



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

EDITAL DE CONSULTA PÚBLICA SDM Nº 04/23

Prazo: 1º de março de 2024

Objeto: 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.

1. Introdução

Os influenciadores digitais de finanças e investimentos (“influenciadores”) compartilham opiniões, sugestões, conhecimentos e experiências, relacionadas a educação financeira, a planejamento financeiro, a finanças pessoais, a investimentos e a empreendedorismo, entre outros assuntos relacionados à temática financeira, por meio de plataformas de mídias e redes sociais¹. Os influenciadores vêm ganhando popularidade² considerável em razão do crescente interesse do público investidor – sobretudo as novas gerações –, em aprender sobre investimentos e aprimorar seus conhecimentos em temas do cotidiano financeiro, associado à facilidade e à praticidade da busca por informações por meio de tais plataformas.

O fenômeno, que se acentuou no período de queda de juros evidenciado entre o final de 2016 até o final de 2020, pode ser associado às mudanças dos hábitos de consumo de informações por parte da sociedade, o que vem se materializando, em especial, pela preferência em assimilar conhecimentos por meio de vídeos de média e curta duração.

Por essas razões, os influenciadores passaram a desempenhar um importante papel na visibilidade do mercado de capitais, contribuindo, especialmente, para a educação financeira da população, na medida em que fornecem informações sobre conceitos básicos de investimento, explicam diferentes produtos financeiros, esclarecem termos técnicos e interagem com seus seguidores, por meio das diversas ferramentas disponíveis nos canais de comunicação utilizados. Assim, ao aumentarem a conscientização e o conhecimento das pessoas sobre o mercado de capitais e de produtos financeiros, os

¹ De acordo com a 4ª edição do relatório “Finfluence: quem fala de investimentos nas redes sociais”, publicado em 2023 pela ANBIMA em parceria com o IBPAD (Instituto Brasileiro de Pesquisa e Análise de Dados), o grupo de 515 influenciadores monitorados responde por 1.257 perfis nas plataformas analisadas e realizaram 46,1 mil publicações por mês, no decorrer do segundo semestre de 2023. O referido relatório está disponível em <https://www.anbima.com.br/data/files/AE/21/61/48/467298102BCCAE88B82BA2A8/Relatorio-FinFluence-4ed.pdf>.

² Segundo a 4ª edição do relatório “Finfluence: quem fala de investimentos nas redes sociais”, publicado em 2023 pela ANBIMA em parceria com o IBPAD, os perfis dos influenciadores monitorados alcançaram cerca de 165,6 milhões de seguidores.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

influenciadores atuam no sentido de ampliar a capacidade dos investidores de tomar decisões informadas sobre investimentos.

Outro papel relevante exercido pelos influenciadores é contribuir para a democratização do acesso à informação sobre investimentos. Ao compartilharem seus erros e acertos e suas estratégias de investimento baseadas em análises e pesquisas, podem inspirar e motivar pessoas a começarem a investir e a considerarem o mercado de capitais como uma alternativa interessante para a alocação e acumulação dos seus recursos financeiros.

Por outro lado, é importante ressaltar que nem todos os influenciadores financeiros são efetivamente especialistas ou têm qualificações profissionais, como é o caso de analistas de valores mobiliários, consultores, assessores de investimento, entre outros, que exercem atividades reguladas que demandam autorizações por parte desta Autarquia. Nesse sentido, é válido destacar que as normas emitidas pela CVM se aplicam a todos os profissionais que exercem, em sua essência, as atividades que recaem dentro do perímetro da regulação da Autarquia, independentemente das formas de apresentação, divulgação e disseminação do trabalho destes profissionais.

Nesse contexto, em que reconhecemos a relevância dos influenciadores na jornada do investidor e na democratização do mercado de capitais – e com a finalidade de ampliar o debate sobre este importante tema, à luz do mandato legal da CVM –, surge o convite público para participação nessa consulta de caráter conceitual.

Este tipo de consulta de natureza conceitual, ao contrário das consultas públicas usualmente realizadas pela CVM, não está associada a uma minuta de resolução específica, mas a CVM entende que as ponderações e comentários do público podem ser de extrema valia na análise de possíveis opções regulatórias a serem consideradas, em especial em relação à elaboração de regulação prevendo obrigações e responsabilidades aos participantes regulados ao contratarem ou atuarem como influenciadores, bem como ao disseminarem informações por meio de plataformas de mídias e redes sociais.

