



São Paulo, 29 de fevereiro de 2024.

À Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM)

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar

Rio de Janeiro/RJ, CEP 20050-901

Att.: Exmo. Sr. Antonio Carlos Berwanger

Ref.: Edital De Consulta Pública SDM nº 04/23 - Convite para apresentação de manifestações sobre as opções regulatórias relacionadas às repercussões da atuação dos influenciadores digitais sobre o mercado de capitais e eventuais aprimoramentos normativos.

Prezado Senhor,

1. Inicialmente, a APIMEC (Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais) parabeniza a CVM pela iniciativa de ampliar o debate sobre as possíveis opções regulatórias a serem consideradas no âmbito das redes sociais, especialmente, sobre a atuação de influenciadores digitais.

2. Diante da relevância do tema, a APIMEC instituiu uma Audiência restrita aos Analistas – Pessoa Natural e Jurídica e Comitê Consultivo de Autorregulação – CCA para que enviassem suas contribuições no âmbito da **Consulta Pública SDM nº 04/23**, divulgando a realização da Audiência Pública pela CVM.

3. Após o primeiro comunicado encaminhado a todos os analistas em 19 de dezembro de 2023, o comunicado foi reiterado em 15 de janeiro de 2024. Por fim, ao todo, a APIMEC recebeu 7 contribuições, sendo 5 de analistas autônomos e 2 de Analistas Pessoas Jurídicas.





4. Assim, a APIMEC, visando contribuir para que os objetivos almejados pela CVM com a Consulta Pública SDM nº 04/23 sejam alcançados e refletidos, apresenta, a seguir, suas sugestões de aprimoramento normativo para a atividade dos influenciadores digitais que pautam assuntos sobre o mercado de capitais.

5. Nesse sentido, primeiramente, apresentamos as contribuições da Superintendência de Supervisão do Analista de Valores Mobiliários (SSA). Após as contribuições da SSA, V.S.as. encontrarão, também, as contribuições enviadas pelos analistas credenciados, que participaram da Audiência promovida pela APIMEC.

I. Das Contribuições da SSA ao item 3.3.1 do Edital de Consulta Pública SDM nº 04/23

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

A SSA, ao longo de sua experiência como entidade Autorreguladora, sempre se deparou com uma certa frustração por parte dos Analistas, que relatam que a sua atividade profissional inviabiliza seus investimentos pessoais em função das restrições contidas no artigo 13 da Resolução CVM nº 20/2021. Sendo assim, a princípio, tais restrições podem configurar uma barreira para que Influenciadores Digitais "Financeiros" que atuam na prática como Analistas de Valores Mobiliários se credenciem. Desta maneira, sugerimos revisão do art. 13 da Resolução CVM nº 20/2021, de forma a possibilitar que os Analistas realizem operações sobre valores mobiliários e derivativos lastreados em valores mobiliários. Além disso, uma medida para flexibilizar a aplicação do art. 13 poderia ser a obrigação do analista de manter, de forma contínua, os ativos que compõem sua carteira pessoal, divulgada em seu site e nos relatórios que divulgar aos clientes. (*full disclosure*).

i) Existe algum aperfeiçoamento normativo que deva ser implementado na Resolução CVM 20 para adaptar a norma à realidade de pessoas jurídicas que mantenham canais e perfis e que atuem, por meio destes, como analistas de valores mobiliários?

Sugerimos criar uma seção na Resolução CVM Nº 20/2021, com o seguinte teor:

Das obrigações e deveres das Pessoas Jurídicas para a celebração de parcerias com terceiros visando angariar novos clientes.

Tal seção teria por objetivo determinar que as Pessoas Jurídicas (Instituições Integrantes do Sistema de Distribuição / Casas de Análise) só possam realizar parcerias de marketing com influenciadores digitais que sejam credenciados como Analistas de Valores Mobiliários.

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



Considerado o avanço das tecnologias e as formas diferenciadas que surgiram para ofertar os serviços de análise, sugerimos a revisão da definição e nomenclatura de relatório de análise, nos seguintes termos:

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

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

§ 2º Exposições públicas, apresentações, vídeos, reuniões, conferências telefônicas, redes sociais e quaisquer outras manifestações não escritas, cujo conteúdo seja típico de conteúdo de análise, são equiparadas a conteúdo ~~relatórios de análise~~, para os fins do disposto nesta Resolução.

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

Nestes casos, tratando-se de vídeos em redes sociais, entendemos que os Influenciadores Digitais deveriam disponibilizar *disclaimer* em todos os seus vídeos, informando se existe uma parceria com alguma instituição regulada, bem como informando que é credenciado como Analista de Valores Mobiliários, nos termos da Resolução CVM nº 20/2021. Caso não tenha nenhuma parceria com uma instituição regulada, deve ser necessário, também, informar que a sua atuação é realizada de maneira autônoma, ou seja, sem vínculo com qualquer instituição regulada, além de informar ser credenciado como Analista de Valores Mobiliários. Tais informações podem ser disponibilizadas no campo de descrições das redes sociais. Entretanto, também, ao final do conteúdo do vídeo, é importante que tenha a informação, mesmo que breve, de que é analista credenciado e segue com as regulamentações vigentes, indicando que as declarações com tais informações estão disponibilizadas nas descrições do vídeo.

