

São Paulo, 01 de março de 2024

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

E-mail: conpublicasdm0423@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Consulta Pública SDM N° 04/23

Prezados Senhores,

A B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”) submete a essa D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) seus comentários ao Edital de Consulta Pública SDM n° 04/23, de 30 de novembro de 2023 (“Edital”), que trata sobre as opções regulatórias relacionadas às repercussões da atuação dos influenciadores digitais sobre o mercado de capitais e eventuais aprimoramentos normativos.

I. Introdução

1. Inicialmente, a B3 gostaria de parabenizar essa Autarquia pela iniciativa de abertura de consulta pública a respeito da atuação dos influenciadores digitais e possíveis opções regulatórias para eventuais aprimoramentos normativos. Buscando contribuir com a regulamentação em questão, nos manifestaremos a respeito dos itens abordados no Edital transcritos a seguir.

II. Contratação e Transparência

Questionamento (a): *quais elementos, sobretudo entre aqueles abaixo indicados, mas não se limitando a eles, deveriam ser obrigatoriamente observados pelos contratantes e previstos como normas de conduta na regulamentação a ser editada pela CVM?*

i. *Verificação, identificação e divulgação de possíveis conflitos de interesse relacionados às atividades desempenhadas pelo influenciador e aquelas exercidas pelo agente regulado?*

2. Tendo em vista que os influenciadores digitais disseminam informações sobre investimentos para um público amplo, a B3 entende que seria importante, dentro de uma diretiva de melhores práticas, que houvesse mecanismos para a verificação, identificação e divulgação de possíveis conflitos de interesse decorrentes das relações comerciais estabelecidas entre os influenciadores e os participantes do mercado no âmbito do contrato de publicidade celebrado quando envolver diretamente recomendação de valores mobiliários, sob pena de induzir investidores a erro e gerar danos à credibilidade e higidez do mercado.

3. A título exemplificativo, a etapa de verificação poderia ocorrer a partir da análise das publicações do influenciador através dos seus perfis, por meio de ferramentas de monitoramento de redes, ou mesmo via declaração do influenciador em questão. Tais procedimentos devem ser instaurados com a finalidade de se identificar eventuais atividades do influenciador digital contratado nos mercados de capitais e financeiro que possam lhe comprometer, bem como eventuais conexões estabelecidas com serviços ou companhias que tenham algum tipo de pertinência com a contratação de publicidade a ser celebrada e possam comprometer a idoneidade do influenciador ou da campanha de marketing. Na hipótese de ser identificado conflito de interesse e alto risco na celebração do contrato com o influenciador, recomenda-se que o contrato de publicidade não seja celebrado.

4. Caso seja constatado conflito de interesse, se o contratante julgar que eventual risco apresentado não compromete a campanha de marketing e/ou o conteúdo divulgado pelo influenciador, decidindo prosseguir com a celebração de contrato de publicidade, a B3 sugere a divulgação das informações relevantes identificadas na análise reputacional. Inclusive, preferencialmente, tal divulgação deve ocorrer no meio através do qual a publicação do conteúdo será realizada, indicando a relação entre o agente regulado e o influenciador, informando se há compensação financeira ou não, atuando sempre com a devida transparência.

5. A verificação, identificação e divulgação de possíveis conflitos de interesses entre as partes é, no entendimento da B3, essencial para assegurar a transparência necessária para que os investidores tomem suas decisões de forma consciente, permitindo uma compreensão clara acerca do contexto e eventuais motivações de cunho pessoal das informações transmitidas. Inclusive, o *disclosure* de eventuais conflitos de interesses permitirá que as partes se resguardarem, sobretudo em

questões reputacionais e de imagem, caso esse relacionamento entre o influenciador digital e a empresa contratante venha à luz por outros meios e mídias.

6. Nesse sentido, vale mencionar, ainda, que na União Europeia, nos termos do artigo 20 do *Unfair Commercial Practices Directive*¹, pessoas que disseminam informações sobre investimento, tais como os influenciadores digitais, devem tomar cuidados razoáveis para garantir que tais informações sejam apresentadas de forma objetiva, além de terem o dever de divulgar eventuais conflitos de interesses com relação aos instrumentos financeiros aos quais essas informações estejam relacionadas.

ii.. Aprovação prévia dos materiais produzidos e divulgados pelos influenciadores, na condição de contratados? Existiriam casos em que a prévia aprovação não seria aplicável?