Os comentários recebidos serão disponibilizados no endereço eletrônico da CVM, mas não será, necessariamente, elaborado Relatório de Consulta Pública consolidando e analisando tais sugestões. O mercado e os participantes que contribuirão neste momento observarão o resultado dessa iniciativa por ocasião de possível futura proposta de alteração normativa, que refletirá o posicionamento da Comissão em relação às sugestões recebidas e seguirá o devido rito do processo normativo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2. Iniciativas regulatórias e de supervisão

A CVM vem acompanhando a temática dos influenciadores e se mantém atenta à sua atuação no mercado de valores mobiliários. Em dezembro de 2022, a Autarquia incluiu em seu Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco 2023-2024³ uma supervisão temática sobre influenciadores digitais. O objetivo foi possibilitar a análise multifacetada e abrangente de riscos mapeados, que, nesse caso, seriam decorrentes do crescente uso das redes sociais por investidores e do impacto em tomadas de decisão de investimentos. Essa supervisão temática envolve diferentes áreas técnicas da CVM e é coordenada pela Superintendência de Supervisão de Riscos Estratégicos (SSR).

Em adição, desde 2022 o tema está presente na agenda regulatória da CVM, inicialmente por meio da previsão de elaboração de um estudo de Análise de Impacto Regulatório (“AIR”). Este estudo, realizado pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA) da CVM, foi divulgado em abril de 2023⁴ e os seus principais elementos, bem como os aspectos importantes para a correta contextualização e motivação desta consulta pública conceitual são abordados no próximo item deste Edital.

2.1. AIR – Influenciadores Digitais e o Mercado de Capitais Brasileiro

A partir da constatação de que os influenciadores muitas vezes opinam sobre valores mobiliários específicos e operações específicas realizadas ou a serem realizadas em mercados organizados, bem como sobre intermediários e emissores, o estudo teve enfoque na possibilidade de o conteúdo promovido pelos influenciadores ser originado a partir de relações comerciais que estes tenham firmado com participantes do mercado e dos possíveis conflitos de interesses que decorreriam de tais relações. Assim, definiu-se o problema regulatório como a possível falta de transparência no relacionamento entre os influenciadores digitais e os participantes do mercado de valores mobiliários regulados pela CVM.

Nesse sentido, o estudo ponderou se a falta de transparência de que uma opinião poderia ser influenciada em decorrência de um acordo comercial, isto é, um conteúdo patrocinado, poderia induzir investidores a erro e gerar danos à credibilidade e hígidez do mercado.

³ CVM: Plano Bienal SBR, 2023 -2024 – disponível em <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-de-supervisao-baseada-em-risco/2023-2024>

⁴ CVM: AIR - Influenciadores Digitais e o Mercado de Capitais Brasileiro – abril de 2023 – disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf>



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Além disso, o estudo destacou que, entre as iniciativas adotadas por outros países analisados, em todos os casos o foco principal da regulação eram as atividades já reguladas. Nenhum dos mercados analisados procurava incluir o influenciador dentro do seu perímetro regulatório, como titular de uma nova atividade autônoma objeto de regulação estatal.

Por fim, após apresentar as alternativas regulatórias propostas para mitigação do problema regulatório e sopesando os custos e os benefícios qualitativos associados, o estudo concluiu não haver razão plausível para que eventual relação comercial fosse mantida à sombra do conhecimento dos possíveis investidores, tendo recomendado a adoção de ação normativa para exigir transparência ao investidor acerca de quaisquer contratos de publicidade celebrados entre os regulados por esta CVM e influenciadores digitais, sejam estes pessoas físicas ou jurídicas, desde que o contrato gere benefício direto ou indireto para estes.

Saliente-se que o regulado pode contratar um influenciador para ações diversas, como divulgação da marca, ações educacionais, entre outras, sem dar publicidade ao fato. A recomendação do estudo é no sentido de se exigir transparência apenas àquelas contratações que envolvam a divulgação de informações sobre valores mobiliários, bem como de serviços regulados pela CVM.

2.2. Recomendações da OICV/IOSCO

A Organização Internacional de Comissão de Valores (OICV/IOSCO) reconhece o uso de mídias sociais como elemento de significativa influência no comportamento do investidor e como instrumento para coleta de informações e detecção de tendências de mercado.

Em estudo publicado em outubro de 2022, denominado *Report on Retail Distribution and Digitalisation*, a Organização recomendou que seus membros exijam que a administração de intermediários, emissores ou outros envolvidos na prestação de informações se responsabilizem pela precisão dessas informações – inclusive quando transmitidas por canais de mídia social e influenciadores – e pela divulgação tempestiva de potenciais riscos e conflitos de interesse⁵.

