

São Paulo, 1º de março de 2024

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar, Centro

CEP 20050-90, Rio de Janeiro – RJ

At.: Sr. Antonio Carlos Berwanger

Enviado via e-mail para: conpublicaSDM0423@cvm.gov.br

RE.: EDITAL DE CONSULTA PÚBLICA SDM Nº 04/23

EMPIRICUS RESEARCH PUBLICAÇÕES S.A., inscrita no CNPJ/MF sob o nº 11.431.155/0001-07, com sede na Av. Brigadeiro Faria Lima, 3477, 10º Andar, Torre B, conjunto 101, Itaim Bibi, em São Paulo, Estado de São Paulo, por seus diretores abaixo assinados (“Empiricus”), apresenta suas sugestões e comentários ao Edital de Consulta Pública nº 04/23 (“Edital SDM 04/23”), elaborado por esta D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), com o objetivo de convidar os participantes de mercado a apresentar manifestações sobre as opções regulatórias relacionadas com a atuação de influenciadores digitais sobre o mercado de capitais e eventuais aprimoramentos normativos.

Inicialmente, cumprimos esta R. Comissão pela iniciativa de discutir aprimoramentos regulatórios sobre a atuação dos influenciadores digitais no mercado de capitais, por meio do Edital SDM 04/23. O debate com os participantes do mercado é muito benéfico e contribui para que a CVM, por meio de escuta ativa, avalie o impacto de determinadas atividades sobre determinados segmentos e investidores e proponha soluções que possam contribuir para o desenvolvimento sustentável do mercado de capitais brasileiro.

I. INTRODUÇÃO

Situação atual

1. A atuação dos influenciadores digitais envolve geralmente a colaborações entre eles e empresas que atuam no mercado de capitais, nas quais os influenciadores endossam ou compartilham seus *insights* sobre determinadas ações, oportunidades de investimento ou tendências de mercado.
2. Estes influenciadores, normalmente com um grande número de seguidores em plataformas eletrônicas de redes sociais, exercem influência sobre as opiniões do seu público, criando um canal direto de comunicação com investidores e potenciais investidores.
3. Conforme pesquisa divulgada pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”), em 2020¹, cerca de 73% das pessoas disseram ter aprendido a investir com base em informações de influenciadores nos canais do YouTube, 45% por meio de plataformas *online* e 18% por meio de *podcasts*. Além disso, 73% das pessoas disseram que costumam se informar sobre investimentos na internet, 60% por meio de influenciadores nos canais do YouTube, 36% por meio de redes sociais e 34% por meio de grupos de investimentos no WhatsApp ou Telegram.
4. Dentre as pessoas pesquisadas, 39% (o maior percentual) disseram que utilizam as análises de influenciadores no processo de decisão sobre investimento a realizar, enquanto 23% utilizam análise estruturadas de empresas especializadas, 18% utilizam outras formas ou não fazem análise, 11% seguem orientações de amigos e familiares e 9% seguem orientações de assessores.
5. Tais números demonstram como as redes sociais e, por extensão, os influenciadores se tornaram fonte de informação para pessoas que buscam começar a investir no mercado de capitais, bem como o impacto que os influenciadores digitais podem causar nos preços de valores mobiliários, em particular o das ações.
6. Adicionalmente, as mídias sociais permitiram que os influenciadores passassem a compartilhar informações e estratégias de investimento em tempo real. De um lado,

¹https://www.b3.com.br/data/files/DE/47/57/09/B3866710D32004679C094EA8/Pesquisa%20PF_Apresentacao_final_11_12_20.pdf

este imediatismo é positivo, pois proporciona, aos investidores, informações atualizadas e a oportunidade de capturar, rapidamente, as tendências de mercado.

7. Em contrapartida, tal imediatismo resultar em oscilações atípicas no preço das ações, beneficiando investidores, inclusive influenciadores digitais, que queiram atuar de forma irregular – por exemplo, com manipulação de preço – no mercado para obter lucros indevidos. Uma das formas de fazer isso é por meio do esquema conhecido como *pump-and-dump*, que consiste em inflar artificialmente a cotação das ações pela divulgação de informações enganosas e posteriormente vender tais ações, obtendo um lucro indevido.

