estabelecidas pela agência reguladora, tendo em vista que, por não estar regulado, não estaria sujeito às sanções administrativas. De outro lado, a ausência de controle pela CVM traz um maior risco desse profissional fornecer uma informação sem qualidade, não ser transparente ou atuar em conflito de interesses, por exemplo. Aqui não se refere à garantia de "qualificação técnica" pelo profissional, mas, sim, ao controle da atividade através do cumprimento de requisitos para habilitar ou autorizar o exercício da atividade e de que o profissional estará sujeito às normas da reguladora.

O bem jurídico, portanto, é a igualdade no acesso à informação com garantias mínimas de procedência, ética e qualidade. Essa igualdade, no entanto, é formal, de modo que a lei não propicie discriminações ou privilégios. Não se pretende atingir uma igualdade material, pois seria inalcançável.[67] Com isso, a *ratio* do art. 27-E é desestimular as práticas que violam a transparência na medida em que a atuação irregular, em razão da ausência de um controle *ex ante* (autorização) e *ex post* da CVM (fiscalização e supervisão), coloca em risco o funcionamento do mercado de

[67] CAVALI. Insider. op.cit. p.200.

capitais, mais especificamente, gera um desequilíbrio de oportunidades e a quebra de confiança dos investidores. A desigualdade de acesso à informação gera uma das falhas de mercado, a assimetria informacional, isto é, quando uma parte tem mais informações ou de maior qualidade com relação a outra. O fato de existirem profissionais atuando sem o controle de qualidade possibilita maiores riscos de o investidor negociar na bolsa de valores com base em um serviço sem qualidade ou por alguém sem capacidade técnica ou que está agindo em conflitos de interesses, enquanto outros investem com base em informações fornecidas por profissionais cujo controle foi feito previamente e está sendo feito através da fiscalização.

A igualdade do acesso à informação é um bem jurídico transindividual e não a somatória de bens jurídicos individuais, uma vez que transcende a dimensão individual, acarretando essencialmente em reflexos no sistema social, pois a desigualdade no acesso à informação fomenta a assimetria informacional, transparência e confiança – fatores primordiais ao bom funcionamento do mercado de capitais. Trata-se de um bem jurídico real e concreto, na medida que é um pressuposto essencial a um dos pilares do mercado de capitais. [68]

Não se trata de uma somatória de bens jurídicos individuais, possui as características típicas de um bem jurídico supraindividual, tais como a não exclusividade de gozo, a não rivalidade do consumo e a não distributividade. Isso porque o acesso igualitário às informações não é fruído exclusivamente por alguém, mas por toda sociedade, assim como não é possível dividir os efeitos positivos da igualdade informacional em parcelas e o acesso à informação por uma pessoa também não diminui o gozo pelas demais. [69]

Em outra perspectiva, BREDA identifica o bem jurídico como “o controle sobre o acesso ao mercado de capitais, que exige dos intermediários qualificação técnica, capacidade financeira para desenvolver as atividades privativas dos entes autorizados, sob a perspectiva da necessária regulamentação e fiscalização”.[70] Porém, apesar destes serem objetivos da regulação, elencar diversos bens é contraproducente e enfraquece a finalidade do instituto. Essa falta de precisão de um único objeto de proteção gera mais dúvidas do que respostas, uma vez que, ao

---

[68] BADARÓ, Tatiana. Bens jurídicos supraindividuais e o direito penal econômico. São Paulo: D’ Plácido, 2016, p.170-175.
[69] CAVALI. Manipulação de mercado. op.cit. p.180/183.
[70] BREDA, Juliano; BITENCOURT, Cezar Roberto. Crimes contra o sistema financeiro nacional & contra o mercado de capitais. rio de Janeiro: lumen Juris, 2010, p.357.

verificar se dada conduta violou o bem jurídico tutelado, seria necessário, ainda, analisar o controle de acesso, a qualificação técnica e a relação com a capacidade financeira para o desenvolvimento de atividades, o que ensejaria vários critérios distintos de interpretação.

O autor remete à ideia de "qualificação técnica". Mas esse não é o bem jurídico tutelado, pois a CVM, ao impor a necessidade de habilitação ou autorização para o exercício de determinadas atividades, não pretende só garantir que o profissional tenha o mínimo de qualificação técnica, mas também que ele se sujeite à regulação, desde o cumprimento de regras de contratação, de *disclosure*, de conflitos de interesses, aplicando sanções em caso de descumprimento. Assim, dizer que o objeto de proteção do art. 27- E da Lei nº 6.385/76 seria a qualificação técnica seria ignorar os outros elementos que motivaram a instituição de um procedimento burocrático de regulamentação daquele profissional. Além disso, seria contraditório punir um profissional que, embora não habilitado, possuísse qualificação técnica.

O legislador antecipou a tutela penal ao tipificar o art. 27-E como um crime de perigo abstrato, no qual não há um resultado exterior nem mesmo de um perigo concreto para o bem jurídico tutelado. Trata-se de um juízo de probabilidade, isto é, da presunção de um perigo ao bem jurídico tutelado. [71] Com isso, a conduta proibida é aquela que gere ao menos uma presunção de perigo à igualdade no acesso à informação. Não é necessário, portanto, que a conduta gere uma relação desigual. O bem jurídico serve para verificar, então, situações em que a conduta gera um perigo abstrato.

3.2 Tipo objetivo

O tipo penal constitui uma unidade objetiva e subjetiva de elementos descritivos e normativos. Este tópico limita-se ao estudo dos elementos que constituem o tipo objetivo do art. 27-E da Lei nº 6.385/76.

3.2.1 Mercado de valores mobiliários

[71] BOTTINI, Pierpaolo Cruz. Crimes de perigo abstrato. 2a ed. São Paulo: RT, 2010, p.113.

A importância de conceituar o mercado de valores mobiliários reside na necessidade de delimitar e definir o âmbito de atuação da Lei nº 6.385/76 e da CVM, uma vez que estas regulamentam exclusivamente o mercado de capitais. Tendo em vista que o art. 27-E da Lei nº 6.385/76 se refere ao exercício da atividade no mercado de valores mobiliários, qualquer função realizada nos mercados de crédito, câmbio ou monetário são excluídas das hipóteses de incidência do tipo. Como o funcionamento do mercado de valores mobiliários já foi abordado anteriormente para a compreensão da regulação, o foco agora é definir o elemento normativo "mercado de valores mobiliários" para compreender quando ele se subsome ao tipo penal.