⁵ “Measure 3: Responsibility for online marketing. IOSCO members should require, subject to a jurisdiction’s laws and regulations, that management assumes responsibility for the accuracy of the information provided to potential investors on behalf of the firm, including those provided via various social media channels, including influencers, and the timely disclosure of necessary information regarding potential risks and conflicts of interest to avoid potential financial consumer harm.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O referido estudo aponta o uso do marketing de influência como a principal tendência para anunciar produtos e serviços financeiros⁶. Reconhece como preocupação os casos em que as estruturas de remuneração dos influenciadores não são totalmente transparentes e recomenda que, nesses casos, os reguladores devam considerar a possibilidade de exigir total transparência sobre a remuneração que as instituições fornecem aos influenciadores por sua publicidade via mídias sociais.

2.3. Autorregulação

Em sintonia com o tema da atuação de influenciadores no comportamento e na decisão de investimento por investidores nos mercados de capitais e financeiro, a ANBIMA e a BSM Supervisão de Mercados (“BSM”) publicaram, respectivamente, regras e orientações a serem observadas por instituições ao contratarem influenciadores para publicidade de produtos de investimento.

O normativo publicado pela ANBIMA, em vigor desde de 13 de novembro de 2023, estabelece as regras e os procedimentos que devem ser observados pelas instituições participantes na contratação de influenciadores digitais ou de agências que façam essa contratação para a realização de publicidades de produtos de investimentos, serviço de intermediação no exterior ou atividade de distribuição nos termos estabelecidos pelo Código ANBIMA de Autorregulação para Distribuição de Produtos de Investimentos.

Em síntese, as regras e procedimentos abordam os seguintes aspectos:

- (i) conteúdo mínimo de contrato celebrado com influenciadores;
- (ii) responsabilidades perante a publicidade divulgada pelo influenciador digital contratado;
- (iii) quando aplicável, verificação da existência de autorizações e certificações necessárias para o exercício de atividades reguladas; e
- (iv) regras sobre manutenção de arquivos.

A nota de orientação da BSM aos participantes dos mercados organizados administrados pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”), publicada em setembro de 2023, tem o propósito de orientar os participantes a implementarem procedimentos e controles na contratação direta ou indireta de influenciadores, no que tange a transparência da contratação, o monitoramento da atuação e o endereçamento de denúncias.

⁶ IOSCO, “Report on Retail Distribution and Digitalisation” – outubro de 2022 - gráfico 6, página 17 – disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD715.pdf>



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

3. Questões de especial interesse sobre a atuação dos influenciadores de finanças e investimentos

O contexto em que se inserem os influenciadores, em especial, (i) pelo seu alcance e sua participação no lançamento e divulgação de produtos e serviços financeiros e (ii) pela tendência de crescimento da utilização do marketing de influência por meio de plataformas de mídias e redes sociais para publicidade, seja esta direta ou indireta, inclusive no âmbito do mercado de valores mobiliários, recomenda que iniciativas regulatórias sejam adotadas pela CVM.

É oportuno enfatizar que a intenção da CVM não é regular diretamente os influenciadores financeiros como se estes exercessem atividade privada singular que, **per se**, se submetesse à regulação estatal. Contudo, ressalta-se que os princípios fundamentais para a regulação do mercado de capitais não devem variar em função do uso de um meio de comunicação em particular.

Assim, por meio desta consulta pública a CVM propõe, considerando em conjunto o interesse de todos os agentes envolvidos, explorar opções regulatórias associadas a três aspectos principais:

(i) **Contratação e Transparência** – regras de conduta a serem observadas quando do estabelecimento de parcerias de agentes diversos do mercado de valores mobiliários, como emissores, distribuidores, gestores, analistas, intermediários, com influenciadores digitais para promoção de seus serviços ou de valores mobiliários específicos por eles emitidos, distribuídos, analisados ou intermediados;

(ii) **Promoção e divulgação de conteúdos por meio de plataformas de mídia e redes sociais** – possíveis atualizações regulatórias para modernizar as normas existentes no tocante às atividades reguladas pela CVM, isto é, as alterações regulatórias apropriadas para atualizar as cautelas necessárias quando da divulgação de informações e realização de promoção por meio de plataformas de mídias e redes sociais; e

(iii) **Influenciadores atuando como analista de valores mobiliários** – tratamento regulatório adequado à atuação de influenciadores digitais ao se manifestarem sobre valores mobiliários específicos, quando tais profissionais tenham, ou não, autorização para atuar como analista de valores mobiliários.

3.1. Contratação e Transparência

Em razão do seu poder de influência e do número expressivo de seguidores, é natural que influenciadores sejam contatados por participantes regulados do mercado de valores mobiliários para o



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

estabelecimento de parcerias visando à promoção de produtos e serviços relacionados ao mercado de capitais.

Em recente ação de supervisão conduzida pela SSR foi constatado que mais de 1/3 (um terço) do universo de instituições objeto da referida ação já haviam contratado influenciadores para promover sua imagem institucional e sua plataforma de serviços e de produtos financeiros.

O atual cenário impõe desafios regulatórios e de supervisão, tendo em vista a tendência do aumento da participação de influenciadores na jornada do investidor e de possíveis conflitos de interesse originados na relação destes influenciadores com participantes regulados do mercado de capitais.

Assim, tendo em vista a recomendação contida no estudo de AIR de imposição de um regime de transparência para as relações comerciais entre agentes regulados e influenciadores, explora-se, a partir de questionamentos específicos, a forma mais adequada de implementá-la.

Espera-se que os agentes regulados, ao contratarem influenciadores digitais para promoção de qualquer campanha comercial ou parceria, observem determinadas normas de conduta para que o conteúdo veiculado não configure alguma infração à norma vigente e não induza os investidores a erro.

Portanto, **(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?
- ii. Aprovação prévia dos materiais produzidos e divulgados pelos influenciadores, na condição de contratados? Existiriam casos em que a prévia aprovação não seria aplicável?
- 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?
- iv. Asseguração de que, sempre que exercer atividades privativas de agentes regulados, o influenciador a ser contratado seja autorizado a exercer tais atividades?



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

- v. Monitoramento do cumprimento do contrato e comunicação à CVM e às entidades autorreguladoras de condutas que possam configurar indício de infração às normas emitidas pela CVM ou pelas entidades autorreguladoras, mantendo registro das evidências encontradas?
- vi. Quais outras condutas devem ser observadas pelos agentes regulados contratantes?

Em relação à transparência sobre ações patrocinadas, as formas de remuneração e potenciais conflitos de interesse, a CVM tem especial interesse em receber comentários sobre as seguintes questões:

- 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?**
- c) Em situações de existência de vínculos aptos a ensejar conflitos de interesse entre o influenciador e o contratante que seja um agente regulado pela CVM, de quais formas a divulgação dessa informação poderia ser demandada, à luz das preocupações expostas na pergunta “b”?**
- 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?
 - 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?
 - iii. Quais seriam as informações necessárias para promover a adequada transparência da existência dessas relações?
- e) Há outros tópicos relevantes diretamente relacionados à demanda de transparência que devam ser objeto de eventual reflexão por parte da CVM?**



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

3.2. Promoção e divulgação de conteúdos por meio de plataformas de mídia e redes sociais

Esta seção do Edital se dedica a explorar possíveis aprimoramentos nas regulações específicas de atividades reguladas pela CVM com o intuito de atualizá-las para as situações em que os agentes por elas alcançados, bem como seus administradores, promovam diretamente seus produtos, serviços e atividades por meio de plataformas de mídia ou redes sociais.

A divulgação de conteúdo por parte de agentes regulados pela CVM já é objeto de regulamentação específica no que tange às cautelas necessárias quando da divulgação de conteúdos, especialmente, mas não necessariamente, os promocionais. A regulamentação tem por objetivo proteger os investidores de informações falsas e que possam induzi-los a erro.

Essas normas específicas, que variam dentre os diversos agentes regulados pela CVM, costumam exigir que a informação divulgada seja verdadeira, completa, consistente, que não induza o investidor a erro, bem como que seja disseminada em linguagem simples, clara, objetiva, serena e moderada, dentre outras características.

Tendo em vista que agentes regulados, tais como intermediários, consultores de valores mobiliários, assessores de investimento, analistas de valores mobiliários e gestores de recursos, devidamente autorizados pela CVM para o exercício de suas atividades, podem utilizar as redes sociais diretamente (sem contratar terceiros) de maneira a promover sua atuação, atraindo para si visibilidade e, potencialmente, novos clientes, surgem questões relacionadas a esta forma de promoção. Sendo assim, a CVM tem especial interesse em receber comentários sobre as seguintes questões:

- f) Quais os cuidados que agentes regulados, em especial intermediários, gestores, assessores de investimento e consultores de valores mobiliários, mas não se limitando a eles, devem observar, em adição aos deveres já previstos em suas regras específicas, ao promoverem campanhas publicitárias por meio de redes sociais?**
- g) Quais são outras oportunidades de aperfeiçoamentos regulatórios para atualizar as normas da CVM à luz de agentes que tenham presença significativa nas redes sociais?**

3.3. Influenciadores atuando como analista de valores mobiliários



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

É válido reforçar que a CVM entende que a disseminação de opiniões sobre valores mobiliários específicos por intermédio de plataformas de mídias e redes sociais, bem como a divulgação de carteiras recomendadas pode caracterizar a atividade de analista de valores mobiliários.

Tal enquadramento ocorre porque, ao contrário das demais categorias de agentes regulados, a opinião do analista não é direcionada para um destinatário específico, mas se destina ao mercado e a todos os investidores indiscriminadamente, ao passo que as demais categorias de agentes regulados, tais como consultores, gestores de carteiras administradas, intermediários e assessores de investimento, precisam, para a adequada prestação de suas atividades reguladas, conhecer o cliente, aplicar o *suitability* e oferecer, assim, um serviço customizado.

3.3.1. Analistas credenciados atuando por meio de plataforma de mídia ou rede social

É possível verificar que analistas credenciados já estão disseminando suas análises e opiniões exclusivamente, ou majoritariamente, por meio de plataformas de mídias e redes sociais, sendo possível considerar muitos deles influenciadores digitais. O conjunto de perguntas adiante, diferente do conjunto anterior que examinou a promoção e divulgação de serviços, se dedica a explorar possíveis aprimoramentos na regulação específica de analistas de valores mobiliários com o intuito de atualizá-la para as situações em que estes exerçam suas funções regularmente, tendo a plataforma de mídia ou rede social como sua principal ou relevante fonte de remuneração. Nesse cenário, a CVM tem especial interesse em receber comentários sobre as seguintes questões:

- 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?**
- 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?**



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

- 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?**
- 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?**

3.3.2. Influenciadores atuando como analistas não credenciados

Ainda que não estejam promovendo algum serviço ou produto relacionado ao mercado de valores mobiliários, isto é, quanto estão disseminando conteúdo próprio sem qualquer relação comercial com entidades do mercado objeto da regulação da CVM, os influenciadores podem, mesmo inadvertidamente, incorrer no exercício da atividade de analista de valores mobiliários.

Isso ocorre, sobretudo, quando os influenciadores divulgam sugestões de composição de carteiras, com indicação de valores mobiliários específicos, ou disseminam opiniões diretas sobre determinado ativo, por meio de análise e eventual recomendação de compra ou venda.

A Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais (SIN), em duas ocasiões, por meio do Ofício-Circular nº 02/2019⁷ e Ofício-Circular nº 13/2020⁸, expôs seu entendimento sobre a atividade de analista de valores mobiliários e dispositivos da, então vigente, Instrução CVM nº 598 (“ICVM 598”), atual RCVM 20, e que traz em seu art. 1º e §§, a seguinte definição:

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

§ 1º Para os fins da presente 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

⁷ Disponível em <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-0219.html>

⁸ Disponível em <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-1320.html>



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

*que possam auxiliar ou **influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento.***

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

No Ofício-Circular de 2019, entre outros tópicos, a SIN destacou que transmissões ao vivo envolvendo valores mobiliários em salas de conversa *on-line*, acompanhamento diário durante o pregão *on-line*, realização de operações ao vivo, comentários sobre tendências de determinada ação, indicação da hora e do momento adequado para comprar ou vender podem ultrapassar o cunho educacional, sobretudo se o agente envolvido realizasse a atividade de forma profissional, e se inserirem no conceito de "relatório de análise".

Da mesma forma, também existiria o referido enquadramento quando há, em relação a valor mobiliário específico, a exposição de análise gráfica ou fundamentalista, a indicação ostensiva de rentabilidade histórica e oportunidades de investimento (por exemplo, momentos de entrada e saída), ou quaisquer outras informações que sejam capazes de influenciar a decisão de sua compra ou venda.

Em adição, no Ofício-Circular de 2020, a SIN explorou o conceito de “caráter profissional”, tendo em vista que somente as pessoas que atuam profissionalmente necessitam de credenciamento para o exercício da atividade de analista de valores mobiliários.