8. Não se está aqui a dizer que a oscilação atípica no preço das ações foi criada e desenvolvida por atuação de influenciadores. Tanto é assim que uma das primeiras regulações da CVM – a Instrução CVM 8, de 1979 (cujo tema atualmente é regulado pela Resolução CVM 62) – já trata deste tema. O ponto que quer trazer, aqui, é o efeito imediato de determinadas recomendações, em mídia social, sobre o preço de ações, e a oportunidade de ganho indevido que estas recomendações podem gerar para determinados influenciadores digitais.

Influenciadores e a regulação

9. Com as atuais características do nosso mercado, com as taxas de juros em patamares ainda altos, há, no País, maior interesse nos produtos de renda fixa convencionais e baixo crescimento dos volumes negociados ou de novos entrantes na bolsa, com a conseqüente redução do número de *players* regulares envolvidos na análise de valores mobiliários e levando a uma indesejada concentração — não à toa, algumas casas de análise têm fechado, outras acabam compradas ou incorporadas.

10. Esses *players*, devidamente treinados, certificados, credenciados e regulados, enfrentam hoje a concorrência de influenciadores digitais não regulados e que atuam de forma irregular, que atuam em “salas de *trade*”, inclusive mediante remuneração, nas quais se apresenta, ao público, suas próprias negociações, em clara intenção de *influenciar* decisões de investimento.

11. Convém lembrar que a Resolução CVM 20, ao regular a atividade de análise de valores mobiliários, dispõe que:

“Art. 1º (...).

§1º (...) “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.

§ 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.” (grifou-se)

12. Estas previsões, em termos simples, dizem constituir atividade de análise de investimento, sujeita à regulação, qualquer conteúdo desenvolvido por determinada pessoa, em caráter profissional, para auxiliar ou influenciar decisões de investimento, independentemente do meio.

13. O aspecto “profissional” é relevante, aqui, e envolve a percepção de remuneração ou qualquer contrapartida por parte da pessoa que desenvolve a análise – paga tanto por um participante do mercado já sujeito à regulação, quanto diretamente em favor do influenciador (sem a intermediação de um participante regulado). É por essa razão, também, que a visibilidade do investidor sobre eventuais conflitos de interesse, que é tema tratado na Resolução CVM 20, é fundamental para o investidor entender os estímulos econômicos daquela pessoa que desenvolveu conteúdo para “auxiliar” ou “influenciar” sua decisão.

14. Nas comunicações editadas até esse momento, a CVM, a B3 e a ANBIMA procuraram tentar distinguir, por meio de orientações mais gerais, a atividade de influenciadores regulada daquela que não é regulada. Em geral, com base nestas manifestações, não é possível traçar, com absoluta clareza, uma divisão de quais são as situações em que uma se aplica e a outra não se aplica.

15. E entendemos perfeitamente a linguagem adotada nestas manifestações, que foi também para permitir, ao regulador e aos autorreguladores, o estudo do tema com

mais afincos e a obtenção de informações do mercado para, então, editar a regulação, sem impactar o desenvolvimento da atividade do influenciador.

16. Essa dificuldade de diferenciar uma atividade regulada de outra reside, em nossa visão, no fato de que, em geral, a regra é que a atividade do influenciador digital é regulada, sobretudo quando ele atua de forma autônoma, sem a vinculação a um agente já regulado.

17. Isso porque o influenciador digital realiza, no mais das vezes, recomendações teóricas de investimento ou apresenta sua carteira própria para demonstrar desempenho histórico e realizar prognósticos. O efeito dessa atividade é uma análise, independentemente da nomenclatura dada ou do meio que se utilize. Por essa razão, está sujeito à regulação e supervisão da CVM, em especial a Resolução CVM 20.

18. É evidente que a regulação, ao ser editada, deverá distinguir a atividade do influenciador que: **(i)** é contratado por um agente regulado (“Influenciador Contratado”), porque, neste caso: (a) será esperado, de um lado, um papel de *gatekeeper* deste agente regulado (que, diga-se, não poderá implicar responsabilidade integral sobre a atividade do influenciador), e, de outro, a responsabilidade do influenciador pelo conteúdo da informação transmitida; e (b) a atividade do influenciador não será a mesma de um analista de valores mobiliários, necessariamente; e **(ii)** atua sem esta intermediação e de forma autônoma (seja a pessoa natural ou pessoa jurídica), caso em que o influenciador será, em regra, um analista de investimento (“Influenciador Autônomo”)². Aliás, a ANBIMA e a BSM editaram suas regras com base nesta distinção, conforme, respectivamente, as “*Regras e Procedimentos de Contratação de Influenciadores Digitais*” (“RP ANBIMA”) e a “*Nota de Orientação 20/2023*” (“Nota de Orientação 20/2023”).