Antes de abordar a previsão dos valores mobiliários no Brasil, interesse apontar, brevemente, o tratamento dado pelo direito norte-americano, que influenciou a feição atual do conceito de valores mobiliários no Brasil.

Nos Estados Unidos, os valores mobiliários ("securities") são disciplinados pelo *Securities Act* e pela *Securities and Exchange Comission* (SEC). O primeiro dispõe de um rol exemplificando o que é considerado valor mobiliário, deixando de trazer um conceito preciso.[72] Com isso, dada a amplitude, os limites foram estabelecidos pelos tribunais norte-americanos ao julgarem o caso em concreto. Estabeleceu-se alguns aspectos que caracterizam os valores mobiliários. As *securities* consistiriam em "investimento em dinheiro" com "expectativa de lucro" no sentido de que se trata de um investimento com expectativa de retorno financeiro e não necessariamente de que o pagamento é feito com moeda corrente. Assim, a Suprema Corte entendeu que ficariam de fora os investimentos que não objetivassem o lucro, por exemplo o "non contributory, complusory pension plan", que era uma espécie de contribuição feita pelos empregadores para o fundo de pensão de empregados. [73] Ademais, os *securities* são oferecidos a diversas pessoas, cujo lucro aferição do lucro está ligada à eficiência dos esforços da companhia, isto é, a lucratividade depende majoritariamente do esforço de terceiros. [74]

No Brasil, sob a influência do direito francês, a Lei nº 6.385/76 em sua feição original, ao invés de definir os valores mobiliários, trouxe no seu art. 2º uma lista de valores mobiliários: "I – as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses

---

[72] ESTADOS UNIDOS. Securities Act of 1933, Section 2, 27 de maio de 1933. United States Code, Washington, 1933.
[73] LARRY D. SODERQUIST, THERESA A. GABALDON. Securities Regulation. p. 137.
[74] Não se trata de esforços unicamente de terceiros, uma vez que o investidor que possuísse uma parte ativa no negócio ficaria desprotegido pelas regras do mercado de valores mobiliários.

títulos e os bônus de subscrição; II – os certificados de depósitos de valores mobiliários; III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.” Nota-se que o rol era exemplificativo em razão da abertura da última expressão que atribuía ao Conselho Monetário Nacional definir se determinados títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas eram considerados valores mobiliários.

Embora o CMN emitisse resoluções estendendo a lista de valores mobiliários, havia a necessidade de um conceito mais amplo de valores mobiliários instituído por Lei, uma vez que se exigia a reformulação periódica do que era considerado valores mobiliários. Assim, com o advento da Lei nº 10.198/2001, sob a influência do direito norte-americano, foi incluído no conceito de valores mobiliários da Lei nº 6.385/76 os derivativos (incisos VII e VIII) e quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, quando ofertados publicamente, que gerem direito de direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros (inciso IX). Nota-se que agora o rol de valores mobiliários não é mais exemplificativo, mas, sim, taxativo, pois a lei não conferiu amplitude de interpretação. Isso significa que somente aqueles listados são considerados valores mobiliários. O parágrafo único reforça que está excluído do objeto da Lei os “títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal” e os “títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures”.

Considerando que esta pesquisa visa estudar o exercício irregular de função pelos *FInfluencers*, interessa neste momento definir, brevemente**,** os valores mobiliários mais referidos pelos produtores de conteúdo no ano de 2024, conforme relatório realizado pela ANBIMA.

O mercado de ações é líder entre as temáticas mais abordadas (48,2% do volume total) pelos *Finfluencers*, os quais acompanham diária ou semanalmente as variações dos papéis das principais companhias listadas na B3, bem como os impactos políticas e econômicos nos negócios dessas empresas. [75] As ações, regulamentadas pela Lei nº 6.404/197, consistem em títulos de participação no capital social da companhia de capital aberto, que confere ao acionista o direito de participar da sociedade. As ações que conferem direito ao voto são as ordinárias, que pertencem

[75] Anbima. Relatório. 3ª ed. op.cit.p.32.

aos acionistas. Já os investidores são titulares de ações preferenciais, que não conferem direito a voto, mas uma participação dos resultados, podendo receber dividendos ou não.[76]

Os criptoativos são o segundo tema mais popular entre os *Finfluencers*. [77] No entanto, como eles não estão expressamente previstos no art. 2º da Lei nº 6.385/76 surgiram inúmeras dificuldades em caracterizá-los como valores mobiliários. Por esta razão, a CVM divulgou Parecer de Orientação 40[78] para consolidar o entendimento sobre as normas aplicáveis aos criptoativos que forem considerados valores mobiliários. Primeiramente, a CVM define criptoativos, também chamado de *tokens*, como "ativos representados digitalmente, protegidos por criptografia, que podem ser objeto de transações executadas e armazenadas por meio de tecnologias de registro distribuído". Há três principais categorias de *tokens*: (i) *token* de pagamento, cujo escopo é replicar as funções da moeda como unidade de conta, meio de troca e reserva de valor; (ii) *token* de utilidade, utilizado para adquirir ou acessar determinados serviços e produtos; e (iii) *token* referenciado a ativo, consiste na representação de um ou mais ativos, tangíveis ou intangíveis, tais como*, secutiriy tokens*, as stablecoins, os non-fungible tokens (NFTs) e os demais ativos objeto de operações de "tokenização".

Especificamente o *token* referenciado a ativo que interessa a este estudo, pois ele pode ser considerado um valor mobiliário dependendo da essência econômica dos direitos conferidos a seus titulares e da função que assumir ao longo do desempenho do projeto associado.

Considerando que a expressão "token referenciado a ativo" não está incluída no rol de valores mobiliários, em observância ao princípio da legalidade, é necessário analisar se: (i) o *token* é uma representação digital de algum dos valores mobiliários previstos taxativamente nos incisos I a VIII do art. 2º da Lei nº 6.385/76 e/ou previstos na Lei nº 14.430/2022 (i.e., certificados de recebíveis em geral); ou (ii) se o token se enquadra conceito aberto de contrato de investimento coletivo previsto no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76.

---

[76] EIZIRIK. Mercado de capitais. op.cit. p. 57-60.
[77] Anbima. op.cit.p..32.
[78] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). *Parecer de Orientação nº 40*, de 01 de setembro de 2022. Disciplina a caracterização de criptoativos como valores mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/pareceres/parecer-40>. Acesso em: 10 jul. 2024.

No parecer, a CVM reitera o posicionamento que já vinha sido tomado pelos colegiados a respeito de contratos de investimento coletivo. A sua caracterização como um valor mobiliário depende, em primeiro lugar, da aplicação de dinheiro ou bens que possuam valor econômico por vários investidores, os quais esperam receber lucros resultantes do esforço do empreendedor ou de terceiros. Por fim, envolve a captação de recursos junto ao público em geral.

Para um criptoativo ser caracterizado como valor mobiliário deve ser oferecido aos seus titulares o direito de participarem nos resultados do empreendimento, seja por meio de participação, seja por meio de resgate, desde que a remuneração que visa obter seja proveniente de esforços de empreendedor ou de terceiros. Como majoritariamente a oferta de *tokens* ocorre na internet, as regras de oferta pública são estabelecidas nos Pareceres de Orientação nº 32/05 e nº 33/05.

Esses tokens caracterizados como valores mobiliários estão sujeitos, portanto, às regras da CVM e da Lei nº 6.385/76. A CVM, por meio do aludido parecer, dispõe sobre o regime informacional, direitos dos titulares dos *tokens,* informações sobre negociação, infraestrutura e propriedade dos tokens.

Os fundos de investimento também são objeto de publicações. Segundo o art. 4º da Resolução CVM nº 175/2022, "o fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos, de acordo com a regra específica aplicável à categoria do fundo."[79] Esse tipo de investimento possibilita a aplicação em uma carteira de ativos diversificada e maior liquidez e rentabilidade. [80]

Apesar de os títulos de renda fixa, como CDB, LCA, LCI, CRA, com exceção às debêntures por estipulação legal (art.2º, IV, Lei nº 6.385/76), serem objeto de conteúdos produzidos pelos *finfluencers*, eles não são considerados valores mobiliários nos termos do §1º, I, nº 6.385/76 e, portanto, não estão sujeitos às regras da CVM.

Exemplificando, no *Caso 1*, se "A" fizesse uma análise de mercado e recomendasse que os telespectadores investissem no CDB prefixado por ser um

---

[79] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022. Dispõe sobre as normas que regulamentam os fundos de investimento. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 26 dez. 2022. Disponível https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html. Acesso em: 14

[80] EIZIRIK. Mercado de capitais. op.cit. p. 77.

investimento cuja taxa de juros é informada e definida desde o momento da aplicação, a análise da regularidade da atividade exercida por “A” a título de subsunção do art. 27-E da Lei nº 6.385/76 nem sequer seria analisada, pois *prima facie* o objeto do conteúdo produzido não se trata de valor mobiliário. O mesmo raciocínio vale para os criptoativos, que apenas serão objetos do crime de exercício irregular de função se preencherem os requisitos definidos pela CVM no Parecer 40, conforme explicado acima.

Interessante apontar que, diferentemente do Brasil que restringiu a infringência do tipo penal aos valores mobiliários, o art. 310 do Código Penal Argentino pune o exercício direto ou indireto de atividades de intermediação financeira, em qualquer de suas modalidade, sem possuir autorização emitida pela autoridade de supervisão competente, bem como, na sua segunda parte, pune quem capta poupanças do público no mercado de valores mobiliários ou presta de serviços de intermediação na aquisição de valores mobiliários negociáveis, quando não possuir a correspondente autorização emitida pela autoridade competente. [81] A primeira parte do dispositivo se refere ao mercado financeiro e é semelhante ao art. 16 da Lei nº 7.492/1986 que proíbe a operação de instituição financeira, distribuição de valores mobiliários ou de câmbio, sem a devida autorização. [82]

3.2.2 Analista de valores mobiliários

Os analistas de valores mobiliários são regulados pela Resolução CVM nº 20/2021. O art. 1º os define como “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.”

A expressão “relatório de análise” é definida como textos, relatórios, estudos ou análises sobre valores mobiliários específicos ou sobre seus emissores, que tenham o condão de auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão do investimento. (art. 1º, § 1º). O §2º do mesmo dispositivo equipara as manifestações não escritas ao “relatório de análise” tais como, exposições públicas, apresentações,

[81] ARGENTINA. Código Penal. Art. 310, 30 de setembro de 1921. Botetín Oficial, Buenos Aires, 1921.
[82] BRASIL. Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986. Define os crimes contra o sistma financeiro nacional. Diário Oficial da União, Brasília, 17 de junho de 1986. Art. 16.

vídeos, reuniões, que tenham o conteúdo de influenciar ou auxiliar o investidor na tomada de decisão. Excluem-se dos relatórios e equiparados as manifestações que se referirem a dados fáticos de interpretações, projeções, estimativas e opiniões. (art. 19). Na elaboração do relatório, o analista deve informar que a análise é pessoal e independente e os possíveis casos de conflito de interesses, por exemplo. (art.21).

A Resolução determina que somente os analistas credenciados em entidade autorizada pela CVM podem exercer a atividade de análise de valores mobiliários (art. 2º). Acrescenta o art. 3º que "os analistas de valores mobiliários, pessoa natural, que exerçam a atividade de forma autônoma" devem ser obrigatoriamente credenciados pela entidade autorizada. Nota-se que a Resolução conferiu a possibilidade de autorreguladoras realizarem o credenciamento, desde que possuam estrutura adequada e capacidade técnica para o cumprimento das obrigações (art. 4º, parágrafo único), dentre as quais pode-se citar avaliação de qualificação técnica dos candidatos, a adoção de código de conduta profissional, fiscalização, sancionamento, entre outros deveres dispostos no art. 5º da Resolução.

Especificamente quanto à avaliação para credenciamento do analista, a CVM determina que a entidade exija o cumprimento dos seguintes requisitos: (i) graduação em curso de nível superior; (ii) aprovação em exames de qualificação técnica; (iii) adesão incondicional ao código de conduta; (iv) reputação ilibada; (v) não estar inabilitado ou suspenso para o exercício de cargo em instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pela CVM, pelo Banco Central do Brasil, pela Superintendência de Seguros Privados – SUSEP ou pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC; e (vi) não haver sido condenado por crime falimentar, prevaricação, suborno, concussão, peculato, "lavagem" de dinheiro ou ocultação de bens, direitos e valores, contra a economia popular, a ordem econômica, as relações de consumo, a fé pública ou a propriedade pública, o sistema financeiro nacional, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos, por decisão transitada em julgado, ressalvada a hipótese de reabilitação. (art. 9º).