7. A B3 entende que seria importante que os contratantes dos influenciadores digitais, enquanto agentes regulados pela CVM, analisassem previamente o conteúdo a ser divulgado pelos seus influenciadores contratados, quando relacionados a valores mobiliários, zelando pela qualidade e veracidade das informações.

8. Nesse sentido, a *European Securities and Markets Authority* ("ESMA") publicou em dezembro de 2023 o *Discussion Paper On MiFID II investor protection topics linked to digitalisation*², no qual consta que, considerando que as empresas selecionam os seus influenciadores digitais, celebrando contratos com eles, seria uma consequência lógica que as empresas sejam e permaneçam responsáveis pela forma como os seus contratados selecionados se comunicam sobre a empresa e/ou os serviços financeiros. Portanto, as empresas devem monitorar as comunicações e práticas de marketing dos influenciadores digitais com quem celebrem parceria, a fim de garantir conformidade com as normas aplicáveis. Ressalta-se que esse monitoramento não implica a supervisão de todas as atividades do influenciador

¹Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC Text with EEA relevance. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32005L0029>>. Acesso em: 05 de fev. de 2024

²EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA). *ESMA35-43-3682 Discussion Paper on MiFID II investor protection topics linked to digitalization*. Disponível em: <[ESMA35-43-3682 Discussion Paper on MiFID II investor protection topics linked to digitalisation \(europa.eu\)](https://www.esma.europa.eu/press-information/2023/esma35-43-3682-discussion-paper-on-mifid-ii-investor-protection-topics-linked-to-digitalisation)>. Acesso em: 05 de fev. de 2024

digital contratado, mas somente aquelas que guardem relação direta com o objeto do contrato de publicidade celebrado.

9. Nesse aspecto, os contratantes atuam de forma semelhante a de um *gatekeeper*, sendo responsáveis pelo acompanhamento, supervisão, fiscalização e observância da publicidade contratada com as leis e regulamentações aplicáveis. Trata-se de uma estratégia de regulação eficiente, visto que o contratante, além de ser corresponsável pelo conteúdo divulgado, já é um ente regulado pela CVM.

10. Apesar de sugerirmos, em regra, a prévia aprovação dos materiais, ressaltamos que devido à natureza de determinadas publicidades, como a cobertura de eventos ao vivo ou divulgação de conteúdos em tempo real, essa validação prévia pode não ser plenamente viável. No entanto, mesmo nesses casos, a B3 considera importante a validação prévia de roteiro a respeito dos temas a serem abordados durante a transmissão, com a devida sinalização de eventuais restrições.

11. Caso o influenciador exorbite os termos e condições contratuais em suas comunicações publicitárias, recomenda-se a que a responsabilidade seja pessoal do influenciador e não do contratante.

iii. Asseguração de que o influenciador fez uso de linguagem clara, serena e moderada, apresentou informações verdadeiras, consistentes, sem induzir o investidor a erro, e que não continham promessa de rentabilidade futura ou asseguravam ou sugeriam a existência de garantia de resultados futuros ou a isenção de risco para o investidor?

12. Conforme já mencionado na resposta ao Questionamento (a)(ii), os contratantes são responsáveis pelo *marketing* feito em seu nome, sendo corresponsáveis pelo conteúdo e conformidade das comunicações, independentemente de os influenciadores digitais terem sido pagos ou simplesmente incentivados a criar o conteúdo promocional. Nesse sentido, a B3 entende ser obrigação tanto do contratante quanto do influenciador digital a adoção de linguagem que permita a transmissão clara e verídica de informações, de modo a não induzir o investidor a erro. Além disso, as publicidades não devem conter promessa de rentabilidade futura ou omitir possíveis riscos para o investidor.

13. A recomendação da B3 está em consonância com o disposto no Regulamento Delegado 2016/958 da Comissão Europeia³, em especial em seu Artigo 1, que determina que fatos sejam claramente distinguidos de interpretações, estimativas, pareceres e outros tipos de informação não factual (Artigo 3(1)(a)). Além disso, também se determina que todas as fontes de informação: (i) substancialmente importantes devem ser indicadas de forma clara e proeminente (Artigo 3(1)(b)); e (ii) devem ser fidedignas, sendo que existindo alguma dúvida sobre determinado fato, isso deve estar claramente indicado (Artigo 3(1)(c)).