19. Outro desafio, na regulação, será estabelecer regras próprias para a atividade de influenciador, sobretudo sob a perspectiva de seu *enforcement*, sem que se impacte, negativa e materialmente, o efeito positivo que esse profissional causou e causa, no mercado, consistente na democratização das opções de investimento para o público em geral. Por essa razão, conforme se verá a seguir, somos favoráveis à criação, de forma prudente, de elementos normativos que, temporariamente, tenham

² É evidente que um mesmo influenciador poderá produzir conteúdo próprio ou sob contrato com um agente regulado. A distinção aqui é importante pelo foco que a regulação conferirá a uma e a outra atividade.

o objetivo de reduzir o perímetro de supervisão da CVM, de que são exemplos critérios quantitativos para aferição da remuneração e o *safe harbor*.

II. COMENTÁRIOS AO EDITAL SDM 04/23

Apresentamos, abaixo, nossas sugestões e comentários ao Edital SDM 04/23:

3.1. Contratação e Transparência

“(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?

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?”

Resposta Empiricus

A criação de normas demasiadamente restritas aos contratantes, combinada com a ausência de regulação específica dos influenciadores³, poderá agravar ainda mais os problemas verificados atualmente ao transferir toda a responsabilidade para os participantes do mercado, que já atuam dentro dos limites da regulação. Isso também poderá resultar em um aumento expressivo de custos para os contratantes. Portanto, conforme se verá a seguir, propomos um caminho intermediário, que reconheça o papel de *gatekeeper* na atuação do contratante, porém atribua ao influenciador a responsabilidade primária pelo conteúdo da informação transmitida.

Conflito de interesses

“1.3. Formas de divulgação da relação contratual existente entre o Participante e o Influenciador

(...)

São exemplos, não exaustivos, de formas consideradas adequadas de divulgação do vínculo contratual entre Influenciadores e Participantes:

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.

As diretrizes dispostas nos subitens “I” a “III” acima não se aplicam a materiais publicitários:

I. divulgados pelos próprios Participantes, contanto que a identificação da autoria seja explícita e fique clara mesmo nos casos de repostagem do conteúdo por terceiros; e

³ Não se está a dizer, aqui, que a Resolução CVM 20 não é aplicável aos influenciadores. Ela em regra o é.

II. em campanhas publicitárias em que não haja menção pelo Influenciador de produtos do Participante, de que são exemplos ações de marketing e divulgação, em que o objetivo é meramente dar visibilidade à logomarca do Participante ou contratações de espaço publicitário em canal do Influenciador, por meio de publicidade indireta.

(...)

No momento da contratação do Influenciador, é recomendável que o Participante solicite informações sobre eventuais vínculos do Influenciador com emissores de ativos ou com qualquer outro Participante do mercado de capitais ou financeiro, e que sejam vínculos aptos a ensejar materialização de conflitos de interesse.

Conhecida essa informação, é recomendado que o contrato entre Participante e Influenciador preveja sua divulgação no site do Participante e nos perfis em redes sociais dos Influenciadores, sempre que possível e conforme características do veículo de comunicação utilizado. A divulgação dessa informação permite que os investidores façam sua própria avaliação quanto ao possível viés das opiniões manifestadas pelo Influenciador.

Aprovação prévia de materiais

Parece-nos difícil ao agente regulado analisar e opinar sobre qualquer material elaborado pelo influenciador, porque parte do material pode não estar sujeita ao objeto do contrato entre eles, além de existir um nível de subjetividade nas mensagens preparadas pelo influenciador digital. Em adição, a CVM pede manifestação sobre materiais que não necessitariam de aprovação prévia, o que, por um lado, é positivo para o agente regulado, porque ele se afastaria a priori do conteúdo perante o regulador; ao mesmo tempo, ao se vincular seu nome ao influenciador em um material que não tenha analisado previamente, pode se expor perante o mercado.

Mesmo com esse risco de exposição, entendemos que o agente regulado deveria ser responsável pela análise apenas de materiais elaborados no âmbito do contrato com o influenciador digital, sendo que qualquer material elaborado pelo influenciador digital fora do objeto do contrato celebrado entre eles não deveria, em nenhuma hipótese, ser objeto de análise ou gerar alguma responsabilidade para o agente regulado.

Linguagem

A regulação e a autorregulação tratam da linguagem nos seguintes termos: (i) na Resolução CVM 20, exige-se que o relatório utilize linguagem “*serena e moderada*”; e (ii) a BSM exige que o agente contratante examine o material para que ele não contenha linguagem “*pouco clara ou dúbia*”. Entendemos que os comandos, acima indicados, são complementares e podem ser adotados na regulação a ser editada, pois o primeiro busca evitar a ênfase em aspectos exclusivamente positivos (o foco é no viés), ao passo que o segundo determina um texto direto (o foco é na mensagem).

Monitoramento do contrato

Parece-nos salutar o caminho adotado pela BSM, para a figura do Influenciador Contratado, ao criar um canal de denúncia pelo agente regulado, já existente na autorregulação, com a finalidade de receber “*informações fundamentadas e relacionadas a possíveis irregularidades observadas por investidores, indicando explicitamente que referido canal pode ser utilizado no caso de irregularidades relacionadas à atuação de Influenciadores contratados pelo Participante*”.

Para o Influenciador Autônomo, entendemos que, na medida em que inexistirá contrato com um agente regulado, sua atividade será a de um analista de valores mobiliários, sujeita integralmente às disposições da Resolução CVM 20 (com os ajustes decorrentes da atualização normativa), sem necessidade de monitoramento do contrato por um agente regulado.

“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?”

Resposta Empiricus: Qualquer contrato entre os agentes regulados e os influenciadores digitais deve conter a obrigação do influenciador de explicitar, em suas publicidades, de forma clara, que se trata de uma publicidade e o nome dos agentes regulados que o contrataram. Como são consideradas válidas a menção verbal ou escrita na própria publicidade ou, ainda, a adição de *hashtags* mencionando minimamente que se trata de publicidade e vinculando aos agentes regulados (#parceria e #nomedainstituição), não haveria impeditivo para o cumprimento de tal menção, verbal ou escrita, frente as preocupações expostas pelo enunciado da

questão, conforme inclusive já prevê o artigo 35⁴ do documento de Regras e Procedimentos do Código de Distribuição de Produtos de Investimentos.

A autorregulação ANBIMA também prevê a descrição, no contrato, da remuneração do influenciador digital, ainda que não pecuniária. Entendemos como suficiente que esta informação esteja prevista como obrigatória somente no contrato. Assim, conclui-se que este ponto está suficientemente endereçado pela autorregulação, não sendo necessária a edição de uma nova norma para tratá-lo.

“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”?”

Resposta Empiricus: Observando-se as regras de transparência definidas no artigo 35 do documento de Regras e Procedimentos do Código de Distribuição de Produtos de Investimentos, entendemos como suficiente, inclusive para endereçar a questão

⁴ **Art. 35.** *Sem prejuízo da regulação vigente, o contrato entre os distribuidores e os influenciadores digitais deve conter, no mínimo:*

- I. *Descrição detalhada do escopo e do tipo de publicidade a ser feita, incluindo, mas não se limitando a:
 - a. *Todos os tipos de produtos de investimento de forma geral e não específica que farão parte da publicidade, assim como dos serviços de intermediação no exterior ou atividade de distribuição, quando aplicável;*
 - b. *Quais os meios autorizados para divulgação da publicidade; e*
 - c. *Se o influenciador digital desempenhará atividade que seja regulada.**
- II. *Obrigações de o influenciador digital exercer as ações de publicidade com boa-fé, transparência e diligência, empregando o cuidado que toda pessoa prudente e diligente costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, evitando conflitos de interesse, concorrência desleal e zelando pelo cliente;*
- III. *Número de inserções a serem feitas nas mídias sociais e sua periodicidade, quando aplicável;*
- IV. *Obrigações de o influenciador digital explicitar em suas publicidades, de forma clara, que se trata de publicidade de produtos de investimento, serviços de intermediação no exterior ou atividade de distribuição, conforme aplicável, e o nome dos distribuidores que o contrataram;*
- V. *Descrição da remuneração do influenciador digital, ainda que a remuneração seja não pecuniária;*
- VI. *Obrigações de o influenciador digital desempenhar suas funções no limite estabelecido pelo contrato;*
- VII. *Procedimento que será adotado pelos distribuidores para monitorar a atuação do influenciador digital, de modo a garantir que o disposto no contrato, assim como neste normativo, conforme aplicável, seja cumprido; e*
- VIII. *Vigência do contrato, especificando se a contratação é por prazo determinado ou indeterminado.*

§1º. *Para fins do disposto no inciso IV do caput, será considerada válida a menção verbal ou escrita na própria publicidade ou, ainda, a adição de hashtags mencionando minimamente que se trata de publicidade e vinculando aos distribuidores (#parceria e #nomedainstituição).*

§2º. *Observada a regulação aplicável à proteção de dados pessoais, os distribuidores devem disponibilizar e manter atualizada para a ANBIMA a relação dos influenciadores digitais contratados.*

enunciada à luz das preocupações expostas na pergunta “b” acima, a manutenção da obrigação, prevista em contrato, de os influenciadores digitais exercerem ações de publicidade com boa-fé, transparência e diligência, evitando conflitos de interesse, concorrência desleal e zelando pelo cliente.

“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?”

Resposta Empiricus

Divulgação da relação de influenciadores contratados

Entendemos salutar a divulgação, por cada agente regulado, dos influenciadores com quem mantém contrato ou nos quais possui participação societária. Ao mesmo tempo, esta divulgação mostra a todo mercado a estratégia de cada agente regulado, o que pode prejudicar os agentes maiores ou com perfil mais ativo e inovador. Por essa razão, parece-nos que essa divulgação completa deveria ser enviada apenas à CVM e, talvez, ao autorregulador (BSM ou ANBIMA, por exemplo), ao passo que, para o público, a divulgação deveria se referir apenas aos influenciadores em que o agente regulatório é sócio.

Quem deverá divulgar

Todos os agentes regulados deveriam se submeter à mesma regra, pois será difícil qualificar o que seria “uso mais intenso”, como pede a CVM.

Informações a serem divulgadas

Os agentes regulados são responsáveis pelos conteúdos publicitários sobre a atividade de distribuição e/ou produtos e serviços relacionados ao mercado de valores

mobiliários divulgados por meio de plataformas digitais de comunicação por pessoas vinculadas a eles – conforme definição de pessoa vinculada dada pela [Resolução CVM 35/2021](#) –, em seus perfis próprios de usuário. Desse modo, sugerimos à CVM exigir a divulgação da natureza do vínculo entre o distribuidor e a pessoa que realiza a divulgação do conteúdo publicitário - por exemplo, por meio da menção, na descrição do perfil de usuário (“bio”), na respectiva plataforma digital ou rede social, da posição que ocupa como preposta do intermediário (exemplo: CEO, Sócio etc.), o que contribuiria para distingui-los dos influenciadores digitais.

“e) Há outros tópicos relevantes diretamente relacionados à demanda de transparência que devam ser objeto de eventual reflexão por parte da CVM?”

Resposta Empiricus

[Um dos temas mais importantes na transparência – que tem relação com conflito de interesses – tem relação com os investimentos que o influenciador faz ou fez relacionados com os valores mobiliários sobre os quais ele opina ou, mesmo sem formalmente opinar, com relação aos quais o influenciador demonstra determinado desempenho em sua carteira.

Por essa razão, entendemos que o artigo 13⁵, da Resolução CVM 20, deveria ser aplicável aos influenciadores – ou ao menos seus incisos I a V e VIII -, contratados ou

⁵ Art. 13. É vedado ao analista de valores mobiliários, pessoa natural e jurídica, bem como aos demais profissionais que efetivamente participem da formulação dos relatórios de análise:

I – emitir relatórios de análise com a finalidade de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida;

II – omitir informação sobre conflito de interesses nas informações e comunicações de que trata o art. 14, nos relatórios de análise e em qualquer meio em relação ao qual o analista se manifeste sobre o relatório de análise;

III – negociar, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, valores mobiliários objeto dos relatórios de análise que elabore ou derivativos lastreados em tais valores mobiliários por um período de 30 (trinta) dias anteriores e 5 (cinco) dias posteriores à divulgação do relatório de análise sobre tal valor mobiliário ou seu emissor;

IV – negociar, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, valores mobiliários objeto dos relatórios de análise que elabore ou derivativos lastreados em tais valores mobiliários em sentido contrário ao das recomendações ou conclusões expressas nos relatórios de análise que elaborou por:

a) 6 (seis) meses contados da divulgação de tal relatório; ou

b) até a divulgação de novo relatório sobre o mesmo emissor ou valor mobiliário, caso ocorra antes do prazo referido na alínea “a”;

V – participar, direta ou indiretamente, em qualquer atividade relacionada a oferta pública de distribuição de valores mobiliários, incluindo:

a) esforços de venda de produto ou serviço no âmbito do mercado de valores mobiliários; e

b) esforços para angariação de novos clientes ou trabalhos;

não, na medida em que estes profissionais efetivamente influenciam decisões de investimento, principalmente de investidores com menor capacidade de escrutínio. Essa sugestão traz como consequência a respectiva supervisão da CVM sobre o tema, como ocorre com os analistas de investimento regularmente sujeitos a essa norma.

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

“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?”

Resposta Empiricus

VI – participar da estruturação de ativos financeiros e valores mobiliários;

VII – participar, direta ou indiretamente, de qualquer atividade ligada à consultoria financeira em operações de fusões e aquisições; e

VIII – divulgar o relatório de análise ou seu conteúdo, ainda que parcialmente, para pessoa que não faz parte da equipe de análise, em especial, o emissor objeto da análise ou cujos valores mobiliários sejam objeto da análise, antes de sua publicação, divulgação ou distribuição por meio dos canais adequados.

§ 1º O disposto nos incisos III e IV do **caput** não se aplica às negociações com cotas de fundos de investimento, exceto se:

I – o analista de valores mobiliários puder influenciar, direta ou indiretamente, a administração ou gestão do fundo; ou

II – o fundo concentre seus investimentos em setores ou empresas cobertos pelos relatórios produzidos pelo analista de valores mobiliários.

§ 2º O disposto no inciso V do **caput** não se aplica a atividades do analista de valores mobiliários que tenham por objetivo a educação dos investidores, desde que:

I – o analista de valores mobiliários utilize relatórios de análise sem a indicação de recomendação;

II – o analista de valores mobiliários não se comunique com os investidores na presença de qualquer pessoa ligada à área de distribuição de produto ou serviço ou ao emissor; e

III – a pessoa jurídica a que o analista de valores mobiliários esteja vinculado tenha registros, por escrito, dos investidores que participaram da atividade de educação do investidor.

§ 3º O disposto no inciso VIII do **caput** não se aplica:

I – aos casos em que as partes factuais do relatório tenham sido divulgadas a terceiros com o objetivo de verificar a veracidade das informações ali contidas; e

II – à revisão por assessores jurídicos e pela área de controles internos.

§ 4º O disposto nos incisos III, IV, V, VI e VII do **caput** não se aplica às operações e atividades realizadas por outros departamentos da pessoa jurídica, desde que seja assegurada a segregação das atividades em relação ao departamento de análise.

Entendemos que este item está coberto pelo documento Regras e procedimentos previstos na autorregulação ANBIMA e deveria assim se manter.

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?

Resposta Empiricus: Pedimos considerar, para este item “g”, os mesmos comentários do item “f”, acima.

3.3. Influenciadores atuando como analista de valores mobiliários

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

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?

Resposta Empiricus

Por mais que o artigo 1º, §2º, e o Ofício Circular esclareçam que o relatório de análise independe de sua forma – escrita ou não –, o fato é que as demais disposições normativas mantêm o vínculo com a escrita. A mesma a expressão “relatório” pressupõe a forma escrita, em alguma medida.

Portanto, sem que esse seja entendido como nosso principal comentário, sugerimos a substituição, na norma, da expressão “*relatório de análise*” por “*conteúdo de análise*” ou “*material de análise*”, com preferência para a última, até porque, na língua inglesa “*research material*” é comumente utilizado.

Em particular, o Capítulo V, da Resolução CVM 20, deveria ser ajustado para adaptar as exigências ali constantes a uma divulgação por rede social ou plataforma eletrônica.

No passado, quando as ofertas de ações ganharam maior relevância, o evento disruptivo foi a utilização de anúncios em televisão para a sua divulgação. Em vez de proibir esses anúncios, a CVM optou por permiti-los, com a exigência de alertas sobre os fatores de risco e a recomendação de leitura do prospecto.

Algo semelhante poderia ser feito com o uso de redes sociais e plataformas digitais, com as adaptações evidentes. Assim, por exemplo, pode-se passar a exigir, antes e/ou após o conteúdo ser disponibilizado, a inclusão de uma série de *disclaimers* de forma escrita ou lida, nos termos da Resolução CVM 20.

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?

Resposta Empiricus: Sem considerações.

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?