Assim, esclareceu que, além da habitualidade, caracterizam o serviço profissional a obtenção, de forma recorrente, de quaisquer benefícios, remunerações ou vantagens na exposição de suas opiniões sobre valores mobiliários específicos, incluindo, além da cobrança de taxas de assinatura, mensalidades e anuidades, até mesmo as receitas indiretas auferidas em função dos acessos de terceiros, isto é, aquelas que usualmente são recebidas em função do tempo de visualização e número de acessos ao conteúdo produzido.

No mesmo ofício, a SIN destacou que o uso de avisos como “não se trata de recomendação de investimento”, “são opiniões apenas pessoais” ou com conteúdo semelhante não teriam poder de, por si apenas, descaracterizar o serviço de análise de valores mobiliários caso se constatassem indícios do



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

exercício profissional da atividade, sendo necessário ponderar tais expressões com a linguagem utilizada nas manifestações realizadas a respeito de valores mobiliários.

Passados quase 4 (quatro) anos da edição dos referidos Ofícios-Circulares, esta Autarquia ainda recebe consultas com dúvidas, majoritariamente, se conteúdos elaborados e divulgados por influenciadores poderiam ser equiparados a relatórios de análise e ao exercício da atividade de analista de valores mobiliários.

Cabe esclarecer que a oferta e prestação de serviços educacionais que tenham por objetivo ensinar conceitos sobre operações no mercado de valores mobiliários sem que se trate de recomendações de investimento não estão sob regulação da CVM⁹.

Tendo em vista que o meio em que a prestação da atividade sujeita à autorização por parte da CVM ocorre é elemento neutro para fins de sua caracterização e que, por vezes, tais atividades estão sendo realizadas por pessoas naturais ou jurídicas sem correspondente autorização, a Comissão tem especial interesse em receber contribuições do mercado em relação aos seguintes tópicos:

- I) 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?

⁹ No entanto, caso o prestador do serviço se utilize de informações não verdadeiras, como por exemplo ostentar por meio de publicidade resultados positivos com operações em valores mobiliários que não condizem com a realidade, com o intuito de captar investidores para cursos ou mentorias, pode caracterizar, em tese, crime de propaganda enganosa que, apesar de não estar na competência da CVM, poderá ser levado ao conhecimento do Ministério Público para as providências cabíveis.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

- 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?**

Alguns canais ou perfis veiculam conteúdo relacionado a investimentos em valores mobiliários, porém não promovem divulgações com habitualidade e alcance que permitam caracterizá-los como exercendo profissionalmente atividade de análise de valores mobiliários, o que faz com que não estejam sujeitos à regulamentação editada pela CVM. Para lidar com esses casos, a Comissão gostaria de contribuições na linha dos questionamentos abaixo:

- 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?**
- 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?**

4. Encaminhamento de sugestões e comentários

Os participantes não são obrigados a responder todas as questões. As sugestões e comentários devem ser encaminhados, por escrito, até o dia 1º de março de 2024 à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado, pelo endereço eletrônico conpublicasdm0423@cvm.gov.br.

Após o envio dos comentários ao endereço eletrônico especificado acima, o participante receberá uma mensagem de confirmação gerada automaticamente pelo sistema.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Os participantes da consulta pública devem encaminhar as suas sugestões e comentários acompanhados de argumentos e fundamentações, sendo mais bem aproveitados se:

- a) indicarem as perguntas específicas a que se referem;
- b) forem claros e objetivos, sem prejuízo da lógica de raciocínio;
- c) forem apresentadas sugestões de alternativas a serem consideradas; e
- d) forem apresentados dados numéricos, se aplicável.

As menções a outras normas, nacionais ou internacionais, devem identificar o número da regra e do dispositivo correspondente.

As sugestões e comentários que não estejam acompanhadas de seus fundamentos ou que claramente não tiverem relação com o objeto proposto não serão considerados nesta consulta.

Não devem constar na manifestação dados pessoais como inscrição no CPF, telefone, endereço, e-mail ou assinatura, sendo necessário apenas o nome do autor da manifestação.

As sugestões e comentários serão considerados públicos e disponibilizados na íntegra, após o término do prazo da consulta pública, na página da CVM na rede mundial de computadores – www.gov.br/cvm > Assuntos > Normas > Audiências e Consultas Públicas > Consulta Pública SDM 04/23.

Rio de Janeiro, 30 de novembro de 2023.

(Assinado eletronicamente por)

JOÃO PEDRO BARROSO DO NASCIMENTO
Presidente

(Assinado eletronicamente por)

ANTONIO CARLOS BERWANGER
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado