

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS  
CAMPUS SOROCABA  
CENTRO DE CIÊNCIAS EM GESTÃO E TECNOLOGIA  
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

JONATHAN MARTINS OLIVER

NOVOS INVESTIDORES PESSOA FÍSICA NA BOLSA BRASILEIRA E A  
REGULAÇÃO DA CVM: UMA ANÁLISE ENTRE 2013 E 2023

Sorocaba  
2023

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS  
CAMPUS SOROCABA  
CENTRO DE CIÊNCIAS EM GESTÃO E TECNOLOGIA  
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

JONATHAN MARTINS OLIVER

NOVOS INVESTIDORES PESSOA FÍSICA NA BOLSA BRASILEIRA E A  
REGULAÇÃO DA CVM: UMA ANÁLISE ENTRE 2013 E 2023

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Centro de Ciências em Gestão e Tecnologia da Universidade Federal de São Carlos, *campus* Sorocaba, para obtenção do título/grau de bacharel em Ciências Econômicas.

Orientação: Prof<sup>ª</sup> Dr.<sup>a</sup> Aniela Fagundes Carrara

Sorocaba  
2023

Oliver, Jonathan Martins

Novos investidores pessoa física na bolsa brasileira e a  
regulação da CVM: : Uma análise entre 2013 e 2023 /  
Jonathan Martins Oliver -- 2023.  
47f.

TCC (Graduação) - Universidade Federal de São Carlos,  
campus Sorocaba, Sorocaba

Orientador (a): Aniela Fagundes Carrara

Banca Examinadora: Cassiano Bragagnolo, Gustavo  
Carvalho Moreira

Bibliografia

1. CVM. 2. Regulação. 3. Investidores. I. Oliver, Jonathan  
Martins. II. Título.

Ficha catalográfica desenvolvida pela Secretaria Geral de Informática  
(SIn)

DADOS FORNECIDOS PELO AUTOR

Bibliotecário responsável: Maria Aparecida de Lourdes Mariano -  
CRB/8 6979

**Jonathan Martins Oliver**

**NOVOS INVESTIDORES PESSOA FÍSICA NA BOLSA BRASILEIRA E A  
REGULAÇÃO DA CVM: UMA ANÁLISE ENTRE 2013 E 2023**


Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Centro de Ciências em Gestão e Tecnologia da Universidade Federal de São Carlos, *campus* Sorocaba, para obtenção do título/grau de bacharel em Ciências Econômicas.  
Universidade Federal de São Carlos.

Sorocaba, 29 de agosto de 2023

Orientador  Documento assinado digitalmente  
**ANIELA FAGUNDES CARRARA**  
Data: 29/08/2023 15:47:28-0300  
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

---

Profa. Dra. Aniela Fagundes Carrara

Examinador  Documento assinado digitalmente  
**CASSIANO BRAGAGNOLO**  
Data: 29/08/2023 18:55:51-0300  
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

---

Prof. Dr. Cassiano Bragagnolo

Examinador  Documento assinado digitalmente  
**GUSTAVO CARVALHO MOREIRA**  
Data: 30/08/2023 08:57:40-0300  
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

---

Prof. Dr. Gustavo Carvalho Moreira

## **DEDICATÓRIA**

*À minha mãe Maria e meu pai Valdir, pela minha vida e por tudo que me proporcionam. À minha irmã Francys pela compreensão e apoio em todos os momentos e aos meus sobrinhos Kevyn e Pietro.*

## **AGRADECIMENTO**

*Agradeço primeiramente aos meus pais, pois acreditaram em mim quando disse que era possível entrar numa universidade federal, e por proverem a estrutura que precisava para a realização deste sonho.*

*À minha querida irmã Francys a quem posso confiar, lembro como se fosse hoje que estive comigo no dia da primeira matrícula para me ensinar o caminho até a universidade, que nunca me negou um favor, agradeço também pelas conversas e pela paciência em ouvir meus desabaços.*

*Aos meus amigos que estiveram comigo nessa jornada, em especial meu querido amigo Luan pelas discussões sobre as matérias que sempre me esclareciam as dúvidas, pelas partidas de xadrez pelo campus, que praticamente viveu comigo cada dia dessa caminhada.*

*À minha orientadora Profa. Dra. Aniela Fagundes Carrara, sem dúvidas, por aceitar me guiar nessa etapa final do meu curso, por todo apoio no desenvolvimento do trabalho, pela paciência e por toda disposição.*

## RESUMO

OLIVES, Jonathan Martins. Novos investidores pessoa física na bolsa brasileira e a regulação da CVM: Uma análise entre 2013 e 2023. 2023. 47 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) – Centro de Ciências em Gestão e Tecnologia, Universidade Federal de São Carlos, Sorocaba, 2023.

Desde meados de 2018 o mercado de capitais brasileiro tem presenciado um aumento importante no número de investidores pessoas físicas no ambiente de bolsa. Frente a tal cenário, o presente estudo tem como principal objetivo fazer uma análise descritiva do perfil dos novos investidores do ambiente de bolsa brasileiro e avaliar a resposta da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) diante do crescente interesse de investidores pessoas físicas no mercado de capitais brasileiro, em especial nas possibilidades ofertadas pela bolsa, de modo a entender como tal instituição tem trabalhado para garantir um ambiente de estabilidade e confiança. Como forma de alcançar o objetivo proposto, será realizada uma revisão bibliográfica sobre como é organizado o Sistema Financeiro Nacional brasileiro, colocando em evidência a Comissão de Valores Mobiliários, apresentando suas funções e importância para o sistema como um todo. Também será estruturada uma fundamentação teórica sobre a eficiência de mercado e a relevância das informações, além da análise descritiva do perfil dos novos investidores, bem como uma análise quantitativa de dados qualitativos, referentes as regulamentações da CVM sobre estes novos investidores. Como um dos principais resultados obtidos, tem-se evidenciada a preocupação da CVM com os novos investidores, principalmente no que tange ao acesso à informação adequada e de qualidade.

**Palavras-chave:** CVM. Regulação. Investidores

## ABSTRACT

Since mid-2018, the Brazilian capital market has witnessed a significant increase in the number of individual investors in the stock exchange environment. In light of this scenario, the present study aims to conduct a descriptive analysis of the profile of new investors in the Brazilian stock exchange environment and to evaluate the response of the Securities and Exchange Commission of Brazil (CVM) in the face of the growing interest of individual investors in the Brazilian capital market, particularly in the opportunities offered by the stock exchange. This is done in order to comprehend how the institution has been working to ensure an environment of stability and confidence. In pursuit of the stated objective, a bibliographical review will be conducted on the organization of the Brazilian National Financial System, highlighting the Securities and Exchange Commission, elucidating its functions and significance for the overall system. Furthermore, a theoretical foundation will be established concerning market efficiency and the importance of information, alongside a descriptive analysis of the profile of the new investors. Additionally, a quantitative analysis of qualitative data will be structured, pertaining to the CVM regulations regarding these new investors. One of the main outcomes obtained highlights the CVM's concern for the new investors, particularly regarding their access to appropriate and high-quality information.

**Keywords:** CVM. Regulation. Investors



## LISTA DE FIGURAS

Figura 1- Evolução do número de investidores na bolsa - pessoa física .....	27
Figura 2 - Porcentagem de investidores pessoa física por faixa etária .....	28
Figura 3 - Quantidade de investidores por gênero.....	29
Figura 4 - Quantidade de investidores por estado - 1º tri. 2023 .....	30
Figura 5 – Montante total investido por CPFs (valores reais) - 1º tri. 2023.....	31
Figura 6 - Saldo médio investidos por pessoa física em renda variável.....	32
Figura 7 - Porcentagem do total de recursos investidos em renda variável .....	33
Figura 8 - Ferramenta nuvem de palavras do Voyant Tools .....	36
Figura 9 - Nuvem de palavras correspondente ao estudo da CVM sobre influenciadores.....	39



## SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	11
2 O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL: A IMPORTÂNCIA DA CVM PARA A ESTABILIDADE DO SISTEMA .....	13
2.1 – O Sistema Financeiro Nacional .....	13
2.2 – As funções e a importância da CVM.....	14
2.3 - Poderes, regulação e autorregulação na CVM .....	16
3 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA: EFICIÊNCIA DE MERCADO E A RELEVÂNCIA DAS INFORMAÇÕES .....	19
3.1 – Mercados eficientes .....	19
3.2 Informações assimétricas e o mercado financeiro.....	21
4 – METODOLOGIA E DADOS UTILIZADOS.....	24
5. RESULTADOS E DISCUSSÕES.....	26
5.1 Caracterização dos novos investidores .....	26
5.2 - Revisão das normativas/regulamentações e estudos da CVM que fazem frente a entrada de investidores pessoas físicas.....	34
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	41
REFERÊNCIAS .....	43



## 1 INTRODUÇÃO

A participação de pessoas físicas no mercado financeiro desempenha um papel fundamental na dinâmica e na democratização do acesso ao investimento. A entrada massiva de investidores individuais na bolsa de valores, como tem-se observado, representa uma grande mudança na percepção e funcionamento do mercado de capitais. Dado tal cenário, o presente estudo se debruça sobre um aspecto crucial desse fenômeno: o perfil dos novos entrantes e as normas criadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como resposta à crescente entrada de pessoas físicas na bolsa.

Para entender a relevância dessas normas, é importante contextualizar historicamente o desenvolvimento do mercado de capitais e a evolução do perfil dos investidores ao longo do tempo. A história do mercado financeiro nacional é marcada por transformações sociais, tecnológicas e regulatórias que moldaram as interações entre os agentes econômicos e as instituições financeiras (RODRIGUES, 2012). Desde o princípio das bolsas de valores brasileiras, até hoje, observa-se um contínuo processo de evolução das práticas e das estruturas de mercado.

No contexto brasileiro, a abertura econômica, as reformas financeiras e a estabilização econômica culminaram na ampliação do acesso de pessoas físicas a investimentos de todas as categorias. A expansão da internet e o desenvolvimento das plataformas digitais de negociação, contribuíram para tornar o mercado de capitais um pouco mais acessível e transparente. Desta maneira, a CVM, como instituição reguladora de tal mercado, busca desenvolver e adaptar normas regulatórias para proteger os investidores individuais, garantir a integridade do mercado e promover a eficiência nas operações (ALVES e PINHEIRO, 2017).

Desta forma, o objetivo principal da presente pesquisa é avaliar a resposta da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), análise feita para o 1º trimestre de 2023, diante do crescente interesse de investidores pessoas físicas no mercado de capitais brasileiro, em especial nas possibilidades ofertadas pela bolsa, de modo a entender como tal instituição tem trabalhado para garantir um ambiente de estabilidade e confiança para os investidores. O estudo das normas que regulam o ambiente da bolsa brasileira não apenas enriquece o entendimento sobre a regulamentação do mercado de capitais, mas também lança luz sobre a dinâmica complexa entre o Estado regulador, os investidores individuais e os agentes financeiros. A hipótese inicial é de que apesar dos desafios impostos pela entrada massiva de novos investidores, a CVM tem conseguido fazer frente às novas demandas.

De modo a contemplar o objetivo proposto, inicialmente será feita uma exposição sobre a CVM e sua relevância no mercado de capitais brasileiro. Também será levantada uma questão teórica inerente aos investidores sobre a assimetria de informação e suas decorrências. Como maneira de gerar os resultados pretendidos, primeiro será realizada uma exposição que ilustra o crescimento dos novos investidores pessoas físicas, bem como o perfil destes e posteriormente será realizada uma minuciosa avaliação das normas, regulamentos mais recentes, expedidos pela CVM.

Assim, o presente trabalho além da presente introdução é formado por mais cinco capítulos. O segundo capítulo faz uma apresentação da CVM e da sua relevância para o mercado de capitais. Já o terceiro capítulo trata da assimetria de informação e da relação que tal elemento pode ter com a decisão dos agentes econômicos enquanto investidores. A metodologia e os dados utilizados se encontram no quarto capítulo. O quinto capítulo apresenta a discussão dos resultados. E por fim, o último capítulo expõe as considerações finais do trabalho.

## **2 O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL: A IMPORTÂNCIA DA CVM PARA A ESTABILIDADE DO SISTEMA**

Este capítulo tratará brevemente a respeito da organização do Sistema Financeiro Nacional e dos órgãos participantes. Como um dos focos deste trabalho é a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), será resumidamente apresentada a forma de funcionamento e objetivos desta comissão, juntamente com um panorama do arcabouço de tratativas desta, no que tange o mercado de renda variável e principalmente do ambiente de bolsa.

### **2.1 – O Sistema Financeiro Nacional**

Em 1964, através do Programa de Ação Econômica do Governo, começou a ser planejado a estrutura do atual mercado de capitais brasileiro. Antes disso, as normas que se tinha eram regidas pelos Corretores de Bolsa e dos Bancos basicamente (DEPIERI e PIRES, 2021). No mesmo ano, em 1964, vale salientar, o Programa de Ação Econômica do Governo criou o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central do Brasil (BACEN). Logo no ano seguinte, em 1965, foi emitida a primeira legislação brasileira regendo o mercado de capitais e estabelecendo um plano para seu desenvolvimento (AMARAL, 2009). A Lei Federal n.º 4.728 de julho de 1965 estabeleceu em seu primeiro artigo, que os mercados financeiros e de capitais seriam regidos pelo Conselho Monetário Nacional e fiscalizados pelo Banco Central do Brasil (BRASIL, 1965). Entretanto na concepção de Rosa (2012), essas reformas não foram suficientes para desenvolver o mercado de capitais brasileiro e o governo entrou com uma política fiscal de estímulos à capitalização das empresas, que facilitava o pagamento de débitos fiscais e reforçava os incentivos à compra de ações, através do Decreto-Lei n.º 157 de 10 de fevereiro de 1967.

Com isso houve euforia especulativa, no período de 1967 a 1971, acarretando num excesso de recursos disponíveis em relação aos ativos ofertados, o que fez com que os preços das ações subissem, juntamente com os volumes de negociação. No ano de 1971, a euforia especulativa arrefeceu dando início a uma crise do mercado acionário, o que levou a um período de forte retração de tal mercado. Constatou-se que o mercado ficou grande demais para sua estrutura institucional. Ciente da necessidade de recuperação do mercado acionário, foram originados pelo governo dois projetos de lei: um criando um órgão especializado incumbido do mercado de capitais, e outro posicionando sobre as sociedades por ações (ROSA, 2012).

Então, em dezembro de 1976 foi criada a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) por meio da publicação da Lei n.º 6.385, e alguns dias depois a Lei das Sociedades Anônimas, a Lei n.º 6.404. Através desse primeiro projeto de lei, uma série de funções que até então eram de responsabilidade do Banco Central do Brasil e do Conselho Monetário Nacional (CMN) passaram a ser de responsabilidade da CVM (ALVES e PINHEIRO, 2017).

Vale salientar que no decorrer da história, o Sistema Financeiro Nacional (SFN) brasileiro foi se moldando à medida que o país foi passando por momentos de inovações, crises e períodos que demandavam transformações desse sistema. Por exemplo, na década de 90 importantes fatos contribuíram para essas modificações: as inovações tecnológicas, a integração no Mercosul, a abertura comercial, o processo de estabilização da economia e os processos de aquisições no Sistema Financeiro Nacional, principalmente a partir do Plano Real (MOREIRA, 2003).

O Sistema Financeiro Nacional hoje é organizado em três níveis, que são eles: Os Órgãos Normativos, Supervisores e Operadores. Conforme CVM (2019), os órgãos normativos são entidades governamentais, com atribuições específicas, criadas por lei. Esses são responsáveis pela criação e definição das políticas e regras gerais do sistema financeiro. No geral, sua tomada de decisão é apoiada em arcabouços técnicos e são fiscalizadas e regulamentadas pelos órgãos supervisores. No Brasil, as instituições normativas do Sistema Financeiro Nacional são: Conselho Monetário Nacional (CMN); Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPIC) e Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP).

De acordo com Silva, *et al.*, (2016) a maioria das instituições normativas também cumprem o papel de supervisão, com o intuito de tornar regulamentado dispositivos legais ou edições normativas feitas pelos órgãos normativos. As entidades supervisoras do SFN são: Banco Central do Brasil (BACEN ou BC); Comissão de Valores Mobiliários (CVM); Superintendência de Seguros Privados (SUSEP); Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC). Os operadores, incluem todas as demais instituições, públicas ou privadas, que são envolvidas de forma direta, ou como auxiliares, nas atividades de aplicação, intermediação e captação no sistema financeiro.

## **2.2 – As funções e a importância da CVM**

Nas últimas décadas o mercado de capitais brasileiro vem se desenvolvendo, seja pelo aprimoramento das tecnologias utilizadas nos processos, pelo aumento da oferta de produtos financeiros ou pela elevação, historicamente falando, do volume de transação. Com esse



desenvolvimento contínuo, é constante a necessidade de adaptar e criar medidas regulatórias a fim de minimizar o risco de falhas de mercado (RIBEIRO, 2018).

Pode-se observar empiricamente evidências para se acreditar que há uma correlação direta entre o crescimento econômico e o desenvolvimento dos sistemas financeiros. Nas economias pouco desenvolvidas, as taxas de crescimento do número de investidores não são tão eficientes e estão bastante associadas a diferentes alocações da poupança que não seja em atividades econômicas. Toda regulação econômica, tem por finalidade confrontar e prevalecer sobre as falhas de mercado, ou melhor, as deficiências que o mercado não consegue superar sozinho. No mercado de capitais o que é mais comum de se verificar é a assimetria de informações entre os investidores. Um dos pressupostos das teorias de um mercado idealmente eficiente é o acesso igualitário de todos os participantes às informações sobre o próprio mercado em que é pertencido e também sobre seus produtos (DUBEUX, 2005).

A Comissão de Valores Mobiliários é uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Economia, criada pela Lei nº 6.385, de 1976, como indicado na seção anterior, municiada de autoridade administrativa independente, sendo competida a ela a regulação do mercado de capitais brasileiro (art. 8º, I), conseqüentemente voltada para a fiscalização das companhias abertas (ALVES e PINHEIRO, 2017). A CVM tem como objetivos:

Estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; Promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; Assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão; Proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários, contra atos ilegais de administradores e acionistas das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários e contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários; Evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; Assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; Assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; e Assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de

crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (CVM, 2019, p. 60-61) .

Na leitura de Alvarez (1993), são destacados os objetivos da regulação do mercado de capitais, que vão ao encontro com o que diz a citação acima. O estudo relata que as normas reguladoras devem procurar definir: (i) a obrigatoriedade de informações que sejam consideradas relevantes na definição da escolha dos investidores, tendo de antemão o conhecimento das vantagens e riscos dos investimentos; (ii) as disposições de acesso ao mercado para as sociedades emissoras de valores mobiliários e intermediários financeiros; (iii) as regras de atuação dos responsáveis pelo intermédio financeiro e dos administradores e controladores de companhias abertas, com o objetivo de evitar prejuízo aos investidores; (iv) as condições de fazimento de determinadas tarefas no mercado, delimitando-se as atividades que apenas as instituições financeiras podem exercer.

No mercado de capitais brasileiro, a CVM é a responsável por minimizar assimetrias de informação entre os agentes. O entendimento de suas atribuições legais permite perceber que sua ação regulatória tem por intuito propor a disponibilidade de informações claras e objetivas a respeito de empresas e agentes que operam no mercado. O mercado de capitais é um mercado em que fica clara a evidência de uma natural assimetria informacional. Além disso, na teoria econômica, a Eficiência de mercado está diretamente relacionada ao acesso à informação. O foco regulatório não tem como base a perfeita simetria de informação, mas sim a redução de assimetrias, daí que vem melhoria em termos de eficiência no mercado de capitais. A informação é a base da operacionalidade do mercado (TORRES, 2007).

### **2.3 - Poderes, regulação e autorregulação na CVM**

Os poderes conferidos à CVM têm por destino o fundamento de permitir que tal comissão cumpra as funções públicas, como por exemplo de transparência e informação, para as quais foi criada. Sem esses meios, a eficácia de sua atuação seria praticamente nula. É por este motivo que a lei outorga à autarquia variados e relevantes poderes, como será pontuado no decorrer desta subseção, a fim de regular desempenho de suas funções, ou seja, trata-se de um poder-função (CVM, 2022).

A Lei Federal emitida no governo Geisel nº 6.385/76, fala no inciso I do artigo 9º que a CVM pode, não só examinar como extrair cópias de registros de livros ou documentos

contábeis, incluindo programas eletrônicos e arquivos magnéticos, sejam ópticos ou de qualquer natureza, tal qual papéis de trabalho de auditores independentes, estes documentos devem estar em perfeito estado de conservação e em ordem pelo prazo mínimo de cinco anos (BRASIL, 1976).

Este poder, mencionado acima, está atrelado a esfera de atuação repressiva da CVM, como comenta Mello (2022), a autarquia tem, como importante instrumento para cumprimento das obrigações informativas, a autoridade para processar e julgar demandas, de âmbito administrativo, com o propósito de investigar e, por ventura confirmado ato ilícito, punir eventuais violadores das regras de divulgação informacional: é o denominado Processo Administrativo Sancionador (PAS). Na opinião do autor acima citado, o PAS deve ser visto como importante ferramenta de garantia das regras de divulgação, considerando a sensibilidade que tais dados possuem, não só aos investidores no mercado de capitais mas à toda sociedade.

A CVM pode também requisitar informações de qualquer empresa pública, órgão público ou autarquia, visando sempre o cumprimento de sua atividade fiscalizatória. Para assistência e cooperatividade na gerência de investigações frente às violações das normas pertencentes ao mercado de valores mobiliários, a CVM pode estabelecer parcerias com entidades reguladoras internacionais ou de outros países. Uma observação importante a se fazer é que a CVM firma parcerias, e não tratados internacionais, já que esse tipo de decisão é resguardada somente aos Estados nacionais (TORRES, 2007).

É possível verificar, até mesmo pela própria leitura do Artigo de lei mencionado acima, que foi conferido a Autarquia aqui em questão um poder bastante amplo de exame (inclusive *in loco*), análise e extração de cópias de todos os tipos de documentos, o que inclui programas eletrônicos e arquivos magnéticos. Isso não implica, obviamente, que a lei tenha concedido a ela um poder de inquérito absoluto. Para extrair a exata medida deste poder legal atribuído à CVM, fez-se necessário a conjugação do inciso I do artigo 9º da Lei Federal nº 6.385/76, não apenas com a atividade legal de suas atribuições, mas também confrontá-lo, em seguida, com o princípio da proporcionalidade tratado no artigo 2º, parágrafo único, VI da Lei Federal nº 9.784/99 (CVM, 2022).

No Brasil, o sistema de normatização do mercado de capitais é composto por reguladores estatais como, por exemplo e aqui tratado neste trabalho a CVM, e também entidades de autorregulação voluntária e entidades de autorregulação por exigência legal (entidades de compensação e liquidação e mercados organizados). No caso dos reguladores estatais, as normas editadas usualmente são de caráter amplo, olhando o mercado com uma

visão mais macro e buscando aprimorar as bases da regulação, para que se tenha maior relevância para o bom funcionamento do mercado. Como o processo de regulação pelo lado estatal é mais burocrático em termos de formalidades, tende a não ter tanta eficiência ao acompanhar as frequentes atualizações e assim, as normas podem ficar rapidamente ultrapassadas (DIAS e BECUE, 2018).

Conforme ressalta Zanotta (2005), deve-se buscar novas técnicas regulatórias para manter sempre estas alinhadas as atualizações tecnológicas do mercado. Sendo assim, em muitos casos, através de organizações associativas ou representativas, com autorização legal ou privadamente, são as próprias organizações reguladas que desenvolverão as regras que regularão as próprias atividades. Esse fenômeno chama-se autorregulação.

Fleishman e Vianna (2019) mostram que, a autorregulação, prevista em lei, é mais um elemento da própria regulação, editando regras com significativa eficiência e alto nível de aceitação e obediência pelos participantes do mercado.

De acordo com Timbó, (2006), entende-se por autorregulação os poderes de fiscalização e normatização atribuídos aos membros de um determinado segmento da economia em vista às suas atividades, com o objetivo de manutenção de padrões éticos elevados e são organizados em instituições ou associações privadas. Ou seja, os próprios participantes se autopoliciam, ao invés de precisar de uma intervenção direta do Estado, a fim de cumprir os deveres legais e padrões éticos aceitos consensualmente.

O modelo brasileiro, que envolve a CVM, parece sugerir que a autorregulação usualmente associada a um sistema de baixa regulação estatal pode sim coexistir com um modelo amplo de intervenção estatal. A eficiência do modelo deve ser analisada em relação aos resultados reais obtidos até o momento. Tal resultado pode ser visto sob duas perspectivas: (i) se o mercado responde melhor à estrutura regulatória existente, e (ii) se a estrutura é flexível o suficiente para se adaptar às mudanças do mercado, ela permanece eficaz (CVM, 2022).

Assim, com a exposição realizada pelo presente capítulo, é possível verificar a relevância da CVM para a organização, regulação e acompanhamento do mercado de capitais brasileiro, bem como seu papel de atenuar as assimetrias de informações, naturalmente presentes em tal ambiente de negociação. Com vistas a proporcionar um entendimento das bases teóricas que circundam a questão informacional, que é inerente ao mercado de capitais e ao ambiente de bolsa, conforme visto, o próximo capítulo trará uma revisão teórica a respeito da eficiência de mercado e a importância informacional.

### **3 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA: EFICIÊNCIA DE MERCADO E A RELEVÂNCIA DAS INFORMAÇÕES**

Para proporcionar um melhor entendimento de como a atuação da CVM é relevante para a estabilidade e confiança do Sistema Financeiro Brasileiro, neste capítulo serão expostos os conceitos de mercados eficientes e alguns argumentos a respeito do tema, bem como da assimetria de informações, de modo a reforçar o papel da instituição acima citada, mediante as imperfeições e assimetrias informacionais inerentes a todo e qualquer mercado.

#### **3.1 – Mercados eficientes**

Segundo Forti, Peixoto e Santiago (2009), a origem da Hipótese da Eficiência de Mercado (HEM) tem base no início do século XIX e no decorrer do século XX, quando começaram a ser desenvolvidos estudos a respeito do comportamento do preço das ações em geral. Com análises datadas de 1900 por Bachelier (1900), *apud* Forti, Peixoto e Santiago, (2009) que examinou a teoria da especulação e descreveu o que hoje é conhecido como *Random Walk Hypothesis*, ou Hipótese do Passeio Aleatório. A partir disso, diversas análises e estudos surgiram a respeito do tema, como os artigos de Roberts (1959) e Osborne (1959) *apud* Forti, Peixoto e Santiago (2009), que conseguiram trazer descobertas empíricas a respeito da imprevisibilidade da variação dos preços dos títulos, levando a uma revisão da teoria econômica a esse respeito.

Durante esse período de surgimento de novos trabalhos para a Teoria de Finanças, na década de 1960, também se destacaram autores que estudaram a precificação dos ativos, como por exemplo Markowitz (1952) que aborda a Teoria do Portifólio; e Sharpe (1964), Mossin (1966), que estudam o Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM). Desse amplo exame da teoria econômica e financeira, emergiu a HEM (Hipótese da Eficiência de Mercado), postulada por Fama (1970), que pode ser considerada como um dos elementos mais relevantes da Moderna Teoria de Finanças (FORTI, PEIXOTO e SANTIAGO, 2009).

Neste contexto, embora alguns autores como Markowitz (1952) já utilizassem o termo imperfeições de mercado, foi Fama (1970) que trouxe a definição de mercado eficiente como aquele em que os preços dos títulos sempre refletem por completo as informações disponíveis. Se referindo ao comportamento dos preços, Fama (1991) afirma que os mercados eficientes seguem o chamado passeio aleatório, portanto, não é possível os agentes criarem formas de obter lucros muito acima do esperado em períodos predeterminados. Portanto, se o

comportamento dos preços dos títulos segue um caminho aleatório, fica clara a imprevisibilidade de seus movimentos. Sendo assim, de acordo com Fama (1970), os preços sinalizam precisamente o verdadeiro valor dos ativos, e os seus retornos devem apresentar independência serial, ou seja, as mudanças dos preços devem ser linearmente independentes, com correlação igual a zero. Logo, não há maneiras de qualquer investidor obter vantagens no mercado de capitais, ainda que haja informações privilegiadas.

Em Finanças Comportamentais, existe a ideia de que os fenômenos financeiros podem ser compreendidos por meio de modelos nos quais alguns agentes não são perfeitamente racionais (BARBERIS, THALER; 2002). Shiller (2003) critica diretamente o HEM, segundo o qual a volatilidade do mercado de ações é mais do que o HEM pode explicar.

Nos anos de 1980, foram publicados vários estudos questionando a validade da suposição de que as mudanças nos preços das ações seguem um caminho aleatório, apresentada acima. As anomalias encontradas nesses estudos relacionam-se aos efeitos do tamanho da firma, conforme Banz, (1981), aos efeitos do dia da semana, segundo Lakonishok e Levi (1982), efeitos do mês, de acordo com Tinic e West (1984) e efeitos da relação preço/lucro, como apontam Cook e Rozeff (1984).

Damodaran (2002), argumenta que somente se os mercados forem ineficientes é possível obter retornos maiores que outros investidores, pois nesse caso o preço de mercado acaba desviando-se do valor real, favorecendo investidores que fazem boas avaliações, ao conseguir identificar empresas que estão super e subvalorizadas. Damodaran (2002) *apud* Forti, Peixoto e Santiago, (2009) então caracterizou a HEM:

- a) Ao contrário da crença popular, a HEM não exige que os preços de mercado sejam iguais aos valores reais a cada momento. A hipótese requer que os preços não sejam tendenciosos, ou seja, pode ter variação no preço, porém que esses desvios sejam completamente aleatórios;
- b) O fato dos desvios do valor real serem aleatórios, a grosso modo, implica que a variação do preço tem a mesma probabilidade de estar sub ou superavaliada em qualquer instante de tempo, e que não tenha correlação com nenhuma variável observável.
- c) Se os desvios dos preços observados no mercado forem aleatórios, nenhum grupo de investidores seria capaz de encontrar consistentemente ações super ou subvalorizadas utilizando qualquer estratégia de investimentos.

Os mercados de capitais eficientes em termos de informação economizam tempo e recursos que, de outra forma, seriam gastos na análise de informações, porque elas já estão

precificadas. Assim, tal mercado não apenas incentiva a participação de investidores individuais não especializados em análise de informações, mas também incentiva grupos empresariais mais produtivos e a própria atividade econômica (BRITO, 1985).

No entanto, apesar de sua plausibilidade, a hipótese dos mercados eficientes é difícil de ser demonstrada empiricamente de forma absoluta por uma série de razões, tais como o fato de que imperfeições no mundo real prejudicam a eficiência com que os preços se adaptam a novas informações. Em segundo lugar, não há razão econômica plausível para mudanças nos preços das ações. No final, a existência de interesses investidos elimina a evidência de que o mercado é perfeito (ALCÂNTARA, 1980).

### **3.2 Informações assimétricas e o mercado financeiro**

Muitas teorias de análises de mercado, como a de Fama (1970), mencionada na seção anterior, partem do pressuposto de informação perfeita por parte dos agentes constituintes do mercado. Entretanto, é importante considerar as assimetrias de informações que ocorrem em todo tipo de mercado, o que confere uma maior aderência a realidade.

De acordo com Pindyck e Rubinfeld (2013), a informação assimétrica é bastante comum. É frequente o vendedor de determinado produto conhecer mais a respeito da qualidade do que o comprador. Ou no caso de uma empresa, os administradores sabem mais a respeito dos custos, de como a empresa se sai comparada aos competidores e também quais são as oportunidades de investimentos da empresa, do que os consumidores.

Na perspectiva de Varian (2015), se houver um custo relativamente baixo na obtenção de informação a respeito da qualidade, os preços dos bens se ajustarão naturalmente a um preço considerado justo, ou que reflete as diferenças de qualidade. No entanto, se o custo for alto para obter a informação sobre a qualidade, então não será mais possível que vendedores e compradores estejam num mesmo nível informacional sobre os bens comercializados.

Akerlof (1970), para tratar sobre a assimetria de informações, trouxe a ilustração do mercado de limões, onde faz referência ao mercado de carros usados nos Estados Unidos, em que os vendedores de carros ofereciam aos clientes alguns carros usados com problemas (os limões), mas omitiam tal fato. O comprador adquiria um carro achando que estava comprando um bom carro, portanto pagando mais por ele, mas estava comprando um carro cheio de problemas. O problema do *market for lemons* fala sobre valores pagos que fogem do valor que deveria ser cobrado de determinados ativos, ou seja, o valor real com base nas informações disponíveis. Isso acontece pois, há uma assimetria informacional entre os participantes da negociação do ativo.

A assimetria de informações é um dos principais problemas relacionados a chamada “seleção adversa”. Mas Collet, Whiston e Green (1995) explicam que o problema de seleção adversa nasce quando as decisões de negociação de um indivíduo, considerado informado, precisam de informações privadas de maneira que elas afetam adversamente os indivíduos desinformados que compõem o mercado.

Stiglitz *apud* Aldrighi (2006) identifica o problema da seleção adversa dentro do mercado de crédito, onde uma alta demanda faz com que fique difícil para empresas credoras obterem informações a respeito de cada tomador de crédito, com isso, o risco de não pagamento aumenta. Para se proteger, os credores elevam a taxa de juros cobrada na operação, fazendo com que diminua o interesse de tomadores mais avessos ao risco (que talvez possam ter a oportunidade de um projeto de melhor qualidade, logo podem ser melhores pagadores) restringindo assim os solicitantes de crédito em sua grande maioria à tomadores com alto risco de inadimplência.

Já o Risco moral é o nome dado a outro problema gerado pela assimetria de informações. Tal risco acontece quando um agente muda seu comportamento após o fechamento de um contrato, de forma que o agente ofertante do serviço não é capaz de monitorar as mudanças nas ações do agente contratante, ações essas que podem afetar a probabilidade de pagamento mediante a um evento inesperado (VARIAN, 2015). Pindyck e Rubinfeld (2013), exemplificam o risco moral através do mercado de seguros, onde uma pessoa que tem a casa segurada contra furto, pode se descuidar de trancar as portas, por exemplo, ou também optar por não instalar um sistema de alarme, mediante a aquisição de um seguro para a residência.

Outro problema derivado da assimetria de informação, normalmente ocorrido no mercado de capitais, é o Efeito Manada. Segundo Signorelli, Silva e Barbedo (2020) o efeito manada é caracterizado quando investidores abandonam suas perspectivas a respeito do futuro de uma ação para seguir uma análise feita por outro investidor. Por conta disso, muitas vezes o preço da ação sobe demasiadamente, além do que as informações de mercado indicam. Isso é o mesmo que acontece no caso de bolhas financeiras, que Pindyck e Rubinfeld (2013, p. 176) caracterizam como “*Um aumento no preço de um bem com base não nos fundamentos da demanda ou do valor, mas em uma crença de que o preço continuará subindo*”.

O fenômeno de assimetria informacional nada mais é do que uma falha de mercado que acaba por gerar incerteza, isso somado com a postura e integridade dos agentes coloca a prova a eficiência máxima nas transações. A fim de obter mais segurança, os agentes optam



por uma postura mais conservadora, considerando a ineficiência, e para se resguardar dos riscos e incertezas (AVILA, 2013).

Assim, tem-se que o nível de eficiência de mercado, as assimetrias inerentes a este, bem como os efeitos que estas discrepâncias informacionais geram, são elementos importantes para a análise de todo e qualquer mercado, logo também devem ser observados para o mercado de capitais brasileiro, em especial, o mercado de bolsa, que é o foco do presente estudo.

#### 4 – METODOLOGIA E DADOS UTILIZADOS

Este estudo é classificado como descritivo, uma vez que pretende apresentar e caracterizar o Sistema Financeiro Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários, via revisão bibliográfica, com o intuito de proporcionar uma boa descrição do ambiente em que vem ocorrendo o ingresso de novos investidores pessoa física, com foco naqueles que se direcionam a bolsa de valores brasileira, bem como facilitar o entendimento da resposta da CVM, via normas e regulações a tal tendência. E também pode ser entendido como exploratório, conforme Gerhardt e Silveira (2009), já que se dedica a um fato recente e busca reunir informações que possibilitem seu melhor entendimento.

Dorsa (2020) ressalta que o exame de literatura via revisão bibliográfica é essencial para a escrita de qualquer texto científico, independentemente do gênero, seja uma tese, uma dissertação, sendo este o primeiro passo a ser dado, como forma de se aprofundar no tema de pesquisa.

Para Noronha e Ferreira *apud* Dorsa (2020), ao trabalhar em uma análise de produção bibliográfica, tem-se que se ater a temporalidade nas áreas de tema, para se ter uma percepção dos desenvolvimentos mais recentes sobre o tópico específico, evidenciando assim, as ideias atualizadas, bem como os métodos mais utilizados.

Além da revisão bibliográfica, foi utilizado o método de estatística descritiva para organizar, resumir e descrever aspectos importantes da caracterização do perfil dos novos investidores, tal método é composto por ferramentas descritivas como gráficos, tabelas e também medidas de síntese como porcentagens, índices e médias, conforme Hoffmann (2006, p. 7) que caracteriza a análise descritiva como “*a maneira de apresentar sucintamente um conjunto de dados e de descrevê-los*”.

Por fim, foi feita uma busca de informações em meio as normas e publicações mais recentes criadas pela CVM, para mapear quais pontos que tomaram mais atenção de tal instituição, tal mapeamento também foi realizado via uma análise quantitativa de dados qualitativos, por meio de ferramentas como nuvem de palavras, que destaca as palavras mais frequentes do texto, e o gráfico de frequências relativas que mostra a frequência em que aparecem as palavras, de acordo com as sessões do texto, tudo por meio do *software* Voyant Tools, que é um software gratuito e é utilizado como ferramenta de análise de discurso e análise de texto, conforme CARVALHO, *et al.* (2021).

O período abrangido pela pesquisa, tanto no que se refere aos novos investidores, quanto às novas normas e regulamentações da CVM analisadas, é de 2013 ao primeiro

trimestre de 2023, período este delimitado pela disponibilidade de informações, principalmente no que se refere aos novos investidores. Mas é importante fazer a ressalva de que para algumas informações optou-se por apresentar o panorama mais recente, já para outras a evolução temporal dentro do período de análise se fez importante.

Já a fonte das informações utilizadas na análise são os relatórios expedidos e divulgados pela B3 (Bolsa de Valores Brasileira)<sup>1</sup>, bem como, a página da CVM, na aba “legislação”<sup>2</sup> que reúne todas as decisões de tal instituição. Por fim, é importante reforçar que todas as análises se dedicam às informações relacionadas ao ambiente de bolsa, ou seja, todos os investimentos em renda variável, passíveis de serem efetivados pela bolsa brasileira, ou seja, pela B3.

---

<sup>1</sup> Site: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/institucional](https://www.b3.com.br/pt_br/institucional)

<sup>2</sup> Site: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/index.html>

## **5. RESULTADOS E DISCUSSÕES**

Neste capítulo inicialmente será caracterizado e quantificado os novos investidores que têm entrado na bolsa. Posteriormente, será apresentado, através de normas e resoluções da CVM, como tem sido tratada e regulada por tal instituição essa entrada de novos investidores pessoas físicas, para o período de análise. Ressalta-se que a análise realizada foca nos novos investidores que negociam no ambiente de bolsa, sem distinguir os papéis específicos que são negociados, já que os dados disponibilizados pela B3 em seus relatórios, não possuem tal nível de distinção.

### **5.1 Caracterização dos novos investidores**

O Brasil nunca teve uma cultura de investimento na bolsa muito disseminada por parte da população, isso pode ser explicado pela instabilidade econômica vivida principalmente nas décadas de 1970, 1980 e 1990, momento estes de elevada inflação e diversos problemas de ordem econômica e de confiança nas autoridades monetárias, que levaram a diversos planos econômicos de estabilização até a implantação do plano real, que proporcionou ao país uma certa estabilidade econômica. A partir de 1996, o Brasil começou a experimentar uma considerável estabilidade econômica, se comparado a tais décadas de crise. Portanto, criou-se um cenário em que foi possível a população ter um pouco mais de previsibilidade financeira e isso é essencial para o ingresso no ambiente de bolsa.

Tal fato deve ser somado ao aumento da disseminação informacional por conta da evolução tecnológica, que permitiu com que pelo menos uma parte da população começasse a ter acesso à educação financeira, que antes era muito mais elitizada. Apesar desta relativa democratização ao acesso à informação, tal acesso demanda um certo nível de recurso, o que ainda impossibilita que boa parte população tenha contato e compreensão da importância do planejamento financeiro.

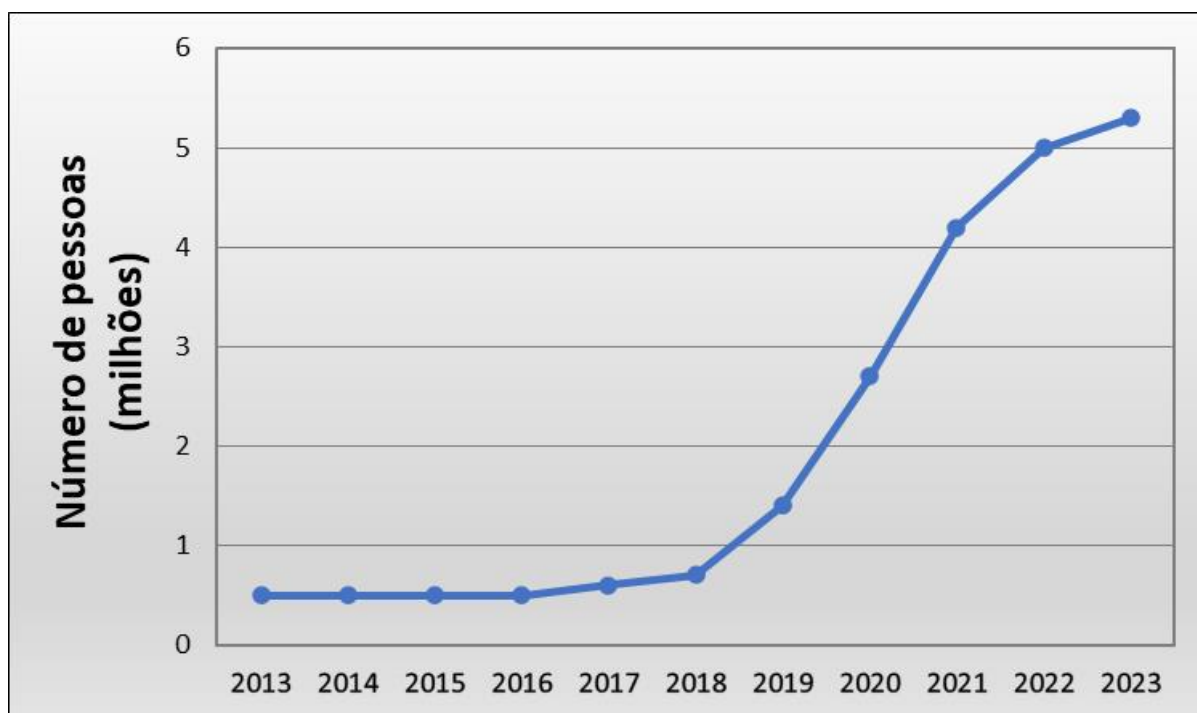
Atrelada a nova carga informacional minimamente mais acessível, a mudança no setor de distribuição de produtos financeiros também é um ponto relevante, pois simplifica os acessos que antes eram exclusivos apenas para pessoas de alta renda, facilita o alcance de pessoas físicas a produtos simples do mercado financeiro. Alguns destes produtos são: conta digital, cartão de crédito e débito, o PIX, aplicativos de plataformas de investimentos, dentre outros. Essa preocupação por parte das instituições financeiras foi ainda maior durante o

período da pandemia da Covid-19, que de acordo com a OMS (Organização Mundial da Saúde) teve início em meados de 2020.

Com esse cenário, é possível notar através da figura 1, o início de um crescimento exponencial no ano de 2018 do número de investidores pessoa física na bolsa, sendo que de 2013 até tal ano o número de novos investidores se manteve bastante estável.

Em 2020, é importante ressaltar, que mesmo com a pandemia da Covid-19 declarada pela OMS, a entrada de novos investidores continuou e num ritmo bastante acelerado. Junto a isso, com a Selic a 2% (taxa básica de juros do país), a demanda por renda variável compensou a retirada de capital estrangeiro, por conta do momento de instabilidade gerado pela pandemia. Ou seja, os residentes brasileiros que não sofreram perdas financeiras no período pandêmico, buscaram alternativas de investimentos rentáveis, dado o cenário de taxas de juros baixas – para os padrões brasileiros – que vigoravam em 2020 (ARAÚJO e SANTOS, 2020).

**Figura 1- Evolução do número de investidores na bolsa - pessoa física**



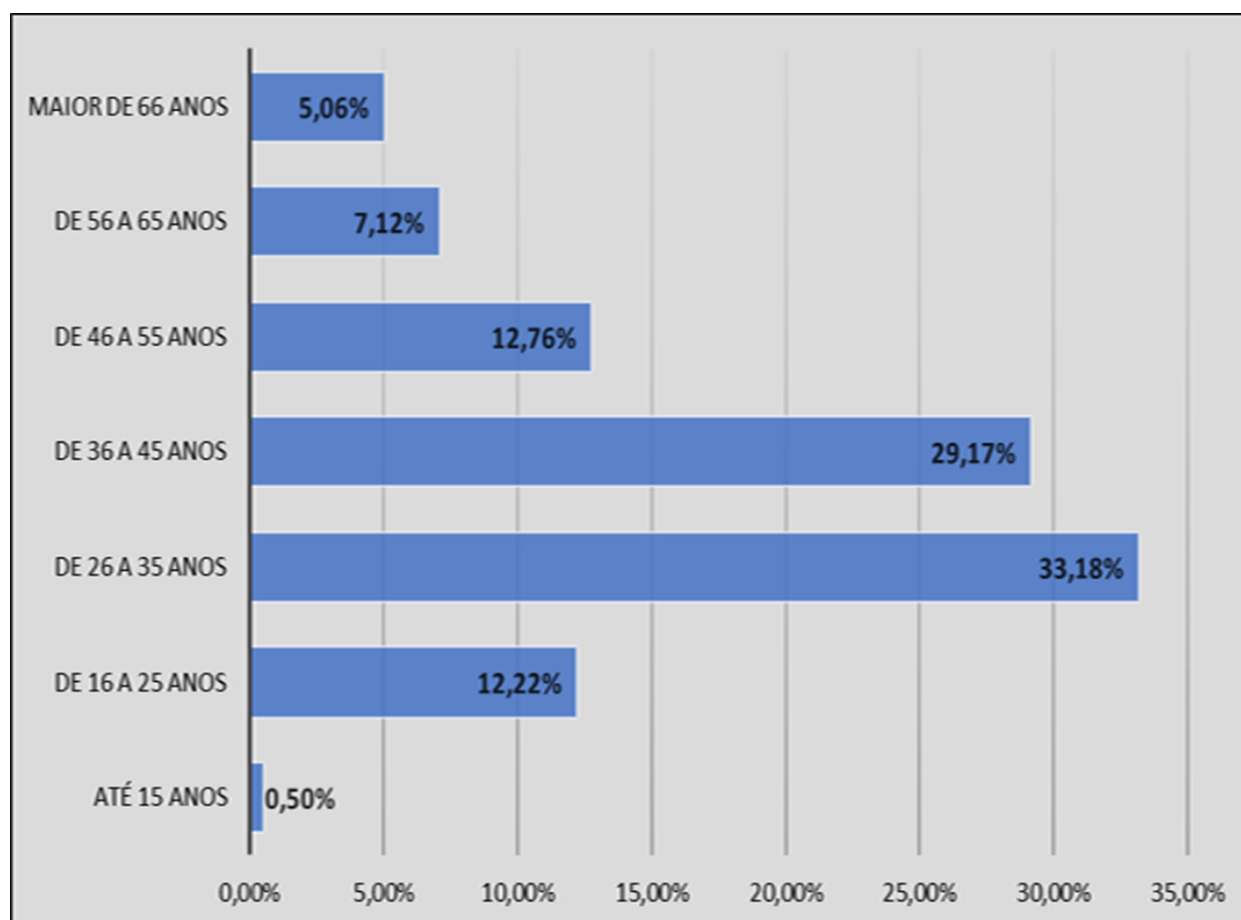
Fonte: Elaborado pelo autor. Dados Brasil Bolsa Balcão (B3, 2023).