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

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

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

Resposta ao item I:

A definição da atividade de análise não apresenta, de forma objetiva, o que caracterizaria a atividade profissional. Neste sentido, entendemos que a subjetividade da definição legal traz certa insegurança jurídica. Sendo assim, além da habitualidade e de remuneração direta ou

indireta, seria importante ser esclarecido aos participantes do mercado o que caracterizaria o aspecto profissional da atividade de análise, relativamente à remuneração direta ou indireta, como, por exemplo:

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

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

Resposta item II: Um parâmetro objetivo interessante seria considerar como atividade profissional os canais que possuem mais de 1000 (mil) inscritos e tenham no mínimo 10 mil visualizações em seus vídeos em um período de 12 meses pois estes são os requisitos mínimos para que uma pessoa consiga monetizar vídeos no *Youtube*.

m) Quais são oportunidades de aperfeiçoamento normativo na RCVM 20, em especial no que tange à retirada de obstáculos ao credenciamento de analistas de valores mobiliários, para que mais influenciadores busquem a regularização de suas atividades?

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

n) A CVM deveria estabelecer um *safe harbor* para os influenciadores que estejam em situações limítrofes no que se refere ao enquadramento como analista de valores mobiliários? Quais são as vantagens e desvantagens de seu estabelecimento?

A Superintendência de Supervisão do Analista – SSA, a princípio entende que não, uma vez que a Audiência Pública SDM nº 04/2023, ter como um dos objetivos estabelecer os limites de atuação dos Influenciadores Digitais de forma a não se confundir com as atividades Profissionais já existentes no âmbito do Mercado de Capitais.

Por exemplo, existem muitos Influenciadores Digitais que atuam na produção de conteúdo de aspecto educacional e contribuem, e muito, para o desenvolvimento do mercado. Nesses casos, isto é, de influenciadores que não realizam análise macro ou micro sobre Valores Mobiliários e não auxiliam/influenciam os investidores no processo de tomada de decisão de investimentos, neste sentido, entendemos que não há razão para estes participantes serem enquadrados na regulamentação dos Analistas de Valores Mobiliários. Entretanto, é de suma importância, tornar

claro que, a partir do momento que qualquer participante do mercado, sejam os influenciadores digitais, ou quaisquer outros participantes que possam surgir, queiram realizar sugestões de investimento sobre valores mobiliários, que possam auxiliar/influenciar o investidor no processo de tomada de decisão de investimentos, possuindo os elementos que constituem atividade profissional (habitualidade, remuneração direta ou indireta), devem, obrigatoriamente, se submeter à legislação e regulação para Analistas, nos termos da Resolução CVM nº 20/2021, ou seja, entendemos que, caso seja estabelecido um *safe harbor*, não será benéfico para o mercado, uma vez que permaneceríamos com participantes atuando ainda que em uma linha tênue, a margem da regulamentação, indo contra aos objetivos trazidos nesta Audiência Pública.

o) Em caso positivo, canais ou perfis enquadrados nessa situação deveriam (i) dar transparência ativa de que não são agentes regulados pela CVM? (ii) utilizar *disclaimers* específicos, tais como, apenas como exemplos, “não se trata de recomendação de investimento”, “são opiniões apenas pessoais” como elementos descaracterizadores da atividade? Quais outros elementos devem ser considerados para sua aplicabilidade?

A transparência auxilia o investidor a compreender, de fato, qual a atuação daquele participante, seja no aspecto educacional ou nos casos de Influenciadores Digitais, que exercem a atividade de análise. Nos casos dos influenciadores que não vão realizar análise sobre valores mobiliários e cujos conteúdos, em hipótese alguma, poderão auxiliar os investidores no processo de tomada de decisão de investimentos, sugerimos que também disponibilizem *disclaimer*, na descrição de seu vídeo/canal, informando qual o conteúdo está sendo ofertado e o objetivo.

II. Das contribuições dos Analistas credenciados

6. Apresentamos aos Analistas credenciados o questionário constante do item 3.3.1 e recebemos as contribuições abaixo, que estão separadas por questão.

Existe algum aperfeiçoamento normativo que deva ser implementado na Resolução CVM nº 20/2021 (“RCVM 20”), que disciplina a atividade de analista de valores mobiliários, para adaptar à norma à realidade de analistas pessoa natural que atuem exclusivamente, ou majoritariamente, em nome próprio como influenciador digital?

Contribuição 1	<ul style="list-style-type: none"> • “As vedações impostas no Art. 13, V, (a) restringem a oferta de produtos que são de interesse do público, e que grupos que atuam, dentre outros, como Analista Pessoa Jurídica de fato já exploram – como, por exemplo, fundos de investimento que ‘espelham’ recomendações de determinado analista. Em função da vedação de participação do analista nos esforços de venda, os mesmos são promovidos em nome da casa ou por sócio que não possui registro de analista. • Uma interpretação estrita do Art. 13, V, (b) restringe brutalmente a capacidade de originar novos trabalhos para o analista autônomo. Da mesma forma, tais restrições são “contornadas” por outros participantes da indústria recrutando para tal indivíduos que não se vejam sujeitos à Resolução 20. • O fiel cumprimento das exigências do Art. 21 é fácil em relatórios de análise apresentados em formato texto, mas muitas vezes fica prejudicado quando se
-----------------------	---

	<p>recorre a outras mídias (vídeo, áudio), inclusive porque determinadas plataformas frequentemente usadas impõem restrições de duração a tais materiais. Conviria estipular formas abreviadas de satisfazer às exigências – como, por exemplo, disclaimers disponíveis em website.</p> <ul style="list-style-type: none"> • O fiel cumprimento das exigências do Art. 23, I, é fácil em relatórios de análise apresentados em formato texto, mas complexo quando apresentados em outros formatos, principalmente porque a entidade credenciadora não está preparada para recepcionar materiais em outro formato que não texto – o que exige a laboriosa transcrição dos mesmos. Segundo, porque especialmente quando se recorre a tecnologias de mensageria para comunicações com clientes, tais materiais são em enorme número, impossível de tratamento individualizado como pretende a Resolução. • cumprimento do disposto no Art. 23, II, é difícil porque o arquivamento por 5 anos esbarra em limitações das próprias plataformas por meio das quais tais materiais são distribuídos (e, muitas vezes, diretamente produzidos). Com base em minha experiência, mesmo em meio a Analistas de Valores Mobiliários Pessoa Jurídica é frequente a franca inobservância a tal exigência, que passa em branco por pura e simples falta de fiscalização. Parece-me o tipo de norma que, em função da total ineficácia, deveria ser abolida.”
Contribuição 2	<p>“Acredito que a proibição do analista de fazer day trade em ativos extremamente líquidos em sua conta real um exagero, e passa uma ideia de que o analista não toma risco, enquanto várias outras pessoas não certificadas negociam e ainda denigrem a imagem do analista CNPI justamente por ter o “<i>skin the game</i>”.”</p>
Contribuição 3	<p>“Vedar ao analista toda e qualquer parceria de marketing com empresas listadas em bolsa, mesmo que não vincule serviços de análise ou recomendação, com fim de evitar a assimilação da imagem de um analista influenciador com a empresa em questão, evitando um possível conflito de interesse.”</p>
Contribuição 5	<p>“Ao meu ver a norma está completa e atualizada, apesar de estar por completar 3 anos. Entendo adequada a revisão em período espaçado de 5 anos.”</p>
Contribuição 6	<ul style="list-style-type: none"> • “O principal aperfeiçoamento necessário é a definição de “<i>relatório de análise</i>”. A definição do art 1º, parágrafos 1º e 2º, da RCVM 20, abrange qualquer conteúdo, em qualquer formato, sobre valores mobiliários ou seus emissores “<i>que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento</i>”. Isso torna “<i>relatório de análise</i>” um conceito muito subjetivo, porque caberia a cada um avaliar o que considera que seria capaz de auxiliar ou influenciar o investidor. • Em especial, o analista credenciado, ao atender aos critérios de habitualidade e de onerosidade de configuração do caráter profissional do art. 1º da RCVM 20, fica sujeito a uma interpretação conservadora de que qualquer manifestação sua sobre valores mobiliários ou emissores seria um relatório de análise, já que o trecho “<i>auxiliar ou influenciar investidores</i>” é praticamente um requisito que se poderia dizer estar atendido simplesmente por tratar de valores mobiliários e/ou emissores, ou seja, ao se manifestar sobre um valor mobiliário ou emissor, a

	<p>capacidade de auxiliar ou influenciar investidores seria, no limite, presumida.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Entendemos que essa não é a interpretação adequada. Primeiro, posto que colocaria um ônus muito grande nos analistas ao atrair o regime de relatório de análise para toda e qualquer manifestação sua, o que resultaria inclusive em custos maiores de supervisão por esta APIMEC e pela CVM. Segundo, não nos parece fazer sentido que o texto do §1º do art. 1º de “auxiliar ou influenciar investidores” seja reduzido a uma referência circular ao trecho <i>“sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários determinados”</i>. • Essa situação de insegurança jurídica deve ser tratada. Caso contrário, analistas, que são os agentes regulados que devem levar informações ao mercado, podem acabar tendo um regime mais gravoso que outros agentes regulados, que hoje também fazem uso intensivo de plataformas de mídias e redes sociais, mas não precisam seguir o tratamento de <i>“relatório de análise”</i> para suas manifestações. • Nossa sugestão é de incluir no conceito de relatório de análise um elemento adicional de <i>“recomendação”</i>. Essa recomendação, explícita ou implícita, precisaria ter uma mensagem clara e objetiva de ação a ser tomada pelo investidor em relação ao valor mobiliário. Ainda que permaneça certa subjetividade, entendemos que esse aprimoramento no conceito permitiria um marco mais claro entre o que é relatório de análise e o que não é, complementando o conceito de <i>“auxiliar ou influenciar investidores”</i> com a recomendação do analista. • Uma proposta de redação seria: <i>“§ 1º Para os fins da presente Resolução, a expressão “relatório de análise” significa quaisquer textos, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários determinados que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento e que contenham recomendação, expressa ou não, de ação a ser tomada pelo investidor em relação ao valor mobiliário.”</i> • Redações como <i>“não se trata de recomendação de investimento”</i> e similares continuariam sendo usadas para avaliar o contexto da manifestação do analista e se a manifestação em questão é análise de valores mobiliários. • Por fim, ressaltamos o art. 13, inciso V, da RCVM 20 veda a participação do analista de participar das atividades de oferta pública de distribuição. No entanto, o §2º do referido artigo permite que os analistas participem dessas atividades, para educação dos investidores, desde que, entre outros requisitos, o analista <i>“utilize relatórios de análise sem a indicação de recomendação”</i>. Portanto, assim como essa situação tem a existência de recomendação como um marco claro, entendemos que o elemento <i>“recomendação”</i> pode ser um bom requisito a ser acrescentado no conceito de relatório de análise.”
Contribuição 7	<p>“Esclarecer para o público-alvo da mídia em que está sendo veiculada a análise qual é a origem/base dos estudos - se baseada em análise fundamentalista (com a devida comprovação do CNPI) ou análise gráfica (CNPI-T). É importante que a tese apresentada para justificar uma</p>

	determinada recomendação esteja relacionada corretamente à escola de análise, tornando mais claro para o investidor qual é o modelo adotado.”
i) Existe algum aperfeiçoamento normativo que deva ser implementado na Resolução CVM 20 para adaptar a norma à realidade de pessoas jurídicas que mantenham canais e perfis e que atuem, por meio destes, como analistas de valores mobiliários?	
Contribuição 1	“A principal dificuldade, aqui, diz respeito a grupos com atuações em múltiplas frentes (por exemplo, análise, consultoria, gestão de recursos) que utilizam os mesmos canais de comunicação para aludir às suas diferentes atividades – o que, numa interpretação estrita das vedações da Resolução CVM 20, seria irregular. Conviria que a norma fosse aperfeiçoada para conferir maior segurança jurídica a todos os envolvidos.”
Contribuição 2	“Exigir a apresentação da devida certificação do analista (CNPI, CNPI-T ou CNPI-P)”
Contribuição 3	As demais contribuições a esta pergunta ressaltaram o que já havia sido mencionado em resposta à pergunta do item “h”.
j) Seria pertinente e oportuno modificar a expressão “relatório de análise” tendo em vista as formas inovadoras da prestação da atividade por analistas credenciados que também são influenciadores?	
Contribuição 1	“Embora o Art. 1º §1º-2º deixe pouca margem para dúvidas quanto ao abarcamento de qualquer mídia sob a expressão relatório de análise, penso que uma reformulação seja bem-vinda, sim.”
Contribuição 2	“Sim”
Contribuição 3	“Muito importante a modificação da expressão em questão. Hoje podemos encaminhar recomendações em grupos de redes sociais ou em reuniões em salas virtuais sem necessitar a elaboração de relatórios escritos, que por outro lado acaba sendo mais interessante para o investidor, pois elimina o tempo de leitura e interpretação e torna o processo de assimilação de uma recomendação mais prático e fácil de entendimento. E também o desenvolvimento de estratégias automatizadas black box que auxiliam na tomada de decisões. A expressão em questão pode gerar uma má interpretação da intenção no texto para os leigos.”
Contribuição 4	“Não, uma vez que o que caracteriza o objeto “ <i>relatório de análise</i> ” está bem definido e explicado na norma atual.”
Contribuição 5	“Talvez seja mais interessante para os analistas CNPI que as restrições em relação a operações com ativos ficassem restritas às recomendações expressas de compra, venda ou manutenção, porque na definição atual de relatório de análise, qualquer influenciador que fale sobre determinado ativo estaria fazendo uma análise e, caso tenha número significativo de seguidores, poderia manipular o mercado.”
Contribuição 6	“Nossa sugestão é de incluir no conceito de relatório de análise um elemento adicional de “ <i>recomendação</i> ”. Essa recomendação, explícita ou implícita, precisaria ter uma mensagem clara e objetiva de ação a ser tomada pelo investidor em relação ao valor mobiliário. Ainda que permaneça certa subjetividade, entendemos que esse aprimoramento no conceito permitiria um marco mais claro entre o que é relatório de análise e o que não é, complementando o conceito de “ <i>auxiliar ou influenciar investidores</i> ” com a recomendação do analista.” – idem à Contribuição 6 do item “h”.
Contribuição 7	“Sim. Pelo avanço da tecnologia e novas formas de consumir conteúdo entre os investidores, é cada vez mais comum o uso de outros meios/ modos e