Os analistas credenciados estão sujeitos ao código de conduta profissional, que, segundo a Resolução, deve conter: (i) a identificação de situações de conflitos de interesses; (ii) dever de compromisso com informações idôneas e fidedignas; (iii) dever de independência; (iv) dever geral de cumprir as normas que tratam da

atividade; (v) disposição de punições em caso de violação do código; e (vi) disciplina das regras de comunicação, linguagem e publicidade. (art. 8º).

O art. 13 estipula algumas vedações aos analistas credenciados, por exemplo: (i) a emissão de relatórios com a finalidade de obter vantagem indevida; (ii) a omissão de informação sobre conflito de interesses nas informações e comunicações; (iii) e a participação direta ou indiretamente, em qualquer atividade relacionada a oferta pública de distribuição de valores mobiliários, incluindo os esforços de venda de produto ou serviço no âmbito do mercado de valores mobiliários e os esforços para angariação de novos clientes ou trabalhos.

Quanto ao item (iii), explica-se: esforços de venda se traduz na atuação direta na comercialização de produtos ou serviços de valores mobiliários, oferecendo tais ativos aos investidores; angariação de clientes ou trabalho envolve a prospecção de clientes ou oportunidade, como convencer investidores a adquirirem ativos; por fim a estruturação de ativos refere-se ao planejamento e organização de ativos, como montar ofertas de ações.

A resolução exceciona a proibição dessas atividades quando o objetivo do analista for a educação financeira, desde que: (i) utilize relatórios de análise sem a indicação de recomendação; (ii) não se comunique com os investidores na presença de qualquer pessoa ligada à área de distribuição de produto ou serviço ou ao emissor; (iii) a pessoa jurídica a que o analista de valores mobiliários esteja vinculado tenha registros, por escrito, dos investidores que participaram da atividade de educação do investidor. (art. 13, §2º).

Considerando que a atividade de analista envolve comunicação institucional e publicitária, o art. 14 da Resolução determina, por exemplo, a proibição de promessa de rentabilidade futura ou de garantir resultados futuros ou sem risco. Caso o analista apresente alguma incorreção ou impropriedade na sua comunicação que possa induzir o investidor em erro, o art. 15 determina que a CVM ou a entidade credenciadora pode exigir a cessação da divulgação da informação ou a retificação ou esclarecimento da informação.

Dentre as funções estipuladas no art. 27-E da Lei nº 6.385/76, os analistas são os que mais possuem relação com os influencers digitais, pois ambas as atividades se referem a manifestações públicas que influenciam ou auxiliam o investidor na tomada de decisões. Embora muitos *influencers* iniciem o discurso de que o conteúdo

não se trata de uma recomendação, é inegável o seu poder de influenciar os ouvintes a investirem em determinado ativo.

O Código Penal argentino em seu art. 310 do Código Penal optou por punir no mesmo tipo penal quem capta poupanças do público no mercado de valores mobiliários (companhias que emitem títulos e valores mobiliários) e quem presta serviços de intermediação no mercado de capitais (as corretoras e os bancos de investimentos) e os seus respectivos profissionais que intermedeiam a compra e venda desses ativos no mercado. Nota-se que a Lei Argentina, ao contrário do Brasil, não discriminou quem são os profissionais responsáveis pela intermediação que necessitam de autorização. Por outro lado, restringiu ao exercício irregular de atividade relacionada à intermediação, o que não faz o art. 27-E da Lei nº 6.385/76. Com isso, o analista, assim como as demais funções que serão analisadas adiante, somente incorreria nesse tipo penal se a sua atividade fosse relacionada à intermediação.

A Lei Del Mercado de Valores do México também não preceitua em seu art. 373[83] quais são as funções que necessitam de autorização. Acrescenta no art. 385[84] quem atua como se fosse intermediário.

3. 2.3 Administrador de carteira

O art. 23 da Lei nº 6.385/1976 incumbe à CVM dispor sobre a autorização do exercício profissional de administração de carteiras. A Resolução CVM nº 21/2021 dispõe sobre o âmbito e finalidade, requisitos para o registro, prestação de informações, procedimentos e controles internos, entre outras regulamentações relacionadas ao administrador de carteira

Segundo o art. 1º da referida resolução, a atividade consiste no "exercício profissional de atividades relacionadas, direta ou indiretamente, ao funcionamento, à

---

[83] Art. 373 - **"**quem, no território nacional, interaja com valores mobiliários junto do público sem a correspondente autorização da autoridade competente nos termos desta ou de outras leis, é punido com pena de prisão de cinco a quinze anos". MÉXICO. Ley Del Mercado De Valores. 30 de diciembre de 2005. Câmara de Diputados Del H. Congreso de La Unión.

[84] Art. 385 - " as pessoas que, por si mesmas ou por meio de outra pessoa ou por meio de nomes comerciais, por qualquer meio de publicidade, se exibirem ao público como intermediários do mercado de valores mobiliários, sem a autorização da autoridade competente de acordo com esta ou outras leis, serão punidas com pena de prisão de um a dois anos." MÉXICO. Ley Del Mercado De Valores. 30 de diciembre de 2005. Câmara de Diputados Del H. Congreso de La Unión.

manutenção e à gestão de uma carteira de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor." (art.1º). O profissional autorizado a exercer essa função pode aplicar recursos financeiros em valores mobiliários por conta do investidor. (art.2º, §1º).

De acordo com a Resolução existem duas categorias de administradores: o gestor de recursos e o administrador fiduciário. (art.1º, §1º). Ambos se diferenciam quanto ao papel na gestão de riscos. Enquanto o primeiro deve "implementar e manter política escrita de gestão de riscos que permita o monitoramento, a mensuração e o ajuste permanentes dos riscos inerentes a cada uma das carteiras de valores mobiliários" (art. 26, *caput*), o segundo deve "supervisionar diligentemente a gestão de riscos implementada pelo gestor de recursos contratado" (art. 26, § 4º, I) e "gerir, em conjunto com o gestor de recursos, o risco de liquidez, nos termos previstos no contrato de gestão e na regulação, o qual deverá prever os mecanismos necessários para assegurar a troca de informações entre administrador fiduciário e gestor, necessárias à implementação da gestão do risco de liquidez." (art. 26, § 4º, II).

A Resolução estipula no art.3º uma série de requisitos para autorização da profissão, tais como graduação em curso superior ou equivalente, aprovação no exame de certificação, reputação ilibada, não estar inabilitado ou suspenso para o exercício de cargo em instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pela CVM, pelo Banco Central do Brasil, pela Superintendência de Seguros Privados – SUSEP ou pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC, não ter sido condenado por determados crimes econômicos, entre outros. O §1º possibilita a dispensa do curso de graduação e do certificado se comprovada experiência profissional por mais de 7 (sete) anos e notório saber juríco e elevada qualificação técnica. O § 2º deixa claro que não é considerada atividade profissional a atuação como investidor, prestação de serviços de forma gratuita e realização de estágio. Essa série de requisitos exigidos pela CVM enfatiza a relação de desigualdade entre os profissionais habilitados e não habilitados.

O administrador de carteira deve: prestar informações sobre a sua atividade de modo claro, conciso, verdadeiro e completo (art. 13); fornecer informações periódicas (art. 17); sujeitar-se às regras de conduta, por exemplo o detalhamento da remuneração cobrada pelos serviços e fornecer informações periódicas aos clientes (art.18).

É vedado aos administradores de carteira "*fazer propaganda garantindo níveis de rentabilidade, com base em desempenho histórico da carteira ou de valores mobiliários e índices do mercado de valores mobiliários*" (art. 20, III) e "fazer quaisquer promessas quanto a retornos futuros da carteita). É notável mais uma desigualdade com relação aos profissões que exercem irregularmente a profissão de administrador de carteiras, especialmente os *finfluencers* ao utilizarem-se do *marketing* com base nos seus ganhos pessoais e promessas de enriquecimento.

No entanto, somente a partir da leitura do art. 1º não é possível definir com clareza e objetividade a abrangência da função, em razão da amplitude dos conceitos. A CVM sedimentou o entendimento de que para configurar administração de carteiras é necessário que sejam preenchidos quatros requisitos, quais sejam: (i) a gestão; (ii) em caráter profissional, (iii) de recursos entregues ao administrador e (iv) com autorização para compra e venda de valores mobiliários por conta do investidor. [85]

A Resolução distingue duas categorias de administradores: o gestor de recursos e o administrador fiducuário. (art.1, §1º). Enquanto o primeiro deve "implementar e manter política escrita de gestão de riscos que permita o monitoramento, a mensuração e o ajuste permanentes dos riscos inerentes a cada uma das carteiras de valores mobiliários" (art. 26), o segundo é responsável por supervisioná-lo e gerir em conjunto o risco de liquidez. (art. 26, §4º).

De acordo com a CVM, a gestão está relacionada à liberdade do administrador de carteiras em estabelecer estratégias e tomar decisões sobre o investimento sem a consulta prévia do cliente. Executa-se as operações e depois comunica o cliente. No entanto, para ser caracterizada como profissional é necessário que seja remuneratória e continuada e não de forma voluntária, como parentesco, laços de amizade. [86]

3.2.4 Assessor de investimento

A Resolução CVM nº 178/2021 dispõe sobre a atividade de assessor de investimento, cuja atividade é prestar serviços de orientação e recomendações de clientes, mais especificamente, segundo o art. 3º, a sua atividade abrange: I – prospecção e captação de clientes; II – recepção e registro de ordens e transmissão

[85] PAS CVM nº 19957.015734/202236, Data do julgamento: 22/08/2023, Relator: Diretor João Accioly.
[86] PAS CVM nº 19957.015734/202236, Data do julgamento: 22/08/2023, Relator: Diretor João Accioly.

dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis, na forma da regulamentação em vigor; e III – prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pelos intermediários em nome dos quais atue. Essa atuação não é independente, mas, sim, como representante de uma instituição financeira autorizada pela CVM que intermedia a negociação dos valores mobiliários entre os investidores e as companhias emissoras. (art. 2, I).

O assessor sujeita-se ao cumprimento de obrigações. Uma delas é a identificação dos intermediários na prospecção e captação de clientes (art. 3º, § 1º), de modo que se garanta a transparência no exercício da atividade, por exemplo, para que o cliente tenha ciência de que o intermediário está autorizado a exercer aquela atividade.

Além disso, o assessor deve realizar recomendações compatíveis com as diretrizes dos intermediários quanto ao dever de verificação da adequação do investimento ao perfil do cliente. (art.3º, § 3º). Essa norma visa evitar conflitos de interesses pessoais do assessor com relação aos interesses das instituições financeiras e de seus clientes, os quais podem surgir, principalmente, quando o assessor recebe comissões ou incentivos para recomendar determinado produto.

Porém, um influenciador digital que recomenda determinados produtos sem estar habilitado na CVM e sem estar vinculado a uma instituição não está sujeito à deveres de verificação da adequação do perfil do investidor.

3.2.5 Auditor Independente

3.2.6. Agente fiduciário

Segundo o art. 68 da LSA, o agente fiduciário consiste no representante da comunhão de debenturistas perante a empresa emissora, sendo o seu principal dever representar os interesses e direitos dos debenturistas. Em complemento à LSA, a Resolução CVM nº 17 estabelece as regras gerais de nomeação, deveres gerais e de informações.

A atuação do agente fiduciário é mais restrita e específica e não compatibiliza com a produção de conteúdos digitais produzidos por *influencers.*

3.2.7 Qualquer outro cargo, profissão, atividade ou função dependente de autorização

4 DEMAIS ASPECTOS RELEVANTES

4.1. O risco como critério material

A expansão do direito penal a partir da tipificação de delitos que não necessitam de um resultado no mundo exterior para a sua consumação ou daqueles que não exigem a criação de um dano ou perigo concreto para o bem jurídico tutelado coloca em xeque os limites do Direito Penal na sociedade moderna. Se de um lado existe uma tendência de antecipar a tutela penal de bens jurídicos a partir de crimes de mera conduta ou de perigo abstrato, de outro lado a dogmática se preocupa em limitar esse poder punitivo estatal, o que resulta em uma tendência em trazer critérios normativos para limitar a tipicidade através da valoração do âmbito da conduta e do resultado.

Em um Direito Penal baseado na proteção de bens jurídicos e no princípio da lesividade[87], a legitimidade dos crimes de perigo abstrato ou de atividade dependem de um conteúdo material, de modo que o tipo não se reduza a mera conduta. O critério, portanto, estabelecido em uma perspectiva funcional é a periculosidade ou risco da conduta.

O risco está atrelado originalmente à imputação objetiva nos crimes de resultado. Na concepção doutrinária de *Roxin*, o referido instituto nasceu na Alemanha no início da década de 1970 com o escopo de limitar a causalidade, indicando parâmetros que fazem do limite extremo da imputação uma conduta objetivamente típica.[88] Na sua concepção original, a imputação objetiva é aplicada para limitar a causalidade a partir de critérios normativos que pudesse atribuir determinadas lesões a bens jurídicos como obra de um agente. Para o autor, esses critérios seriam pautados no princípio do risco, cujo preceito é de que, embora o convívio humano tenha riscos, apenas aqueles juridicamente desaprovados possuem relevância para o

---

[87] Isso porque é permitido que a norma penal atue sobre condutas inocuas sem potencial ameaça ao bem jurídico.

[88] ROXIN, Claus. Derecho penal, parte geral, tomo I. *Fundamentos la estrutura de la teoria del delito.* Madrid: 1997, p. 363.

direito penal. Assim, a conduta típica dependeria da criação de um risco juridicamente desaprovado realizado no resultado.[89]

Com isso, a realização do risco no resultado indica a princípio que a imputação objetiva somente se aplica a crimes de resultado – aqueles que exigem a ocorrência de um resultado lesivo no mundo exterior. Assim, segundo *Roxin*, os delitos de atividade – que não exigem resultado para consumação – não seriam aplicáveis à teoria.

Apesar de originalmente ROXIN ter formulado a imputação objetiva como forma de limitar a causalidade nos crimes de resultado, partindo da alusão de que a conduta típica dependeria da criação de um risco juridicamente desaprovado realizado no resultado, outros estudos utilizam dessa premissa nos crimes de atividade como critério de limitação do risco permitido. [90] Assim, surgiram outras concepções funcionalistas cuja ideia da criação de um risco relevante e desaprovado pelo direito também funcionaria como critério material básico para todos os delitos como forma de limitar o poder punitivo estatal.[91]

Por exemplo, FEIJOO traz uma perspectiva global e normativizadora do tipo[92]. A ideia, com isso, é separar a imputação do comportamento da imputação do resultado sem, no entanto, perder a essência de trazer critérios normativo-axiológicos no tipo penal.[93]

Isso porque, a análise da imputação objetiva se dá em dois momentos valorativos distintos: *desvalor da ação* em que se analisa critérios que refletem a criação de um risco desaprovado pelo direito; e *desvalor do resultado* em que se analisa critérios que refletem a realização do risco do resultado. Não obstante, o primeiro momento valorativo – criação do risco – não possui qualquer relação com a análise do resultado, razão pela qual a imputação objetiva pode ser analisada sob duas óticas. Assim, os critérios normativos refletiriam na permissão do risco,

---

[89] ROXIN, Claus. op.cit. p.164.
[90] ROXIN, Claus. op.cit. p.363.
[91] BOTTINI, Pierapolo Cruz. Crimes de perigo abstrato. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p.220.
[92] SANCHÉZ, Feijoo Bernardo. Imputación objetiva en el Derecho penal económico y empresarial. Barcelona: InDret. 2009, p.3.
[93] SIQUEIRA, Flávia. Delitos de atividade e princípio da confiança: uma análise acerca da possível aplicação de critérios normativos e imputação objetiva nos crimes formais e de mera conduta. In: LOBATO, José Danilo Tavares; MARTINELLI, João Paulo Orsini; SANTOS, Humberto Souza. Comentários ao Direito Penal Econômico brasileiro. Belo Horizonte: D'Plácido, 2017, p. 53

dispensando a realização do resultado e, até antes disso, dispensando a causalidade. [94]

No Brasil, BOTTINI ao discorrer sobre os crimes de perigo abstrato, entende que apenas serão legítimos aqueles que atenderem critérios funcionais. Para o autor, o injusto penal não pode estar fundamentado exclusivamente na conduta ou no resultado em si, mas em algo a mais que reconheça uma tipicidade material, que seria a periculosidade ou risco. [95] O risco, portanto, seria um elemento da conduta típica de qualquer delito, pois esse seria o fundamento valorativo aplicado tanto para os crimes de perigo quanto aos de lesão. [96]

No mesmo sentido, CAVALI apresenta em seu estudo sobre o crime de manipulação de mercado a teoria da imputação objetiva – com as suas devidas adaptações – como meio de limitar a relevância típica-material. O autor parte da ideia de que o risco é o substrato mínimo de todos os crimes, em razão de uma elementar em comum: a periculosidade da conduta.[97] Com isso, a imputação objetiva seria compatível com os crimes de atividade, pois tem como pressuposto a análise do risco proibido.[98] Portanto, a teoria seria utilizada no sentido de verificar se a conduta incriminada ao menos cria um potencial (risco) ao bem jurídico tutelado.[99]

Após constatado que o risco é um critério do tipo objetivo de todos os delitos, o próximo passado é estabelecer um método para que o interérprete possa verificá-lo no caso em concreto. Assim, considerando que essa ideia adveio da teoria da imputação objetiva, necessário recorrer aos seus preceitos para analisar o risco.

O primeiro critério da imputação objetiva é a análise do risco permitido, cujo método de averiguação é a *prognose póstuma objetiva*, formulada a partir de uma perspectiva *ex ante* onde um observador objetivo (prudente, pertencente ao mesmo círculo social do agente e, ainda, com habilidades específicas) verifica as informações conhecidas no momento da ação ou omissão. Após a prática do ato, a partir dessa perspectiva *ex ante* o juiz analisa se o comportamento gerou a criação de um risco permitido ou proibido para o bem jurídico tutelado.[100] Ou seja, nos crimes de perigo

---

[94] SIQUEIRA, Flávia. op.cit. 194
[95] BOTTINI. op. cit. p. 220.
[96] BOTTINI. op. cit.p.222.
[97] CAVALI, Marcelo.op.cit. p.196.
[98] CAVALI, Marcelo.op.cit. p.196.
[99] CAVALI, Marcelo. op.cit. p.197.
[100] SIQUEIRA, Flávia. A teoria da imputação objetiva e o princípio da confiança no direito penal: considerações à luz do funcionalismo de Claus Roxin. Belo Horizonte: Revista De Jure, 2014, v.13,

abstrato, o juiz deve avaliar se a conduta possui capacidade de colocar o objeto de proteção da norma em perigo, conforme os conhecimento disponíveis.

Isto posto, considerando a possibilidade de aplicação do critério do risco para determinar a materialização típica, seguindo os parâmetros da teoria da imputação objetiva, o observador objetivo deve averiguar se a conduta criada pelo agente apresenta periculosidade para o bem jurídico tutelado, mesmo que compatível com a descrição típica.

4.2. A tolerância administrativa ativa e o risco permitido

Segundo FEIJOO, o risco permitido reflete nas condutas que não merecem um desvalor ou uma desaprovação jurídico-penal por serem socialmente permitidas ou toleradas. [101] A sua análise é relevante especialmente em crimes econômicos que estão diretamente ligados à legislação extrapenal, pois elas servem como indícios para determinar a permissão de uma conduta de acordo com as valorações específicas do sistema penal. [102] Cumpre apontar, no entanto, que, para o autor, as normas administrativas não dispensam os critérios avaliativos do direito penal, ou seja nem sempre a ausência de infrações extrapenais confirmam o risco permitido. Porém, o cerne do problema estaria na legitimidade de punir condutas que o direito considerou como válidas. [103]

SILVA SÁNCHEZ vislumbra uma relação entre risco permitido e acessoriedade administrativa, a qual se subdivide em negativa e positiva. A primeira parte da ideia de que uma conduta permitida pelo direito administrativo não pode ser punida criminalmente, em razão dos princípios da unidade e da subsidiariedade do direito penal. No entanto, isso somente seria aplicado aos casos em que o órgão administrativo permitiu expressamente. Nesse prisma, o autor adverte que o risco permitido não pode se confundir com o preceito de que ‘tudo o que não é proibido não está permitido”, pois são institutos distintos. Ainda, aponta que a exclusão do risco

---

p.70-73.

[101] SÁNCHEZ, Bernardo Feijoo. Imputación objetiva en el Derecho penal económico y empresarial. Madrid: InDret, 2009, p. 72.

[102] SÁNCHEZ, Bernardo. op.cit. p.32.

[103] SÁNCHEZ, Bernardo Feijoo. op.cit. p.32.

permitido em razão da acessoriedade negativa somente é aplicada nos casos em que o direito administrativo e o direito penal tratam do mesmo objeto. [104]

Em relação à delimitação do risco permitido no caso de condutas praticadas por *influencers digitais*, objeto desta pesquisa, há dois cenários a serem considerados nessa discussão. O primeiro cenário consiste na não regulamentação pela CVM especificamente das atividades desempenhadas pelos produtores de contéudo digital do ramo de valores mobiliários, os *Finfluencers*, mesmo após o órgão ter aberto uma audiência pública sobre o tema.[105] O segundo cenário refere-se à existência de uma regulamentação da CVM que permite certas condutas, estabelecendo assim os limites do risco permitido.

No primeiro caso, conforme explicado anteriormente, a atividade propriamente de *finfluencers* não é regulada pela CVM, ou seja, a agência reguladora não define o seu âmbito de atuação, não estabelece obrigatoriedades e sujeições, nem exige credenciamento e habilitação dessa atividade, como ocorre com os analistas financeiros, conforme a Resolução CVM nº 20/202.

O tema tem sido alvo de debates tanto pela agência reguladora quanto pelas autorreguladoras. A CVM abriu uma consulta pública (SDM 04/2023) para apresentação de manifestações sobre as opções regulatórias e eventuais aprimoramentos normativos, porém desde então continuou não regulamentando sobre o tema.

Diante disso, há certamente uma contrariedade. A lei penal pune o exercício irregular de determinadas atividades no mercado de capitais, possibilitando que influencers que exercem alguma dessas funções sem a devida autorização sejam punidos criminalmente. De outro lado, a CVM não regulamenta essa atividade, isto é, não diz que para ser finfluencer é necessário habilitação e sujeição à regras éticas.

Esse cenário fático remete a uma discussão um tanto nova quanto controversa: a tolerância da administração. Segundo GRECO, há situações em que a administração tolera certo comportamento, seja a partir de um mero não fazer (tolerância passiva),

---

[104] SÁNCHEZ, Jesús-Mária Silva. El riesgo permitido en Derecho Penal Económico. Espanha: Atelier Libros, 2022, p. 58-59.

[105] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Audiência pública: minuta de resolução sobre divulgação de informações sobre taxa de administração, performance e distribuição de fundos de investimento. Comissão de Valores Mobiliários, 11 set. 2023. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2023/sdm0423.html>. Acesso em: 29 set. 2024..

seja por meio de uma decisão consciente (tolerância ativa). [106] A simples falta de regulamentação administrativa sobre um tema é uma tolerância passiva, que não traz reflexos criminais. Já, o chamamento para uma audiência pública para sugestões sobre o tema sem, no entanto, editar normas a esse respeito, traz a percepção de que a CVM está aceitando a atuação dos *Finfluencers*.

Dessa forma, na perspectiva de FEIJOO, essa tolerância seria um dos parâmetros para limitar o risco permitido, uma vez que o órgão administrativo, diante do cenário exposto, parece estar indicando que o exercício daquelas atividades não causa perigo ao mercado de capitais.

O segundo caso está ligado às normas extrapenais e extralegais como critérios de delimitação do risco permitido ao bem jurídico tutelado. O cenário é aquele em que a CVM permite determinada conduta, por exemplo, quando exige o caráter profissional para caracterização de uma função de analista (Resolução nº 20 CVM) está permitindo a elaboração de relatórios sobre ativos financeiros em caráter não profissional sem a devida habilitação ou autorização para tal. Em outras palavras, se o órgão administrativo entende que determinada conduta não é reprovada juridicamente, significa que essa conduta não é um risco proibido ao bem jurídico tutelado.

4.3. Crime de manipulação de mercado

Embora o foco deste trabalho não seja o crime de manipulação de mercado, a sua análise, mesmo que suscintamente, é relevante, pois as redes sociais também são ambientais que propiciam a manipulação de informações pelos seus produtores de conteúdo. Mais especificamente, objetiva-se neste tópico demonstrar quando a conduta de um influencer digital ultrapassa o exercício irregular da atividade pela simples falta de autorização ou habilitação da CVM para a manipulação concreta de uma informação.

O cenário é, portanto, aquele em que o *influencer digital*, além de exercer uma função regulamentada sem autorização, por exemplo, fazer relatório de um

[106] GRECO, Luis. A relação entre o Direito Penal e o Direito Administrativo no Direito Penal Ambiental: uma introdução aos problemas da acessoriedade administrativa. São Paulo: RBCCRIM, 2006, p.188-

investimento (atividade típica de analista), utiliza de informações enganosas sobre aquele ativo.

Para exemplificar, o caso típico que se discute a manipulação do *GameStop*. Nos Estados Unidos, em janeiro de 2021, investidores não aceitando a perda da valorização da loja de games em razão das compras online se reuniram e passaram a incentivar publicamente por meio de redes sociais a compra de ações da *GameStop* sem razões econômicas sobre a valorização do ativo. Por consequência, inúmeros investidores, muitos daqueles que acreditavam na queda do preço, compraram as ações e o preço subiu constantemente. A ideia era realizar a operação de “short” que consistia em vender antecipadamente ações apostando em uma queda de seus preços com o objetivo de recomprá-las por um preço menor em data posterior, obtendo assim um ganho substancial.[107]

5 CONCLUSÃO E SOLUÇÃO DOS CASOS

[107] CAVALI, Marcelo Costenaro; IKEDA, Natália Naomi. Atuações no mercado de capitais combinadas em redes sociais: apontamentos para a atribuição de responsabilidade administrativa e penal por manipulação de mercado. Prisma Jurídico, *[S. l.]*, v. 20, n. 2, p. 375–392, 2021. Disponível em: https://periodicos.uninove.br/prisma/article/view/21144. Acesso em: 7 set. 2024.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

A crise, o mercado e os investidores: e outros ensaios sobre o mercado de capitais brasileiro/Ary Oswaldo Mattos Filho... [et.al]. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022.

AKERLOF, George A. SHILLER, Robert. J. Pescando tolos. Trad. Eveline Machado. Rio de Janeiro: Altas Book, 2016.

ANBIMA. Relatório: FInfluencer. Disponível em https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos-2.htm.

BADARÓ, Tatiana. *Bem jurídico supraindividual*. Belo Horizonte: D'Plácido, 2017.

BOTTINI, Pierapolo Cruz. Crimes de perigo abstrato. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010.

BOTTINI, Pierpaolo Cruz. Crimes de perigo abstrato. 2a ed. São Paulo: RT, 2010.

BREDA, Juliano; BITENCOURT, Cezar Roberto. Crimes contra o sistema financeiro nacional & contra o mercado de capitais. rio de Janeiro: lumen Juris, 2010.

CAVALI, Marcelo. Manipulação do Mercado de Capitais: Fundamentos e limites da repressão penal e administrativa. São Paulo: Quartier Latin.

CAVALI, Marcelo. Manipulação do Mercado de Capitais: Fundamentos e limites da repressão penal e administrativa. São Paulo: Quartier Latin. 2018.

CLARK, Kate. Venture Capitalists 'Like and Subscribe' to Influencers. TechCrunch, 4 nov.2019. Disponível em: https://techcrunch.com/2019/11/04/venture-capitalists-like-and-subscribe-to-influencers/.

COSTA, Helena Regina Lobo da. Proteção penal ambiental: viabilidade, efetividade, tutela por outros ramos do direito. São Paulo: Saraiva, 2010.

DUTRA, Marcos Galileu Lorena. As novas estruturas organizacionais das bolsas. 2008. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

GRAU, Eros Roberto. A ordem econômica na constituição de 1988. Brasil: Malheiros Editores, 2005, 10ª ed.

GRECO, Luís. A relação entre o direito penal e o direito administrativo no direito penal ambiental: uma introdução aos problemas da acessoriedade administrativa. In: Revista Brasileira de Ciências Criminais, São Paulo, v. 14, n. 58, p. 152-194., jan./fev. 2006.

GRECO, Luís. Imputação objetiva: uma introdução. In. ROXIN, Claus. Funcionalismo e imputação objetiva no direito penal. Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

GRECO, Luis. Princípio da Ofensividade e crimes de perigo abstrato. Uma introdução ao debate sobre o bem jurídico e as estruturas do delito. Revista Brasileira de Ciências Criminais, n. 49, São Paulo.

HORTA, Frederico. Do erro sobre os elementos normativos das leis penais no direito penal econômico. In: LOBATO, José Danilo Tavares; MARTINELLI, João Paulo; SANTOS, Humberto Souza. (Org.). Comentários ao direito penal econômico brasileiro. 1ed.Belo Horizonte: D'Plácido.

Influenciadores digitais e o mercado de capitais brasileiro: uma análise do custo-benefício da edição de regramento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários. Assessoria de análise econômica e gestão de riscos. 2020.

LOBATO, José Danilo Tavares. Acessoriedade administrativa, princípio da legalidade e suas (in)compatibilidades no direito penal ambiental. In.: Revista Brasileira de Ciências Criminais, São Paulo, v. 18, n. 83.

LUND, Myrian Lair Monteiro Pereira: Mercado de capitais. Rio de Janeiro: editora FGV, 2012.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Direito dos valores mobiliários. São Paulo: FGV, v. 1, t. 1,2015.

NOHARA, Irene Patrícia D. Direito Administrativo. São Paulo: Grupo GEN, 2023.
O mercado de valores mobiliários brasileiro / Comissão de Valores Mobiliários. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

PRADO, Viviane Muller; CAVALI, Marcelo; RACHAMAN, Nora; VILELA, Renato. Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil. 2ª. ed. Belo Horizonte: Araes Editores, 2020.

RENZIKOWSKI, Joachim. Direito penal e teoria das normas. Estudos críticos sobre as teorias do bem jurídico, da imputação objetiva e do domínio do fato, Organizadores Alaor Leite, Adriano Teixeira e Augusto Assis, Coleção Direito Penal e Criminologia, SãoPaulo: Editora Marcial Pons, 2017. ROXIN, Claus. Sobre o recente debate em torno do bem jurídico. In Novos Estudos do Direito Penal (organizador Alaor Leite), Coleção Direito Penal e Criminologia: São Paulo: Editora Marcial Pons, 2014.

SÁNCHEZ, Bernardo Feijoo. Imputación objetiva en el Derecho penal económico y empresarial. Madrid: InDret, 2009.

SANTOS, Alexandre P.; OSÓRIO, Fábio; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de capitais: regime sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012.