Ainda conforme a figura 1, o crescimento contínuo de investidores do tipo pessoa física se manteve, não no mesmo ritmo, no primeiro semestre de 2023, mesmo tal período correspondendo a um contexto de taxa básica de juros elevada (até julho de 2023 a taxa Selic estaca em 13,75% a.a.). Em 2013 a quantidade de investidores cadastrados na bolsa se

mantve constante em 0,5 milhões, em 2017 teve um crescimento de cerca de 20% do total, em 2018 cresceu 14,28%, totalizando um crescimento de cerca de 100 mil novos CPFs por ano nesses dois anos. De 2018 para 2019 tivemos um crescimento de 100% sendo a maior taxa de crescimento anual do período. Em 2020 apresentou-se um crescimento de 92,85%, e nos anos seguintes, 2021 cresceu mais 55%, em 2022 cresceu 19% e no em 2023 até o momento da análise (1º trimestre), já houve um crescimento de 6%.

Já a figura 2 expõe a faixa etária dos investidores, trazendo dados relacionados ao primeiro trimestre de 2023, logo representa o cenário mais recente. E como é possível verificar, aqueles que pertencem a faixa entre 26 e 35 anos vem liderando o *ranking*, sendo responsáveis por 33,18% dos CPFs cadastrados, seguido pela faixa etária de 36 a 45 anos. Vale ressaltar que no Brasil não há idade mínima para começar a investir, salvo as exceções que são as aplicações em minicontratos, opções, *swaps* e mercado futuro no geral, nas quais é necessário ter mais de 18 anos para aplicar. Por isso, há nos dados da B3 uma quantidade de CPFs cadastrados na bolsa que apontam para menos de 15 anos e que somam mais de 30 mil cadastros.

**Figura 2 - Porcentagem de investidores pessoa física por faixa etária**

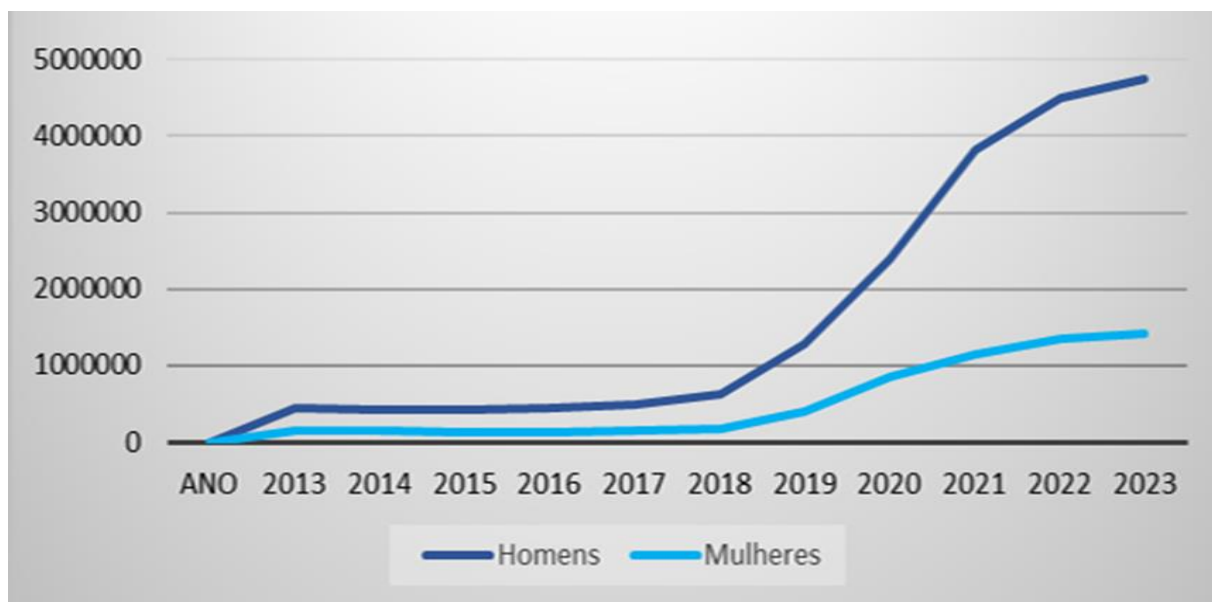


Fonte: Elaborado pelo autor. Dados Brasil Bolsa Balcão (B3, 2023).

Ainda com o intuito de caracterizar os investidores, que como já foi verificado, tem crescido entre 2013 e 2023, a figura 3 apresenta a separação dos investidores por gênero, observa-se uma predominância do sexo masculino entre os CPFs cadastrados, representando uma superioridade de cerca de 54%, como ilustra a figura 3. É possível também observar uma diferença entre as duas curvas na variação no decorrer do tempo.

Cardozo *et al.*, (2019) explicam tal fato argumentando que as mulheres são responsáveis por 52,6% das pessoas desocupadas, conforme a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (2019). O estudo trazido também complementa que mesmo com uma queda da desigualdade salarial entre 2012 e 2018, as mulheres tem salários 20,5% menor que os homens. Ou seja, as mulheres são maioria dentre os que estão fora do mercado de trabalho e aquelas que estão empregadas recebem um salário inferior aos homens, o que dificulta a realização de investimentos, principalmente em produtos que contém mais risco, como os ofertados pelo mercado de bolsa. O que indica que a entrada nos novos investidores, não só tem mantido como alargado a discrepância entre gêneros entre os investidores do ambiente de bolsa, ponto este que merece ser foco de estudos futuros.

**Figura 3 - Quantidade de investidores por gênero**

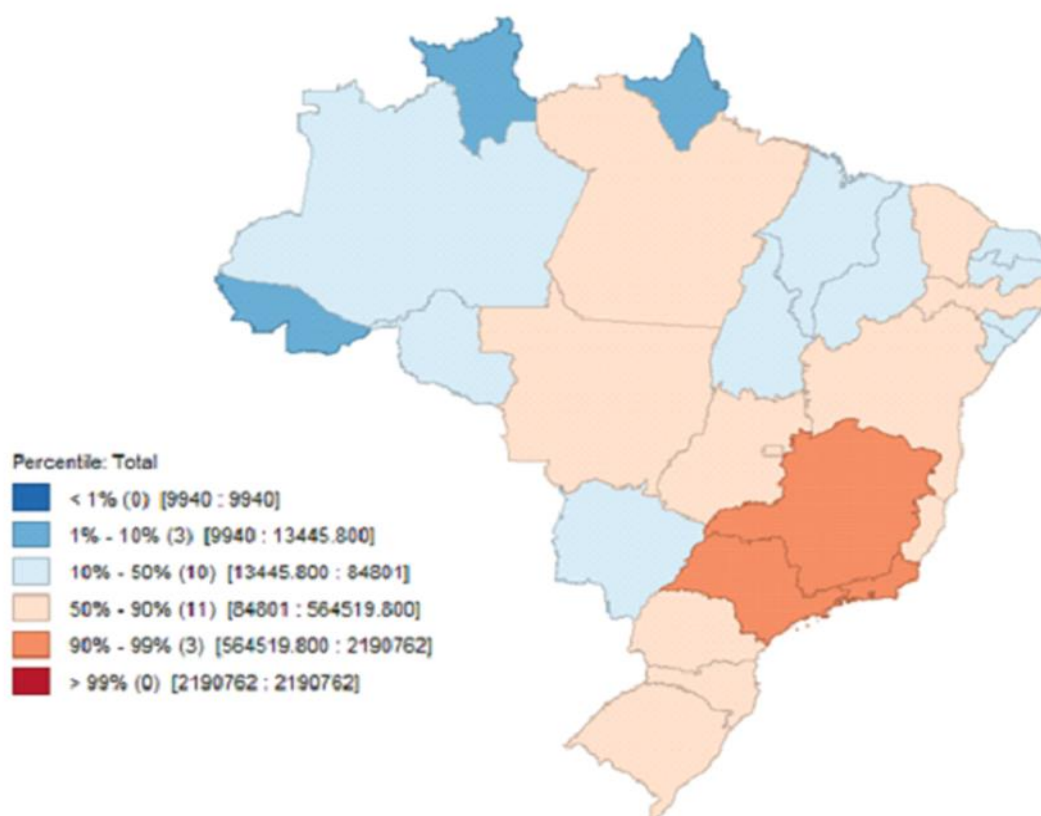


Fonte: Elaborado pelo autor. Dados Brasil Bolsa Balcão (B3, 2023).

Por sua vez, o mapa de percentil exposto na figura 4 faz a separação dos valores em seis grupos de mesmo tamanho, de modo a representar a quantidade de investidores pessoa física, no que se refere aos estados de origem, em uma escala de 0 a 100%. Os dados apresentados são relativos ao primeiro trimestre de 2023, por ser o período mais atual

encontrado na coleta de dados, assim, pode-se observar na figura 4, como era de se esperar, que a maioria se localiza em São Paulo, totalizando 46,85%, seguido por Rio de Janeiro e Minas Gerais com 14,33% e 9,46% respectivamente, os três estados estão localizados no grupo que representa o segundo maior percentil, compreendendo um intervalo entre 564.520 e 2.190.762 investidores pessoa física. Ou seja, somente tais estados do Sudeste são responsáveis por 72,36% da quantidade de investidores pessoa física cadastrados na bolsa. Os três estados com menor número de investidores são: Amapá com 0,03%, Roraima com 0,04% e Acre com 0,04%, todos localizados na região norte, estes estão no penúltimo percentil, conforme, figura 4, indicando que o número de investidores destes estados fica entre um intervalo que vai de 9.940 a aproximadamente 13.446 pessoas. A região norte contém os 5 estados com menos investidores fazendo com que esta seja a região em que a cultura de investimentos em ambiente de bolsa seja menos popular, de acordo com os dados da figura 4. Neste ponto é importante ressaltar que a figura 4 evidencia mais uma desigualdade existente no ambiente de bolsa, que se refere a desigualdade regional.

**Figura 4 - Quantidade de investidores por estado - 1º tri. 2023**



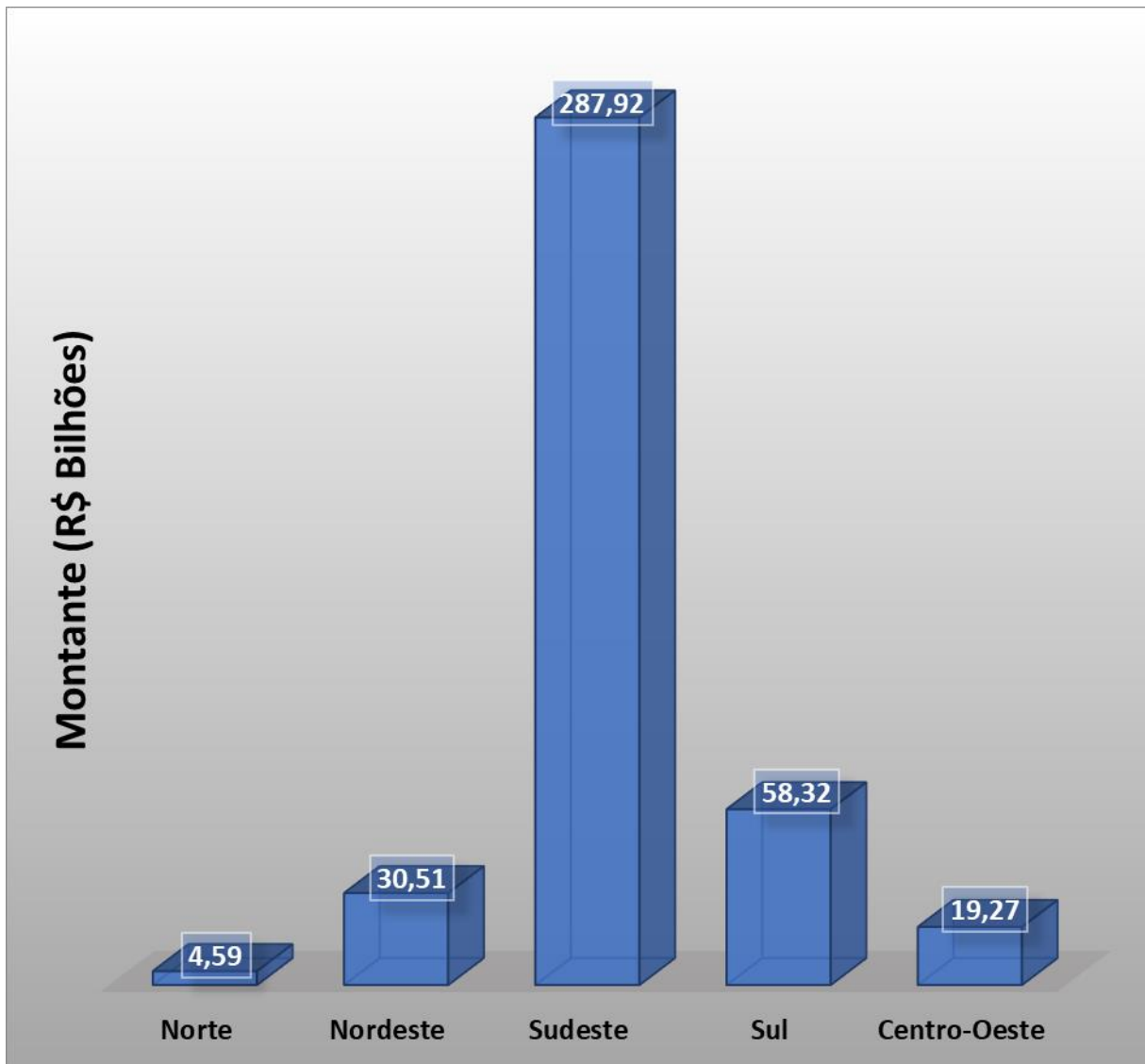
Fonte: Elaborado pelo autor. Dados Brasil Bolsa Balcão (B3, 2023).



Em complemento, a figura 5 traz o montante investido por região, tem-se que quando se considera o montante real investido por pessoas físicas, o Sudeste lidera o *ranking* de valores investidos chegando a quase cinco vezes o segundo lugar que é a região Sul.

Esse fato pode ser explicado pela concentração financeira, já indicada pela figura 4, pois no Sudeste ficam os principais polos econômicos do país, São Paulo e o Rio de Janeiro, que são importantes centros financeiros. Com uma grande concentração de empresas e profissionais do setor, o que acaba gerando um maior interesse pelo mercado de ações e pelo ambiente de bolsa de modo geral.

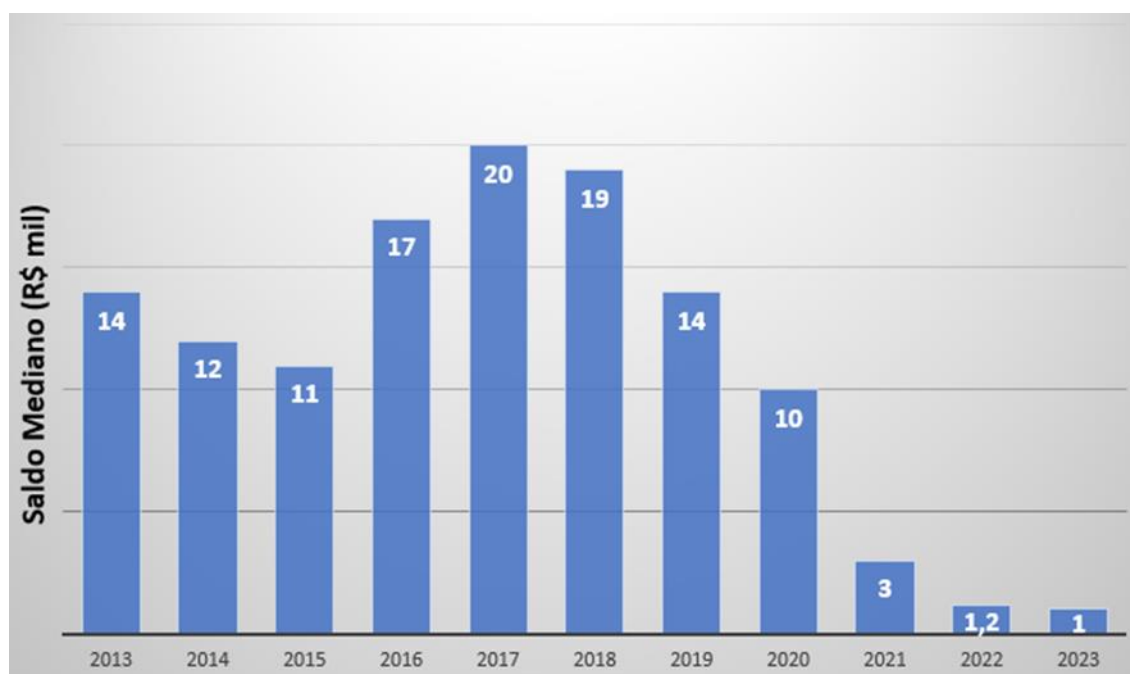
**Figura 5 – Montante total investido por CPFs (valores reais) - 1º tri. 2023**



Fonte: Elaborado pelo autor. Dados Brasil Bolsa Balcão (B3, 2023).

Com o intuito de complementar a caracterização do perfil dos investidores pessoa física brasileiros, a figura 6 mostra o saldo médio investido por CPF em renda variável, em que é possível observar que nessa massiva entrada de novos investidores (a partir de 2018), conforme constatado pela figura 1, o saldo mediano caiu abruptamente. Isso demonstra que essa entrada foi majoritariamente de investidores com uma renda menor, ou pelo menos com uma disponibilidade menor para investimentos, se comparado a períodos anteriores, como 2013, por exemplo, mostrando a força e o avanço da democratização do mercado de capitais nos últimos anos.

**Figura 6 - Saldo médio investidos por pessoa física em renda variável**



Fonte: Elaborado pelo autor. Dados Brasil Bolsa Balcão (B3, 2023).

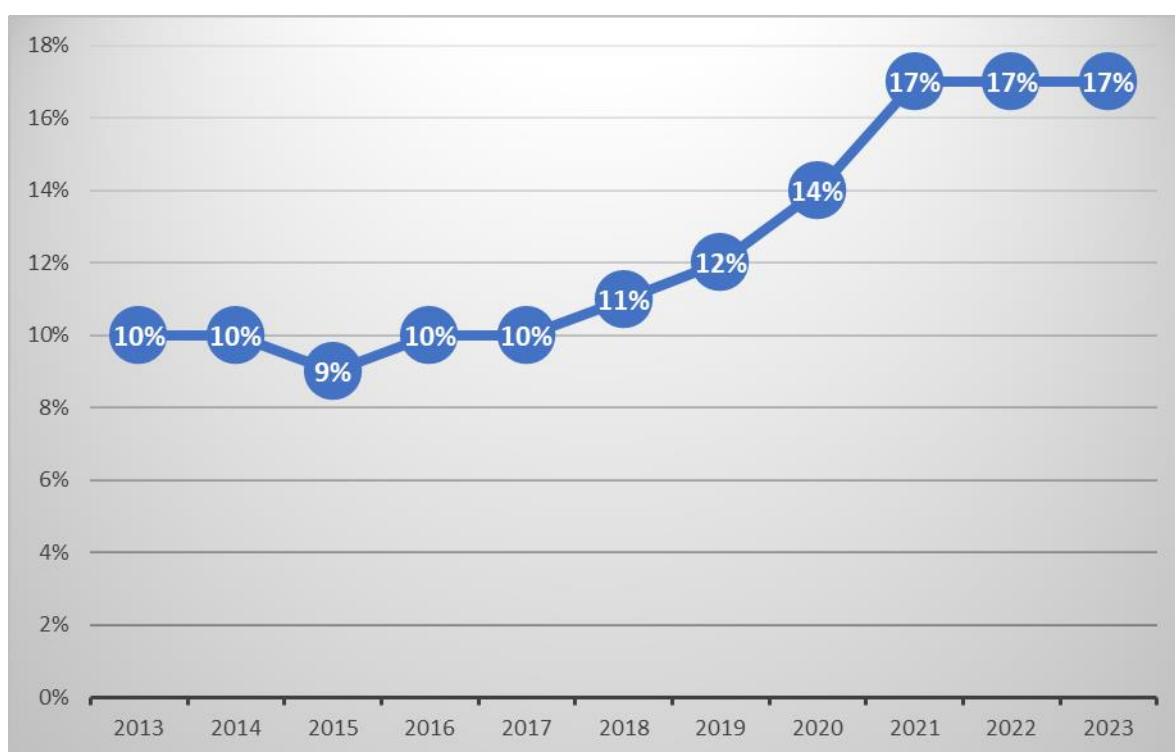
Tal fato que pode inicialmente parecer positivo, pois indica que o acesso ao ambiente de bolsa parece estar se democratizando, já que tem permitido a movimentação de volumes monetários menores, por meio de um número maior de pessoas físicas, pode também significar preocupação, e já há na literatura trabalhos como o de Kaniel, Saar, e Titman, (2008) e Barber & Odean, (2011) *apud* JUNIOR (2022) que pontuam que investidores pessoa física que movimentam valores menores, trazem apenas ruído e volatilidade aos mercados de ações. O que reforça a relevância do presente estudo, pois na sequência do capítulo, será apresentado como a CVM tem acompanhado via publicações oficiais, a entrada destes novos investidores e como tem direcionado suas normativas em prol da manutenção da estabilidade

e confiança do ambiente de bolsa brasileiro que como visto acima tem passado por uma mudança no perfil de seus investidores.

Voltando a análise da figura 6, é possível notar também, um aumento no saldo médio no período de 2015 a 2017, isso pode ser explicado pela queda da taxa Selic no período, o que torna investimentos de renda fixa menos atrativos, passando assim, os investimentos em renda variável a ser uma alternativa para maiores retornos. Este pode ser um fator explicativo do aumento do saldo médio investido, pois o número de investidores não apresenta uma grande variação, ou seja, o perfil do investidor pessoa física ainda é o mesmo nesse período.

Já a figura 7 mostra o quanto do montante investido por pessoas físicas representa do total investido em renda variável. Percebe-se que desde 2013 tal participação avança lentamente, com uma tendência um pouco mais forte no momento de maior entrada de investidores, como já evidenciado pela figura 1, porém, até o último período considerado, o montante agregado movimentado pelas pessoas físicas, não passa dos 17% do total, o que parece pouco, mas ainda assim, merece atenção, já que como tratado, corresponde a agentes pulverizados no sentido de movimentação individual, logo, com níveis informacionais diversos que podem gerar movimentos inesperados, como a própria literatura já identifica, conforme exposto acima.

**Figura 7 - Porcentagem do total de recursos investidos em renda variável**



Fonte: Elaborado pelo autor. Dados Brasil Bolsa Balcão (B3, 2023).

Por fim, é importante lembrar que, embora a participação de novos investidores identificada ao longo da exposição seja positiva em muitos aspectos, também traz consigo desafios. Garantir que os investidores pessoa física tenham acesso a informações transparentes e compreensíveis, bem como protegê-los contra possíveis fraudes e práticas antiéticas, é essencial para manter a integridade do mercado e a confiança dos investidores.

Agora que foram expostas algumas características dos investidores pessoas físicas do ambiente de bolsa brasileiro, analisar-se-á como tem sido a atuação da CVM para lidar com essa nova entrada de investidores na bolsa.

## **5.2 - Revisão das normativas/regulamentações e estudos da CVM que fazem frente a entrada de investidores pessoas físicas**

Foi utilizado como ferramenta de análise de quantificação de dados qualitativos, o Voyant Tools, conforme já indicado, para encontrar dentre os ofícios, instruções, deliberações, etc. da CVM, indicativos sobre a maneira com que a CVM tem lidado com a entrada de novos investidores pessoa física no ambiente de bolsa.

Realizando uma busca sobre as normas mais recentes divulgadas pela CVM, sobre o tema aqui em questão, foi encontrado, mediante pesquisa com filtros de palavras onde fosse notado o tratamento de questões diretas ao investidor pessoa física, o Ofício nº 1/2021 – CVM /SRE (Superintendência de Registro de Valores Mobiliários) que trata de Orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelos emissores/ofertantes e intermediários em ofertas públicas de valores mobiliários, neste documento é possível verificar algumas preocupações que a CVM externa.

Nas páginas 35-36, em que o texto trata no tópico 2.1.16.3 sobre Orientações à redação dos documentos de oferta o texto diz:

“Deve ser feita uma análise sobre quais informações os investidores precisam para tomar decisões, antes que palavras, sentenças ou parágrafos sejam considerados. Deve-se exigir que a redação de um documento de divulgação de oferta seja econômica no uso das palavras e em um nível que o público possa entender. Sua estrutura de sentenças deve ser concisa”.

Também no texto:

“Os investidores precisam ler e compreender os documentos de divulgação de ofertas para se beneficiar plenamente das proteções oferecidas pelas nossas Instruções. Como muitos deles não são advogados, contadores, economistas ou analistas de investimento, os documentos de divulgação devem ser escritos em uma linguagem que os investidores possam entender. Deve-se questionar se os documentos dão destaque para as informações importantes que os investidores precisam para tomar decisões. O

“juridiquês”, o “economês” e demais jargões do passado devem dar lugar a palavras cotidianas que comunicam informações complexas claramente. Assim, os investidores estarão mais propensos a entender o que eles estão comprando. Analistas e consultores de investimento podem fazer melhores recomendações aos seus clientes se eles puderem ler e entender esses documentos rápida e facilmente.”

É possível notar uma preocupação quanto a clareza da informação. O texto orienta sobre como as informações que devem ser dispostas para os investidores, utilizando um português de fácil entendimento e sugerindo uma estrutura de sentenças concisa, sugerindo até mesmo escritas educativas, quando se tratar de um investidor financeiramente pouco sofisticado. O que indica a percepção da CVM a respeito do perfil dos novos investidores, indicando que estes não tenham conhecimento tão aprofundado das especificidades do mercado, logo, precisam que indicações diretas e de fácil entendimento.

Em outro ponto do Ofício nº 1/2021, mais especificamente nas páginas 53-54, no tópico 2.1.18 onde trata de Recomendações para a elaboração de material publicitário, o texto diz:

“Conforme o disposto no §2º do art. 50 da Instrução CVM nº 400/2003, que o material publicitário seja elaborado em linguagem serena e moderada. Neste sentido, que o material publicitário apresente, por exemplo, os fatores de risco da Oferta em letra de tamanho equivalente ao da utilizada nas informações favoráveis à Oferta que dele constarem. Outro exemplo: se as informações favoráveis à Oferta ocupam sete páginas do material publicitário e a seção de fatores de risco ocupa sete páginas do prospecto, essa seção pode ser integralmente transcrita no material publicitário. No entanto, se o material publicitário tem apenas duas páginas, pode ser suficiente a inclusão dos títulos dos fatores de risco, se autoexplicativos, ou de um resumo dos fatores de risco. Busca-se, assim, um equilíbrio entre as informações “favoráveis” e “desfavoráveis” no material publicitário.

E Continua:

“É importante salientar que a apresentação dos fatores de risco deve ser parte integrante do corpo do material publicitário, não podendo ser colocada em anexos ou de qualquer forma que possa transparecer que se encontra destacada do restante do material.”

Ou seja, seguindo a §2º do art. 50 da Instrução CVM nº 400/2003, o texto orienta os materiais indiquem que são textos publicitários, de forma extremamente legível e instruindo os investidores interessados na oferta a lerem todos os regulamentos do fundo de investimento, dando destaque para a seção fatores de risco. Para que não seja sugestivo e sim transparente o contrato, o texto traz a §2º do art. 50 da Instrução CVM nº 400/2003, instruindo a balancear as quantidades de informações positivas e negativas a respeito do material publicitário. Isso mostra a preocupação da CVM em mitigar os riscos da assimetria informacional por parte dos novos investidores. A assimetria informacional foi um tópico abordado no capítulo dois, já que sua redução é uma das funções da CVM, bem como foi



termos “informação” e “prospecto”, estão ligados à transparência e à divulgação de informações aos investidores. A presença frequente dessas palavras indica que a CVM está enfatizando a necessidade das empresas fornecerem informações detalhadas e precisas por meio de prospectos, de modo que os investidores possam tomar decisões informadas, da maneiras mais consciente possível, mitigando assim os problemas que podem ser gerados pela assimetria de informação.

As palavras “investidores” e “investidor” aparecem 108 e 34 vezes no texto respectivamente, isso indica um foco significativo da CVM na relação com os investidores, tanto no singular quanto no plural, o que mostra por parte da CVM uma iniciativa de educar e orientar os investidores pessoa física sobre os riscos, oportunidades e procedimentos no mercado financeiro.

A repetição da palavra “risco” ao longo do documento, que no caso foram 60 vezes, aponta uma ênfase na conscientização e na relevância de que todos possam compreender os riscos inerentes aos investimentos. Enfatizando assim, a importância de principalmente novos investidores, entenderem e avaliarem os riscos antes de tomar decisões financeiras. A recorrência da palavra “exigências”, que no caso foram 35 vezes, sugere que a CVM foca na implementação de requisitos e regulamentações destinados a proteger os investidores pessoa física. Isso pode incluir requisitos de divulgação, padrões éticos ou regulamentos que visam garantir que os investidores estejam bem-informados e protegidos, conforme citado acima.

Por mais que muitas das palavras destacadas não tenham relação direta com a entrada de novos investidores, fica claro que a CVM está tomando medidas para garantir que mediante a entrada massiva de investidores pessoa física, o mercado de capitais e por consequência o mercado de bolsa se mantenha estável e minimamente seguro aos investidores.

Por fim, traz-se para a análise um estudo elaborado pela Equipe de Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos – ASA da CVM, que ainda não gerou uma norma ou algum tipo de regulação, mas que ilustra uma preocupação recente da instituição aqui em questão, em relação suscetibilidade dos novos investidores ao fenômeno dos “influenciadores digitais da área financeira” o documento é intitulado “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”, publicado em abril de 2023.

Analisando tal documento, tem-se que na página 11 do estudo, em que é abordada a questão da possível falta de transparência do conteúdo dos influenciadores e seus efeitos sobre a credibilidade do mercado:

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

Em tal trecho pode-se notar a preocupação da CVM quanto a clareza das informações passadas pelos influenciadores no sentido de que alguns conteúdos podem ser patrocinados e direcionados a indicação de certos produtos, sem deixar explícito tal informação. O que indica preocupação da CVM sobre os efeitos que tais tipo de influência pode gerar para o mercado de capitais como um todo, principalmente a nível de confiança e estabilidade, isso porque os novos investidores pessoas físicas que têm um nível menor de conhecimento técnico e que são os mais suscetíveis às influências destes criadores de conteúdo para o mercado financeiro, podem ser levados ao erro ou direcionados a posicionamentos de mercado fora de suas possibilidades ou capacidades de perda. Seguindo na mesma página 11, o texto conclui a ideia:

“Define-se o problema regulatório do presente estudo, portanto, como possível falta de transparência no relacionamento entre os influenciadores digitais e os participantes do mercado de valores mobiliários regulados pela CVM, gerando assimetria informacional entre os investidores e tais entidades.”

O trecho acima reforça a preocupação da CVM, colocando a questão como um problema regulatório, o que dá indícios de que futuramente a instituição venha a regular os influenciadores financeiros, com vistas a proteger a estabilidade e a transparência do mercado.

O estudo aqui em questão ainda levanta números alarmantes, como por exemplo, o fato de 73% dos investidores pessoa física que realizaram o primeiro investimento terem tomado tal decisão com base em informações passadas através do YouTube e/ou influenciadores. Reforçando o fato de que os novos investidores – foco do presente estudo e da preocupação da CVM - não possuem conhecimento técnico consolidado sobre o tema e buscarem informações em plataformas em que os conteúdos podem possuir algum viés seja pessoal ou direcionados por patrocinadores.



Inserindo o arquivo do estudo para análise via ferramenta Voyant Tools tem-se, o *corpus* textual composto por 125 termos. As dez palavras mais frequentes no *corpus* foram: influenciadores (162); mercado (129); CVM (98); digitais (93); valores (84); mobiliários (81); investidores (60); brasileiro (56); capitais (55); e disponível (50). A figura 9 retrata a nuvem de palavras com base nos termos que apresentam alta frequência em um *corpus* e os mais frequentes são posicionados centralmente e com tamanho maior como explicado anteriormente.

**Figura 9 - Nuvem de palavras correspondente ao estudo da CVM sobre influenciadores**



Fonte: criação do autor através do Voyant Tools

Através da análise textual pode-se ver que a palavra “digitais” que aparece 60 vezes no estudo, isso indica o novo contexto foco da CVM que é o ambiente virtual, onde as informações são disseminadas com rapidez e acessadas com facilidade a internet. Tal preocupação com este ambiente de divulgação de informações, em que os influenciadores atuam, visa a busca pela transparência (palavra que aparece 162 vezes) na relação com os investidores, de modo que estes tenham acesso a informações verídicas que de fato auxiliem nas tomadas de decisões, de por exemplo seguir ou não orientações fornecidas por qualquer influenciador digital mitigando riscos (palavra que aparece 20 vezes no texto do estudo).

Assim, com as análises realizadas, nota-se um empenho da CVM em acompanhar os impactos das evoluções tecnológicas informacionais sobre os investidores pessoas físicas para poder regulamentar de forma apropriada a fim de proteger o investidor de modo geral, mas com atenção especial aos novos investidores que ainda carecem de conhecimento acerca das especificidades do mercado de capitais e especialmente do mercado de bolsa.

De modo geral, foi possível verificar, seja por meio das normas já publicadas ou por meio de estudos que visam embasar futuras formas de regulação, que a CVM está conseguindo acompanhar as constantes evoluções do mercado aqui em questão e parece atenta a rápida dinâmica do mercado que com o auxílio dos avanços tecnológicos, apresenta constantes mudanças.

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Considerando o aumento de 960% no número de investidores pessoas físicas na Bolsa Brasileira de 2013 até o primeiro trimestre de 2023, o presente trabalho teve como principal objetivo fazer uma análise descritiva do perfil dos novos investidores do ambiente de bolsa brasileiro e avaliar a resposta da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) diante do crescente interesse de investidores pessoas físicas no mercado de capitais brasileiro, em especial nas possibilidades ofertadas pela bolsa, de modo a entender como tal instituição tem trabalhado para garantir um ambiente de estabilidade e confiança.

Por meio das análises e das discussões realizadas, tem-se que o panorama do mercado de capitais está passando por transformações profundas e significativas com a entrada de novos investidores, bem como com a evolução tecnológica. Logo, a implementação de medidas regulatórias por parte da CVM tem como objetivo não apenas acomodar essas mudanças, mas também promover um ambiente mais equitativo, seguro e inclusivo para investidores de diversos estratos sociais.

Um dos motivos que explicam a adesão crescente de pessoas físicas ao mercado de capitais está na expansão do acesso à informação e à educação financeira. A facilidade de obter informações a respeito de investimentos, por meio de plataformas online e conteúdo educacional, tem desmistificado muito sobre o mercado financeiro, trazendo confiança aos indivíduos para ingressar no mercado.

O aumento democratização do mercado de capitais, acompanhada pelas normativas da CVM, que até o momento desta análise tem conseguido acompanhar e estar a par das discussões a respeito da entrada de investidores pessoas físicas e também como a tecnologia e a qualidade da informação tem impactado os entrantes, e tem o potencial de continuar elevando a participação de mais pessoas físicas no mercado financeiro. O acesso de pessoas de renda média ou baixa a produtos financeiros antes inacessíveis oferece a oportunidade de planejamento financeiro e criação de patrimônio de longo prazo. Essa democratização não apenas promove a inclusão financeira, mas também permite que outras classes econômicas participem dos frutos do crescimento econômico.

No entanto, à medida que o mercado se torna mais acessível, também se faz relevante manter a proteção aos novos investidores. A CVM, ao implementar medidas que enfatizam a transparência, a educação financeira e a prevenção contra práticas enganosas, como identificado nos resultados no trabalho, desempenha um papel fundamental na salvaguarda dos interesses dos investidores individuais. A proteção contra informações incorretas,

manipulação de mercado e produtos complexos e inadequados é crucial para preservar a confiança e a integridade do mercado.

Em síntese, com a realização do trabalho, pode-se concluir que a resposta da CVM às mudanças no perfil de investidores na bolsa brasileira, como sugerido pela análise da figura 6, por meio de normativas e estudos que apontam para futuras regulações, demonstra um compromisso com a construção de um mercado de capitais resiliente, transparente, inclusivo e seguro. A junção entre o crescimento da educação financeira, a democratização do acesso e a proteção do investidor, sinaliza um caminho promissor para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, bem como para o mercado de bolsa.

Por fim, é importante ressaltar que a relação entre a CVM, os investidores individuais e as instituições financeiras moldarão a evolução futura do mercado de capitais brasileiro, com potencial para impulsionar não apenas as potencialidades econômicas, mas também a construção de um sistema financeiro mais inclusivo.

## REFERÊNCIAS

AKERLOF, George A. The market for lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, Agosto 1970.

ALCÂNTARA, José C. G. O modelo de avaliação de ativos (capital asset pricing model) - aplicações. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 20, p. 31-41, 1980.

ALDRIGHI, Dante M. Uma avaliação das contribuições de Stiglitz à teoria dos mercados financeiros. **Revista de Economia Política**, janeiro-março 2006.

ALVAREZ, Alejandro B. A Comissão de Valores Mobiliários, Instância Reguladora Independente? **Revista Direito, Estado e Sociedade n.º 3**, Rio de Janeiro, 1993.

ALVES, Alexandre F. D. A.; PINHEIRO, Caroline D. R. O papel da cvm e da b3 na implementação e delimitação do programa de integridade (compliance) no brasil. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, Brasília, 2017.

AMARAL, Márcia B. F. Mensuração da intensidade das relações entre custos de mudança, comprometimento e emoções no comportamento do consumidor bancário, Belo Horizonte, 2009.

ARAÚJO, Rita D. C.; SANTOS, Silvia L. O. D. O impacto no mercado financeiro brasileiro diante de uma pandemia: reflexões sobre o COVID-19 e a economia. **Anais do Encontro Nacional de Pós-Graduação**, 2020.

AVILA, Thobias L. A. Assimetria de Informações e as Certificações de Sistemas de Gestão da Qualidade, Três Rios, Outubro 2013.

Perfil Pessoas Físicas. B3, 2023. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/](https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/). Acesso em: 12 de Junho de 2023.

BANZ, Rolf W. The relationship between return and market value of common stocks. **Journal of Financial Economics**. p. 3-18, Evanston, September, 1981.

BARBERIS, Nicholas; THALER, Richard. A survey of behavioral finance. p. 78, Cambridge, September, 2002.

BRITO, Ney R. O. D. A eficiência informacional fraca no mercado a vista da bvrj no período 1980/1984, Rio de Janeiro, Março 1985.

CARDOZO, Tuane T. M. *et al.* Análise do Perfil de Investidores Brasileiros, Ponta Grossa, 2019.

CARVALHO, Priscila R. *et al.* Análise Quantitativa de Dados Qualitativos: Uso do VOYANT TOOLS para investigar as publicações do XX ENANCIB 2019. LATMÉTRICAS: Métricas da produção científica na América Latina, Rio de Janeiro, 2021.

CERETTA, Paulo S. Particularidades do mercado financeiro latino-americano. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 41, p. 72-77, Abr/Jun 2001.

COOK, Thomas J.; ROZEFF, Michael S. Size and earnings/price ratio anomalies: One effect or two?. **Journal of Financial And Quantitative Analysis**. p. 18, December, 1984.

CVM. **TOP Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 4ª. ed. Rio de Janeiro: CVM, 2019.

CVM. **TOP Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 2ª. ed. Rio de Janeiro: [S.n.], 2022.

CVM. 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, Rio de Janeiro, 2023.

DAMODARAN, Aswath. Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para determinação do valor de qualquer ativo, Rio de Janeiro, v. 1, n. 3º, 2002.

DEPIERI, Marcelo Á. D. L.; PIRES, Júlio M. Impactos do Programa de Ação Econômica do Governo (1964-1967) na Indústria de Transformação. **Análise Econômica**, Porto Alegre, 2021.

DIAS, Leonardo A. R.; BECUE, Sabrina M. F. Regulação e autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro: limites da autorregulação. **Revista do Instituto do Direito Brasileiro**, 2018.

DORSA, Arlinda C. O papel da revisão da literatura na escrita de artigos científicos. **INTERAÇÕES**, Campo Grande, 2020.

DUBEUX, Julio R. A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro, Rio de Janeiro, Agosto 2005.

FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, Cambridge, v. 25, p. 383-417, May 1970.

FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: II. **The Journal of Finance**, Cambridge, v. 46, n. 5, p. 1575-1618, December 1991.

FLEICHMAN, Natalia C. D.; VIANNA, Vicente L. D. B. Dinâmicas Jurídicas Emergentes na Ordem Econômica Globalizada: A Autorregulação no Mercado de Capitais. **Revista Fronteiras Interdisciplinares do Direito 1.1**, 2019.

FORTI, Cristiano A. B.; PEIXOTO, Fernanda M.; SANTIAGO, Wagner D. P. Hipótese da eficiência de mercado: um estudo exploratório no mercado de capitais brasileiro. **Gestão & Regionalidade**, Uberlândia, v. 25, n. n° 75, p. 12, set-dez 2009.

GERHARDT, T. E.; SILVEIRA, D. T. Métodos de pesquisa. Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2009.

JUNIOR, Roberto R. S. Empresas brasileiras com maior proporção de investidores individuais geram mais valor? São Paulo, 2022.

LAKONISHOK, Josef; LEVI, Maurice. Weekend effects on stock returns: A note. **The Journal of Finance**. p. 883-889, June, 1982.

LAMBERT, Richard A.; LEUZ, Christian; VERRECCHIA, Robert E. Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital. **Review of Finance**, v. 16, p. 1-29, June 2011.

LEGISLAÇÃO CVM. CVM. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/>. Acesso em: 09 ago. 2023.

MARKOWITZ, Harry. Portfolio selection. **The Journal of Finance**. v. 7, p. 77-91, Mar., 1952.

MAS-COLELL, Andreu; WHINSTON, Michael D.; GREEN, Jerry R. **Microeconomic Theory**. New York: Oxford University Press, 1995.

MELLO, Leon S. D. O dever de informação e de transparência no mercado de capitais e o meio ambiente: Regulação e autorregulação do disclosure ambiental no Brasil, Fortaleza, 2022.

MOSSIN, Jan. Equilibrium in a capital asset market. **Econometrica**, v. 34, p. 768-783, Oct., 1966.

MOREIRA, Patrícia d. B. F. Sistema financeiro nacional: rumo à concentração, Porto Alegre, 2003.

NETO, Pedro Luiz de Oliveira Costa. Estatística. Editora Blucher, 2002.

OLIVEIRA, Rossimar L.; KRAUTER, Elizabeth. Teoria do prospecto: como as finanças comportamentais podem explicar a tomada de decisão. **Pretexto**, Belo Horizonte, v. 16, p. 106-121, Jul/Set 2015.

PINDYCK, Robert; RUBINFELD, Daniel. **MICROECONOMIA**. 8. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2013.

RIBEIRO, FELIPE A. D. S. T. Avaliação do impacto da regulamentação da comissão de valores mobiliários e da u.s. securities and exchange commission sobre o desempenho de papéis de empresas brasileiras, Belo Horizonte, 2018.

RODRIGUES, Ana C. A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil. **Revista Jurídica da Presidência**, Brasília, Jun/Set 2012.

ROSA, Maria E. F. D. O poder normativo da comissão de valores mobiliários. **Dissertação de mestrado**, São Paulo, 2012.

SHARPE, William F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, **The Journal of Finance**, v. 19, p. 425-442, Sep., 1964.

SHILLER, Robert J. From efficient markets theory to behavioral finance. **Journal of Economic Perspectives**. v. 17, p 83-104, Cambridge, 2003.

SIGNORELLI, Patrícia F. C. L.; SILVA, Eduardo C. D.; BARBEDO, Claudio H. D. S. Uma Análise do Efeito Manada no Mercado de Ações Brasileiro. **Brazilian Business Review**, Rio de Janeiro, 2020.

SILVA, Jessica C.; ZANINI, Maraci J.; SAURIN, Gilnei. Análise econômico-financeira de sociedades anônimas: decisão para investimento na bolsa de valores, 2015.

SILVA, S.W. *et al.* O sistema financeiro nacional brasileiro: contexto, estrutura e evolução. **Revista da Universidade Vale do Rio Verde**, Três Corações, 2016.

TIMBÓ, Ivo C. P. Regime jurídico da informação no mercado de capitais, São Paulo, 2006.

TINIC, Seha M.; WEST, Richard R. Risk and return. **Journal of Financial Economics**. p. 561-574, North-Holland, 1984.

TORRES, Mauro D. L. Regulação e Eficiência no Mercado e Capitais: A informação como alvo central da atuação regulatória na CVM., Recife, 2007.



VARIAN, Hal R. **Microeconomia**: uma abordagem moderna. 9. ed. [S.l.]: Elsevier Editora Ltda., 2015.

ZANOTTA, Alexandre. Regulação e auto-regulação no mercado de capitais brasileiro, São Paulo, 2005.