	<p>mídias de veiculação, além do tradicional “relatório”. Tal expressão poderia ser substituída para “conteúdo de análise”, englobando, portanto, outros meios de veiculação.</p> <p>E.g: um post nas mídias sócias é uma forma de recomendação que hoje tem grande alcance.”</p>
	<p>k) De que forma o canal ou o perfil utilizado pelo influenciador digital deve dar transparência de que é um analista, pessoa natural ou jurídica, credenciado pela CVM?</p>
Contribuição 1	<p>“Penso desnecessário e contraproducente afirmar o fato em qualquer comunicação, mas salutar que isto seja indicado, por exemplo, nos perfis das redes sociais/plataformas utilizadas.”</p>
Contribuição 2	<p>“Criar a obrigatoriedade da identificação do credenciamento do analista no quadro da APIMEC.”</p>
Contribuição 3	<p>“Adicionando suas credenciais em seus perfis nas redes sociais, a criação de uma credencial para Pessoas Jurídicas. Também seria interessante no site de credenciamento um espaço para que o influencer possa adicionar os “nomes” de suas principais redes sociais, para evitar possíveis problemas futuros com contas fakes que aplicam golpes financeiros.”</p>
Contribuição 4	<p>“A criação de um selo de qualidade CVM para ser exposto nos vídeos e em outros materiais de marketing pelo produtor de conteúdo, ao meu ver, seria um incentivo aos profissionais que trabalham obedecendo as regras oficiais e também uma oportunidade de se incentivar e praticar o correto. Um selo “CVM de Qualidade” forneceria credibilidade de que o conteúdo está em acordo com as melhores práticas existentes, ou seja, adotou critérios e cuidados mínimos descritos nas normas e resoluções CVM.”</p>
Contribuição 5	<p>“Talvez seja mais interessante para os analistas CNPI que as restrições em relação a operações com ativos ficassem restritas às recomendações expressas de compra, venda ou manutenção, porque na definição atual de relatório de análise, qualquer influenciador que fale sobre determinado ativo estaria fazendo uma análise e, caso tenha número significativo de seguidores, poderia manipular o mercado.” – Idem Contribuição 5 item “j”</p>
Contribuição 6	<p>“Essa informação deve ser passada por meio de algum aviso na “bio” do canal ou perfil, sem necessidade de que a informação seja apresentada em cada mensagem.”</p>
Contribuição 7	<p>“Através do uso dos termos “<i>analista fundamentalista</i>” ou “<i>analista gráfico</i>”, acompanhado do “<i>CNPF</i>” ao lado do nome do analista, seja nos créditos transmitidos em uma live, no nome junto ao “<i>perfil</i>” ou demais meios de comunicação levando em consideração as diferentes plataformas (youtube, instagram, tik tok, etc). Explicitar claramente a natureza do provedor da informação: se é PF ligada à instituição financeira, ou independente.”</p>
	<p>L) A habitualidade e a existência de remuneração, direta ou indireta, são elementos usualmente considerados para determinar o caráter profissional no desempenho de atividades reguladas no mercado de valores mobiliários, incluindo a atividade de analista de valores mobiliários, seja por pessoa jurídica quanto por pessoa natural; nesse sentido: i. No tocante aos elementos de habitualidade e de remuneração indireta, isto é, aquela caracterizada pelo recebimento de valores oriundos das plataformas de mídias digitais, a CVM deveria esclarecer, para fins de prevenção quanto à possível atuação irregular, parâmetros quantitativos para indicar os requisitos de habitualidade e de remuneração indireta? Caso positivo, quais seriam as métricas mais adequadas?</p>

Contribuição 1	<p>“Com certeza SIM. Virou prática corrente em meio a influenciadores de investimentos sem registro de analista a divulgação “<i>gratuita</i>” de conteúdo técnico-opinativo sobre valores mobiliários que produz remuneração indireta. As principais formas de remuneração são 1. Visualizações na plataforma (YouTube, por exemplo) e 2. Oferta de cursos de teor educacional – nesse caso, a divulgação de “<i>opiniões que não são recomendações</i>” servem de “<i>isca</i>” para a venda de conteúdo educacional. A monetização de conteúdo é forma indireta de remuneração. E, portanto, qualquer conteúdo monetizado que contenha informações que possam influenciar a decisão de investimento em um valor mobiliário específico deveria ser interpretado como relatório de análise – e, portanto, chamar às obrigações da Resolução 20. Da mesma forma, a oferta de “<i>cursos</i>” relacionados a investimentos por pessoas que “<i>gratuitamente</i>” manifestam “<i>opiniões</i>” sobre valores mobiliários deveria caracterizar atividade profissional (como de fato é...), também chamando às obrigações da Resolução 20 mesmo que tais conteúdos pagos não contenham relatórios de análise.”</p>
Contribuição 2	<p>A Autarquia deve ter o conhecimento que mesmo não existindo uma remuneração direta ou indireta haverá a promoção do próprio nome do influencer, então mesmo não possuindo de nenhum tipo de remuneração este poderá utilizar da atividade de análise para alavancar seu nome entre os investidores usuários de redes sociais e conseqüentemente poder se beneficiar de remuneração extra oriunda de sua audiência, tais como cursos educacionais, mentorias, grupos de conteúdo exclusivo...</p>
Contribuição 3	<p>“É preciso avaliar os casos de influenciadores que, por terem número significativo de seguidores, poderiam manipular o mercado no sentido de valorizar ou desvalorizar as cotações de determinado ativo a fim de se beneficiar, o que seria uma forma indireta de remuneração. Habitualidade poderia ser caracterizada como pelo menos uma publicação semanal em mídias sociais e remuneração indireta poderia ser, inclusive, qualquer operação realizada com um ativo após publicação de conteúdo sobre ele, pois existe a possibilidade de tentativa de manipulação de mercado a fim de se beneficiar de sua audiência, nos casos de influenciadores com número significativo de seguidores.”</p>
Contribuição 4	<p><i>“Conteúdos com cunho de análise divulgados com frequência determinada e/ou frequente em diferentes mídias (youtube, instagram, etc) caracterizariam a função de um analista de investimentos e, portanto, não podem ser descaracterizados do serviço de análise. A monetização através da audiência em canais de mídia a partir de conteúdos de análise consiste em remuneração direta ou indireta, criando indícios para determinar o caráter profissional no desempenho da função de analista.”</i></p>
Contribuição 5	<p><i>“Audiência potencial (número de inscritos em um determinado canal/perfil) Uso de propaganda (marketing) dentro das publicações Recebimento de recursos financeiros a partir da entrega de determinado número de visualizações.”</i></p>
<p>L) A habitualidade e a existência de remuneração, direta ou indireta, são elementos usualmente considerados para determinar o caráter profissional no desempenho de atividades reguladas no mercado de valores mobiliários, incluindo a atividade de analista de valores mobiliários, seja por pessoa jurídica quanto por pessoa natural; nesse sentido:</p> <p>ii. Há outros elementos que deveriam ser objetivamente e sistematicamente utilizados para determinar o caráter profissional?</p>	

Contribuição 1	“Um vácuo importante da Resolução CVM 20 diz respeito a “ <i>comunidades de investidores</i> ” onde, mediante pagamento de assinatura, qualquer membro tem o direito de publicar e ler publicações de outros membros cujo conteúdo, na prática, representa recomendação de investimento. Há casos bastante emblemáticos nos quais certos investidores ou seus familiares detêm participações em tais negócios, que usam como “ <i>chamariz</i> ” a publicação de informações sobre o que Fulano está comprando/vendendo – criou-se uma empresa de capital aberto sob essa premissa! À medida que tais pessoas têm interesse econômico no negócio, suas atuações em tais plataformas deveriam se sujeitar às obrigações da Resolução CVM 20.”
Contribuição 2	“Assim como comentei na resposta acima: remuneração extra oriunda de sua audiência, tais como cursos educacionais, mentorias, grupos de conteúdo exclusivo, entre outras que não se originam de análise de ativos.” – Referência à Contribuição 2 da questão “L” item “i”.
Contribuição 3	“Sim, a devida certificação exigida pertinente à atividade que é objeto. São tantas as certificações disponíveis: ANCORD, APIMEC, ANBIMA. A CVM deveria ser categórica: ou se enquadra em certificação pertinente e correlata ao assunto abordado ou muda de ramo, muda o assunto abordado nas redes sociais. Pode-se pensar em um período transitório com advertência a quem estiver desenquadrado.”
Contribuição 4	Uso de conteúdos de análise para promover em outros serviços, tais como “ <i>coach</i> ”, comercialização de cursos/aulas relacionadas ao tema de análises, plataformas específicas de negociação, etc.”
m) Quais são oportunidades de aperfeiçoamento normativo na RCV 20, em especial no que tange à retirada de obstáculos ao credenciamento de analistas de valores mobiliários, para que mais influenciadores busquem a regularização de suas atividades?	
Contribuição 1	“As exigências para credenciamento são extremamente brandas, mas a falta de fiscalização à atuação irregular é um verdadeiro convite ao não-credenciamento.”
Contribuição 2	“Não vejo motivos para flexibilizar e dar brechas para a regulação, seria injusto com os profissionais que exerceram seu conhecimento e provaram este perante os exames de qualificação, sendo assim, estes influencers devem buscar a sua certificação. Mas pensando em uma solução, veio em mente agora, a contratação de profissionais certificados para atuarem em parceria, exercendo ativamente uma validação legal de tal análise ou recomendação dos influencers, isso desenvolveria o mercado e daria novas oportunidades de remuneração para os profissionais certificados.”
Contribuição 3	“Retirada de obstáculos? Na minha opinião, quando se trata de questões de âmbito financeiro, o assunto deve ser inserido no campo da saúde (saúde financeira). A saúde financeira é um dos pilares da saúde psíquica de um indivíduo. Questão financeira, questão de investimentos que envolvem decisões é algo muito sério. Quantas pessoas foram exemplo no período de pandemia, que perderam toda ou parcela significativa de suas economias de anos, advindas principalmente de recursos recebidos do FGTS, quando dos desligamentos compulsórios do período, por terem ouvido e tomado suas decisões com base na opinião de influencers desqualificados? Tudo bem que o responsável pela decisão é o investidor, mas na outra ponta existe um indutor (patrocinador) da decisão. Uma coisa é informar com base científica e dentro das moderações da lei, outra coisa é a indução desqualificada, pelo poder da persuasão unicamente. Quais os reais interesses desses influencers

	<p>não certificados em tais induções? Interesses financeiros? Sombrios? Não sabemos porque não estão na alçada das normas. Fica sempre a dúvida. Já que estamos classificando o assunto finanças como de caráter também do campo da saúde, vou tornar mais clara a minha resposta, por um exemplo: se uma cirurgia cardíaca complexa custa 300 mil reais em hospital sério e eu NÃO sou médico e NÃO tenho CRM, mas tenho um canal no YouTube de alta persuasão e milhões de seguidores, posso eu usar o veículo para vender cirurgias cardíacas realizadas por mim, por 20 mil reais? É baratinho! Quem tiver necessitado e “<i>cair na minha lábia</i>”, acreditar nas minhas técnicas neurolinguísticas, facilmente se tornará um cliente e fará o pagamento. Posso eu vender cirurgias cardíacas sem ser médico habilitado só porque adquiri uma maleta de bisturis? Na minha opinião não é a CVM que tem que se adequar a realidade, mas sim os influenciadores se adequarem à CVM. Baixar a régua é desproteger o cidadão investidor leigo que busca informações na internet (com todo direito) mas que, muitas das vezes, não tem discernimento para diferenciar opinião devidamente capacitada de opiniões descredenciadas, sem valor.”</p>
Contribuição 4	<p>Na minha opinião, não deve haver qualquer forma de facilitar o credenciamento de analista de valores mobiliários, pois entendo que, se houver, seria prejudicial ao mercado, nivelando por baixo qualidade da prestação de serviços. Comparando com a CNH, se algum influenciador quiser obtê-la, precisa passar por todo o processo, por mais complexo que seja. Mesmo assim, nada garante que ele será um bom motorista.</p>
Contribuição 5	<ul style="list-style-type: none"> • “Entendemos que os principais obstáculos hoje não são necessariamente no processo de credenciamento, mas nos incentivos para que influenciadores busquem o credenciamento. Nesse sentido, são dois os principais obstáculos que percebemos e que merecem uma revisão cuidadosa da APIMEC e da CVM. O primeiro é a subjetividade do conceito de relatório de análise, conforme exposto no item “h” acima. O segundo são as regras de conduta aplicáveis aos analistas referentes à negociação, previstas no art. 13, incisos III e IV. Entendemos que as proibições de negociação como estão escritas podem afastar do credenciamento indivíduos que atuam no mercado de capitais. • Uma primeira mudança seria que os prazos deveriam ser contados da primeira recomendação, não do relatório de análise. Pela subjetividade do conceito de relatório de análise, como já exposto, hoje está pouco claro o que pode ser considerado um marco a partir do qual deve-se contar um prazo de vedação à negociação. Note que a proibição do inciso IV hoje já indica que a preocupação da norma é a negociação “<i>em sentido contrário ao das recomendações ou conclusões expressas</i>”, ainda que o prazo seja contado “<i>da divulgação de tal relatório</i>”, o que reforça que deveria ser esclarecido que o marco dos prazos não é o relatório, mas a recomendação. • A alteração proposta acima também retira a possibilidade de que se interprete que novos conteúdos/relatórios que tenham recomendação no mesmo sentido de um relatório anterior, reiniciam os prazos de proibição. Por exemplo, se o analista recomendou a compra de um valor mobiliário e, por causa de novos fatos ou apenas como acompanhamento, divulgou um segundo relatório que mantém a recomendação de compra, não faria sentido que os prazos da proibição devam ser reiniciados a partir desse

	<p>segundo relatório. No entanto, a redação normativa como está pode desestimular que uma divulgação de informação seja feita pelo analista com receio de que tal divulgação será considerada relatório de análise e reiniciará prazo de vedação à negociação, especialmente se ele tiver negociado nos 30 dias antes da divulgação.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Além disso, caso o analista altere sua recomendação para o contrário de sua recomendação anterior em razão de novas informações que não tinha acesso antes, o prazo de vedação de negociação 30 dias antes deveria ser desconsiderado. Caso contrário, o analista pode se encontrar em situação em que ao levar informações aos investidores se colocará em situação de descumprimento da vedação, porque havia negociado antes, quando não tinha como prever que futuramente divulgaria novas informações. • Por fim, seria interessante avaliar a possibilidade de adoção de plano individual de investimento e desinvestimento para analistas de valores mobiliários, assim como já previsto no §1º, art. 46, da Resolução CVM nº 175 para aqueles com relação com fundos de investimento, e no art. 16 da Resolução CVM nº 44 para aqueles com relação com companhias abertas. Isso daria mais conforto para os analistas, permitindo o estabelecimento de regras claras de antemão.”
Contribuição 6	<p>“Reforçar/aumentar os critérios que justifiquem os conteúdos como carácter profissional, tornando cada vez mais essencial o credenciamento e a certificação destes profissionais.</p> <p>Profissionais e influenciadores individuais, diferentemente de funcionários de grandes empresas, não são respaldados por uma série de áreas de apoio – tais como supervisão de mercado, compliance, jurídico – que auxiliam/supervisionam para que todas as melhores práticas sejam implementadas no dia a dia do analista.</p> <p>Favor a avaliar no que tange a certificação e credenciamento, algum comitê de auto-regulamentação.”</p>
n) A CVM deveria estabelecer um safe harbor para os influenciadores que estejam em situações limítrofes no que se refere ao enquadramento como analista de valores mobiliários? Quais são as vantagens e desvantagens de seu estabelecimento?	
Contribuição 1	<p>“Não deveria. Como dito, as exigências para credenciamento são extremamente brandas. Não o faz somente quem não o quer, provavelmente porque enxerga vantagem em atuar numa zona cinza onde não arca com qualquer ônus. O estabelecimento de um safe harbor tão somente legitimaria isto, penalizando os analistas que atuam em conformidade com a norma.”</p>
Contribuição 2	<p>“Sim, a vantagem é o infrator responder uma possível ilicitude para uma esfera federal.”</p>
Contribuição 3	<p>“Seria muito complexo a parametrização do que seja uma situação limítrofe, um influencer pode ter relevância em uma rede social e na outra não, e a flexibilização deste tema poderia gerar uma jurisprudência abrindo brechas para atuação à margem da Lei.”</p>
Contribuição 4	<p>“Não concordo. Ou se é médico ou não se é médico, não existe consulta com meio-médico.”</p>
Contribuição 5	<p>“Acredito que a CVM poderia realizar fiscalizações educativas, semelhantes às blitz educativas de trânsito, em que não se aplica a multa, mas alerta o influenciador para se adequar à regulação. Poderia, inclusive, disponibilizar materiais educativos nesse sentido. Em relação às vantagens, vejo que seria</p>

	um filtro para separar pessoas bem intencionadas das má. A principal desvantagem acredito que talvez não seja viável esse tipo de fiscalização por falta de pessoal.”
Contribuição 6	“Como safe harbor para os influenciadores acreditamos que deveria se admitir apenas comentários gerais, não específicos e nem ligados a ativos ou fundos, tampouco induzir a recomendações, ainda que não explícitas.”
	o) Em caso positivo, canais ou perfis enquadrados nessa situação deveriam (i) dar transparência ativa de que não são agentes regulados pela CVM? (ii) utilizar disclaimers específicos, tais como, apenas como exemplos, “não se trata de recomendação de investimento”, “são opiniões apenas pessoais” como elementos descaracterizadores da atividade? Quais outros elementos devem ser considerados para sua aplicabilidade?
Contribuição 1	“Acredito que o analista não certificado não deve atuar com recomendação mesmo utilizando um disclaimer.”
Contribuição 2	“Os usuários de redes sociais consomem conteúdos de rápida absorção, neste caso, não param para ler disclaimers, bem como não dão ouvidos ao texto “ <i>não se trata de recomendação de investimentos</i> ”, tomando o conteúdo como recomendação e seguindo a “ <i>dica</i> ” do influencer como uma recomendação.”
Contribuição 3	<p>“Aqui há um conflito cognitivo na pergunta: se não são regulados e emitem opinião sobre algo regulado, como podem ser transparentes?</p> <p>Eu entendo que as normas CVM existem para fornecer segurança ao mercado e aos investidores com o objetivo de protegê-los. Nesse aspecto, entendo que o safe harbor justo seria considerar sim a liberdade de expressão nas redes sociais públicas permitindo os influencers emitirem suas opiniões, contudo sem a utilização de ferramentas inerentes e cobertas pelas certificações CVM. Por exemplo: proibição de uso de ferramentas gráficas advindas da análise técnica para embasamento de opiniões nos vídeos; proibição de uso de ferramentas fundamentalistas da forma (para pessoas não-habilitadas e sem certificação inerente ao assunto regulado).</p> <p>Veja bem, isso é diferente de um influencer transmitir a sua opinião sobre um fato relevante ou mesmo um balanço trimestral PÚBLICO divulgado pelas empresas de capital aberto. Exemplo de teor: ontem saiu o balanço da empresa X, que veio com incremento de receita de 20% frente ao trimestre anterior e isso se deu aos motivos y e z. Pergunta: posso eu falar isso? Sim, é uma interpretação de um documento público. Então é uma interpretação que, apesar de pessoal, é factual.</p> <p>Permitir a divulgação em vídeo do uso de ferramentas específicas de uso de profissionais credenciados funcionaria tal qual meu exemplo anterior da cirurgia: comprei uma maleta completa de bisturis de cirurgia. Posso eu vender cirurgias sem ser médico credenciado ao Conselho Federal/ Regional de Medicina?”</p>
Contribuição 4	“Sim, o influenciador deve deixar claro que não tem certificação e que são suas opiniões pessoais, mas também deveria reforçar que o seguidor deve fazer suas próprias ponderações sobre determinado ativo e que, caso ele faça investimentos apenas seguindo as opiniões do influenciador, corre risco de perder dinheiro.”
Contribuição 5	“Demonstrar, por meio de um disclaimer ou aviso legal, por exemplo, que todo aquele conteúdo produzido/transmitido foi originado por um agente não regulado e, portanto, há potencialmente menor grau de segurança em relação à veracidade, qualidade e compromisso.”



III. Considerações finais

7. O avanço das redes sociais e da atuação de “Influenciadores Digitais” possibilita a disponibilização de informações sobre o Mercado de forma democrática e acessível a um público expressivo. Contudo, o poder de persuasão e influência nas redes sociais sobre assuntos do mercado é inegável. Por isso, exige esforço conjunto por parte da APIMEC e da CVM em prol dos investidores e dos profissionais/empresas credenciadas.

8. A APIMEC, por fim, ressalta a importância com que o trabalho sinérgico com a CVM contribui para a eficiência da atividade de autorregulação, com o fim de proporcionar um ambiente ético e seguro, tanto aos Analistas de Valores Mobiliários, quanto aos investidores.

9. Em razão disso, a APIMEC vem, respeitosamente, apresentar as suas contribuições institucionais e, também, de seus Analistas credenciados, à Consulta Pública SDM nº 04/23, permanecendo à disposição para eventuais esclarecimentos.

Atenciosamente,

DocuSigned by:



Superintendência de Supervisão do Analista - SSA
Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de
Capitais – APIMEC Brasil