Resposta Empiricus

Sim. Por mais que o artigo 1º, §2º, e o Ofício Circular esclareçam que o relatório de análise independe de sua forma – escrita ou não –, o fato é que as demais disposições normativas mantêm o vínculo com a escrita. E mesmo a expressão “relatório” pressupõe a forma escrita, em alguma medida. Portanto, sugerimos a substituição, na norma, da expressão “*relatório de análise*” por “*conteúdo de análise*” ou “*material de análise*”, com preferência para a última, até porque, na língua inglesa “*research material*” é comumente utilizado.

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?

Resposta Empiricus

A transparência pode ocorrer da seguinte forma:

- (i) Na página principal do analista na rede social, em seu *website* e/ou em plataforma digital, incluir a seguinte frase: “*Analista de valores mobiliários, credenciado junto à [=] e sujeito à regulação da CVM e à autorregulação*”.
- (ii) Em cada conteúdo disponibilizado, incluir, para nomear o arquivo, o título: “*Material de Análise – [Nome do Analista] – [Tema] – [Data]*”.

3.3.2. Influenciadores atuando como analistas não credenciados

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?

Resposta Empiricus

Introdução

Concordamos que o caráter profissional, previsto na norma, advém da habitualidade e, principalmente, da remuneração percebida pela pessoa (natural ou jurídica), independentemente da forma de que ela se reveste.

Afinal de contas, o principal elemento a ser analisado para determinar o caráter profissional é a existência de *“quaisquer benefícios, remunerações ou vantagens que se obtenham, de forma recorrente, na oferta dessas recomendações, envolva ou não diretamente numerários, como, por exemplo, a cobrança de taxas de assinatura ou adesão, mensalidades ou anuidades, receitas indiretas recebidas em função dos acessos de terceiros, ou quaisquer outras, que assim, podem atrair a competência da CVM e demarcar esse caráter profissional da atividade”*⁶.

Adicionalmente, consideramos importante reforçar a orientação, ao mercado, em sintonia com os itens 7, 8 e 9 do Ofício-Circular CVM/SIN 13/2020

⁶ Ofício-Circular nº 13/2020/CVM/SIN.

“7. Importante alertar que utilizar as redes sociais para se manifestar sobre valores mobiliários, ainda que em caráter não profissional, pode constituir infração administrativa prevista na Instrução CVM nº 8/79 e sujeita às penas previstas no artigo 11 da Lei nº 6.385/76, caso tenha por objetivo criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipular preços, realizar operações fraudulentas ou viabilizar práticas não equitativa, para tentar auferir vantagem para si ou para terceiros, sem prejuízo de poder configurar em tese crime contra o mercado de capitais, nos termos do artigo 27-C da Lei nº 6.385/76.

8. Convêm também 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 CVM. 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.

9. Nesse contexto, não custa lembrar que a elaboração de relatórios de análise de forma profissional é atividade privativa dos analistas de valores mobiliários credenciados na forma da Instrução CVM 598, e a atuação sem o devido registro pode ensejar a aplicação de medidas administrativas, como a edição de Deliberação de Stop Order determinando a imediata cessação das atividades e a cominação de multas cominatórias pelo seu descumprimento, se for o caso; e, no limite, a instauração de processos administrativos sancionadores pela área técnica.”

Isso contribuiria para que os clientes tenham acesso às melhores informações para tomarem suas decisões de investimento e aceitem recomendações e orientações de profissionais habilitados para desempenhar funções que se confundam com consultoria, análise ou assessoria, que são reguladas pela CVM, mesmo quando os influenciadores não desempenham suas atividades como contratados de entes regulados.

Critério quantitativo da remuneração

Será um desafio fixar, em norma, elementos quantitativos para aferir se determinada atividade é, ou não, profissional, para assim fazer incidir a supervisão da CVM. Até porque o critério quantitativo é facilmente ajustável se o interesse da pessoa for não se sujeitar à regulação, sobretudo se o critério adotado envolver valores por determinado período.

Por outro lado, ao se estabelecer um critério quantitativo, o efeito natural será o de afastar da regulação profissionais que, em tese, deveriam ser regulados e que, com a regra, não estarão a ela sujeitos. Talvez a criação normativa de um critério quantitativo possa, em conjunto com o *safe harbor*, servir de base para que a CVM possa melhor utilizar seus recursos (financeiros e humanos) na supervisão de atividades com maior relevância e impacto no mercado, no contexto de sua Supervisão Baseada em Risco. Aliás, somos sensíveis ao fato de que, na supervisão de conteúdos em redes sociais e plataformas digitais, tão importante quanto a regulação é a supervisão ou *enforcement*.

Sem o segundo elemento, a efetividade da disciplina da CVM sobre *influencers* será comprometida, sobretudo quando há pulverização de agentes regulados, uso crescente de tecnologia e dificuldade em se estabelecer cada jurisdição a partir da qual o agente atua. Portanto, embora em uma primeira análise conceitual sejamos contrários, o critério quantitativo pode ser, pragmaticamente, a solução temporária para que o *enforcement* com a estrutura existente.

O mesmo efeito pode ser obtido a partir do estabelecimento de uma quantidade mínima (ou média) de “*followers*” do profissional, ou “*views*” de determinado conteúdo divulgado (*post*). Essa quantidade mínima seria, grosso modo, uma *proxy* da remuneração do influenciador e talvez com isso se atinja o objetivo de priorização de profissionais com maior impacto.

Habitualidade da remuneração

Já estabelecer critérios para a habitualidade pode ser algo desafiador, porque pessoas que queriam continuar a atuar à margem da regulamentação poderão, com criatividade, utilizar os prazos e condições específicos para esquivar-se da norma. Até porque seria pouco provável a obtenção de benefícios, remuneração ou vantagem sem a habitualidade, uma vez que o influenciador precisa cativar e manter pessoas interessadas na sua produção de conteúdo.

A adoção de parâmetros quantitativos para indicar os requisitos de habitualidade e de remuneração indireta a fim de determinar o caráter profissional no desempenho de atividades reguladas no mercado de valores mobiliários por influenciadores digitais está sujeita à recorrente manutenção dos critérios adotados, que poderão perder o sentido ao longo do tempo.

Por outro lado, seria importante um esclarecimento e/ou orientação da CVM ao mercado com relação à potencial assimetria que pode ser criada entre os influenciadores que exercem atividades como contratados de entes regulados, e que, portanto, atuam dentro das regras e dos padrões estabelecidos pela regulação e autorregulação que incidem sobre a instituição contratante, e os influenciadores que somente são remunerados de forma indireta, por exemplo, através das plataformas digitais em que divulgam seus conteúdos.

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?

Resposta Empiricus: Sugerimos que a Resolução CVM 20 seja alterada para flexibilizar os requisitos mínimos para concessão e manutenção do credenciamento como analista de valores mobiliários pessoa natural, a fim de substituir a exigência de graduação em curso de nível superior pela conclusão do ensino médio no País ou equivalente no exterior, em sintonia com o que prevê a Resolução CVM 178/2023, que dispõe sobre a atividade de assessor de investimento.

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?

Resposta Empiricus

A vantagem de um *safe harbor* para qualquer norma é eliminar ou mitigar a existência de potenciais contenciosos sobre determinadas atividades que podem ser ou tornar-se disfuncionais, porque sua sujeição à norma não é perfeita ou o é sem o efeito desejado.

Já a principal desvantagem é a de se definirem critérios: (i) amplos demais, que se tornam descontos regulatórios atrativos aos regulados e que os estimulem a não

cumprir com a norma, criando-se um problema estrutural, além de poderem resultar na falta de aderência à realidade com o tempo; ou (ii) restritivos demais, caso em que a disfuncionalidade se mantém.

Portanto, no eventual estabelecimento deste *safe harbor*, sugerimos a consideração dessas possíveis desvantagens e sua inclusão, em norma a ser editada ou ofício circular, em conjunto com as orientações ao mercado discutidas nos itens “g)” e “l)” acima.

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?

Resposta Empiricus

No eventual estabelecimento de um *safe harbor* para os influenciadores que estejam em situações limítrofes no que se refere ao enquadramento como analista de valores mobiliários, entendemos que a inclusão, quando aplicável, de avisos informando que os mesmos exercem a atividade de forma não regulada pode ser um recurso interessante, em linha com os avisos constantes no artigo 78 do documento ANBIMA de Regras e Procedimentos do Código de Distribuição de Produtos de Investimentos.

Esperamos que as considerações e sugestões ora apresentadas possam contribuir com os debates acerca dos temas tratados e reiteramos nossos votos de elevada estima e consideração a V. Sas., colocando-nos à disposição para prestar quaisquer esclarecimentos adicionais que eventualmente se façam necessários.

Atenciosamente,

EMPIRICUS RESEARCH PUBLICAÇÕES S.A.

Caio César Arruda Mesquita

Diretor Presidente

Ricardo Rodrigo Marino Tozo

Diretor Jurídico