14. No mesmo sentido, a *Australian Securities & Investment Commission* ("ASIC") emitiu informativo direcionado para influenciadores digitais, no qual destaca a obrigação dos influenciadores digitais de manter uma visão equilibrada dos produtos, o que abrange seus retornos, características, benefícios, riscos.

15. Ressalta-se ainda que, no *Discussion Paper On MiFID II investor protection topics linked to digitalisation*⁴, a ESMA recomenda que as comunicações de *marketing* sejam claras, justas e não enganosas, independentemente do canal pelo qual sejam distribuídas e independentemente se realizadas diretamente pelas empresas de investimento ou indiretamente⁵ (como por meio de influenciadores digitais, por exemplo).

Questionamento (b): *Tendo em vista a peculiaridade da atuação dos influenciadores, sua abordagem informal e o uso intensivo de vídeos para promoção de seus conteúdos, elementos que facilitam a sua penetração e que a regulação não pretende tolher, de quais maneiras se poderia exigir a transparência sobre a existência de relação comercial e as formas e arranjos de remuneração entre agentes regulados e influenciadores?*

³ Commission Delegated Regulation (EU) 2016/958 of 9 March 2016 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the technical arrangements for objective presentation of investment recommendations or other information recommending or suggesting an investment strategy and for disclosure of particular interests or indications of conflicts of interest (Text with EEA relevance). Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R0958>>. Acesso em: 05 de fev. de 2024

⁴ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA). *ESMA35-43-3682 Discussion Paper on MiFID II investor protection topics linked to digitalization*. Disponível em: <[ESMA35-43-3682 Discussion Paper on MiFID II investor protection topics linked to digitalisation \(europa.eu\)](https://www.esma.europa.eu/pt-pt/press-and-communications/press-articles/2024/02/esma35-43-3682-discussion-paper-on-mifid-ii-investor-protection-topics-linked-to-digitalisation)>. Acesso em: 05 de fev. de 2024

⁵ §37. *It is, however, important that layering is not used by firms to hide or disguise information. Considering information will always need to be fair, clear and not misleading. Clients and prospective clients should have easy access to all (layers of) information prior to committing to any subscription or purchase, independently of the channel used by the client accessing the information.* (p.12)

16. Considerando o conteúdo essencialmente criativo e espontâneo da atividade dos influenciadores digitais, a B3 entende que a obrigação de transparência deve se focar em aspectos preponderantemente formais da comunicação.

17. Nesse sentido, vale mencionar a Nota de Orientação 20/2023-BSM (“Nota BSM”), que aborda as melhores práticas a serem seguidas na relação contratual estabelecida com Influenciadores. Em sua seção “1.3. Formas de divulgação da relação contratual existente entre o Participante e o Influenciador”, a Nota da BSM elenca exemplos, não exaustivos, de formas consideradas, pela BSM, adequadas de divulgação do vínculo contratual entre Influenciadores e Participantes, tais como:

I. publicação da informação sobre o vínculo, com postagem, pelo menos, da expressão “Parceria” juntamente com o nome do Participante Ex: “ParceriaParticipanteA”;

II. divulgação de link para a página do Participante que contenha informações sobre as características dos produtos próprios do Participante mencionados pelo Influenciador, exceto quando se tratar de menções a classes de ativos e

III. a informação sobre o vínculo estar em destaque e ser a primeira quando na publicação constar um conjunto de hashtags ou de links.

18. Ressalva-se que a preocupação maior da B3 é a de que haja um *disclaimer* de que se trata de um conteúdo patrocinado, o qual pode se dar por meio da adoção da expressão “ParceriaParticipanteA” recomendada pela BSM, ou utilização de outras expressões, como o “#publi”⁶, nas comunicações do influenciador digital, a qual pode ocorrer por meio da legenda do post no feed e/ou nos *stories* no caso do Instagram, por exemplo. Ainda, quando se tratar de conteúdo em “*collab*” (Instagram), seria também possível a obrigatoriedade de inclusão do *label* de “*parceria paga com*”.

19. Adicionalmente, a B3 entende que também faz parte do conjunto de boas práticas que haja uma permanente atualização e disponibilização, por meio do site da empresa contratante, de informações relacionadas à lista de Influenciadores com

⁶ Trata-se um exemplo não taxativo. Outras formas de divulgação possíveis abrangem: (i) conteúdo de marca, (ii) publieditorial, (iii) #ad; e (iv) #publipost

os quais mantém contratos ativos para a promoção de produtos e serviços associados, em linha com recomendação contida na Nota da BSM.

Questionamento (d): Além de medidas de transparência pontuais e relacionadas ao conteúdo a ser disseminado pelo influenciador, conforme as perguntas (b) e (c):

i. Qual a importância de uma exigência que determine que o agente regulado deva permanentemente divulgar a relação de influenciadores por ele contratados ou com os quais mantém relação de parceria ou participação direta ou indireta no capital social?

20. No mesmo sentido da resposta da B3 aos Questionamentos (a)(i) e (b), em que se recomenda que os contratantes verifiquem, identifiquem e divulguem possíveis conflitos de interesse, bem como disponibilizem, por meio do site da empresa contratante, informações relacionadas à lista de influenciadores digitais com os quais mantém ou manteve contratos ativos e históricos para a promoção de produtos e serviços associados, a B3 também entende ser fundamental que haja a divulgação, tanto pelo ente regulado quanto pelo influenciador digital, da relação de parceria ou participação direta ou indireta no capital social existente entre as partes.

21. Trata-se de recomendação pautada em boas práticas de mercado, bem como em exemplos internacionais de regulação. A título exemplificativo, menciona-se o *Guides Concerning the Use of Endorsements and Testimonials in Advertising*⁷ e o *Disclosures 101 for Social Media Influencers*⁸, ambos publicados pela Federal Trade Commission (FTC), que determinam a divulgação de quaisquer conexões materiais significativas entre influenciadores digitais com a empresa contratante, sejam elas familiares, financeiras ou relacionadas ao emprego.

⁷FEDERAL TRADE COMMISSION. *16 CFR Part 255 Guides Concerning the Use of Endorsements and Testimonials in Advertising*. § 255.5 Disclosure of material connections. Disponível em <<https://www.ftc.gov/sites/default/files/attachments/press-releases/ftc-publishes-final-guides-governing-endorsements-testimonials/091005revisedendorsementguides.pdf>>. Acesso em: 05 de fev. de 2024

⁸*"If you endorse a product through social media, your endorsement message should make it obvious when you have a relationship ("material connection") with the brand. A "material connection" to the brand includes a personal, family, or employment relationship or a financial relationship – such as the brand paying you or giving you free or discounted products or services"*. FEDERAL TRADE COMMISSION. *Disclosures 101 for Social Media Influencers*. Disponível em <<https://www.ftc.gov/business-guidance/resources/disclosures-101-social-media-influencers>>. Acesso em: 05 de fev. de 2024

22. A relevância de se exigir tal *disclosure* perpassa diversas premissas, das quais se pode citar:

- a. **Transparência:** A divulgação dessas relações promove transparência nas atividades do agente regulado, permitindo que o público, investidores e outros *stakeholders* tenham conhecimento sobre eventuais conflitos de interesse do influenciador digital ao promover determinados produtos e/ou serviços financeiros.
- b. **Proteção do Investidor:** Ao se ter ciência sobre relações de parceria ou participação direta ou indireta no capital social que influenciadores mantêm com determinada empresa, os investidores podem tomar decisões mais informadas sobre os produtos ou serviços promovidos por eles, evitando assim práticas enganosas ou antiéticas de *marketing*.
- c. **Ética e Integridade:** A divulgação das relações de parceria ou participação direta ou indireta no capital social com influenciadores é importante para assegurar que as práticas comerciais de ambas as partes obedçam a elevados padrões de integridade e a ética nas práticas de *marketing* e publicidade, visto que tal informação é relevante.

ii. Essa exigência, mencionada no item anterior, deveria ser estendida a todos os agentes regulados ou se limitar a participantes de mercado específicos ou que façam uso mais intenso dessa forma de marketing?

23. A B3 entende que a obrigação deveria ser estendida a todos os agentes regulados que celebrem contratos de publicidades com influenciadores digitais envolvendo diretamente a recomendação de valores mobiliários, de modo a zelar pela isonomia e igualdade de tratamento dos participantes.

24. Por fim, agradecemos a oportunidade de contribuir com esta consulta e colocamo-nos à disposição para quaisquer esclarecimentos adicionais.

Atenciosamente,

B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO