



São Paulo, 1º de março de 2024

À

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

A/C: Antonio Carlos Berwanger

Ref.: Consulta Pública SDM Nº 04/23

Prezados Senhores,

Em resposta ao convite para participar da Consulta Pública acima mencionada, enviamos alguns breves comentários aos questionamentos anexos à esta manifestação.

Aproveitamos a oportunidade para parabenizar a CVM pela iniciativa de conduzir a Consulta Pública, tendo em vista a relevante oportunidade para que sejam realizados aperfeiçoamentos necessários na regulação do mercado de capitais.

Reiteramos os nossos votos de elevada estima para com V.Sas. e permanecemos ao inteiro dispor da CVM.

Atenciosamente,

Suno S.A. (p. Gabriel Chueke)

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?

Resposta: Poderia ser criada regra obrigando que seja divulgada a relação comercial entre o contratante e o influenciador por ele contratado. Tal regra poderia consistir na divulgação de tal relação por meio de hashtags (ou outras formas de identificação), bem como que conste no contrato entre essas partes a obrigação de o influenciador explicitar tal relação. No entanto, tal regra deveria prever que a divulgação pode ser cumprida não apenas com a divulgação em cada mensagem do influenciador, mas também por meio de indicação na "bio" ou similar do perfil na rede social do influenciador. Isso é especialmente relevante para o caso de influenciadores que tem relações de longo prazo com agentes regulados, sejam parcerias contratuais, posição societária ou outras.

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

Resposta: Tornar obrigatória a aprovação prévia dos materiais produzidos e divulgados pelos influenciadores, na condição de contratados, não seria adequado. Primeiro em razão de reduzir a velocidade em que conteúdos podem ser produzidos e divulgados. Segundo, a necessidade de revisão prévia resultaria em aumento substancial de custos para os contratantes, inclusive considerando o volume de conteúdo que pode ser produzido. Terceiro, essa exigência poderia inviabilizar certos formatos de conteúdo, como transmissões ao vivo, que dependem de interações em tempo real e não permitem revisões prévias. Assim, entendemos que tornar a aprovação prévia uma norma de conduta obrigatória é prejudicial à divulgação de informações aos investidores.

- 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?

Resposta: Poderia ser obrigação do contratante incluir no contrato com o influenciador contratado que este deve observar as regras mencionadas neste item "iii".

- iv. Asseguração de que, sempre que exercer atividades privativas de agentes regulados, o influenciador a ser contratado seja autorizado a exercer tais atividades?

Resposta: Poderia ser obrigação do contratante verificar se o influenciador tem a autorização para exercer o escopo a ser contratado previamente à contratação. Também poderia ser obrigatório para o contratante que conste no contrato que o

influenciador é obrigado a manter a referida autorização e exercer o escopo contratado dentro de tal autorização.

- 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?

Resposta: O monitoramento pode ser muito custoso se estabelecido como uma obrigação do contratante checar o conteúdo de todas as postagens, bem como sua eventual repercussão, portanto, sugere-se cautela ao estabelecer regras obrigatórias de monitoramento.

- vi. Quais outras condutas devem ser observadas pelos agentes regulados contratantes?

Resposta: Não temos comentários no momento.

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: Entendemos que a divulgação deveria ser conforme foi sugerido no item 3.1.i. Já as formas de remuneração não deveriam ser divulgadas por se tratar de questão de privacidade individual do influenciador e segredo de negócio do agente regulado. Uma vez explicitada a relação comercial entre o influenciador e o agente regulado, a exposição de informações sobre forma e valor de remuneração, definida entre eles, ao mercado, não traria benefícios adicionais relevantes à transparência.

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: Fazemos referência aos itens acima.

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?

Resposta: A divulgação permanente da relação de influenciadores contratados ou parceiros criaria um encargo operacional de manter tal lista atualizada, o que resultaria em mais custos para os contratantes.

- 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?

Resposta: vide item d(i) acima.

- iii. Quais seriam as informações necessárias para promover a adequada transparência da existência dessas relações?

Resposta: vide item d(i) acima.

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

Resposta: Não temos comentários no momento.

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: Não temos comentários no momento.

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: É oportuno avaliar formas alternativas de inclusão dos avisos legais/disclaimers considerando os formatos atuais de conteúdos em redes sociais. Por exemplo, poderia ser esclarecido que nos casos de materiais marcados como "material publicitário" e que possuem link para local em que se encontram mais informações (inclusive todos os disclaimers necessários) dispensam a divulgação de disclaimer no conteúdo em si.

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: O principal aperfeiçoamento necessário é a definição de "relatório de análise". A definição do art 1º, parágrafos 1º e 2º, da RCVM 20, abrange qualquer conteúdo, em qualquer formato, sobre valores mobiliários ou seus emissores "que possam auxiliar ou influenciar

investidores no processo de tomada de decisão de investimento". Isso torna "relatório de análise" um conceito muito subjetivo, porque caberia a cada um avaliar o que considera que seria capaz de auxiliar ou influenciar o investidor.

Em especial, o analista credenciado, ao atender aos critérios de habitualidade e de onerosidade de configuração do caráter profissional do art. 1º da RCVM 20, fica sujeito a uma interpretação conservadora de que qualquer manifestação sua sobre valores mobiliários ou emissores seria um relatório de análise, já que o trecho "auxiliar ou influenciar investidores" é praticamente um requisito que se poderia dizer estar atendido simplesmente por tratar de valores mobiliários e/ou emissores, ou seja, ao se manifestar sobre um valor mobiliário ou emissor, a capacidade de auxiliar ou influenciar investidores seria, no limite, presumida.

Entendemos que essa não é a interpretação adequada. Primeiro, posto que colocaria um ônus muito grande nos analistas ao atrair o regime de relatório de análise para toda e qualquer manifestação sua, o que resultaria inclusive em custos maiores de supervisão por esta CVM e pela APIMEC. Segundo, não nos parece fazer sentido que o texto do §1º do art. 1º de "auxiliar ou influenciar investidores" seja reduzido a uma referência circular ao trecho "sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários determinados".

Essa situação de insegurança jurídica deve ser tratada. Caso contrário, analistas, que são os agentes regulados que devem levar informações ao mercado, podem acabar tendo um regime mais gravoso que outros agentes regulados, que hoje também fazem uso intensivo de plataformas de mídias e redes sociais, mas não precisam seguir o tratamento de "relatório de análise" para suas manifestações.

Nossa sugestão é de incluir no conceito de relatório de análise um elemento adicional de "recomendação". Essa recomendação, explícita ou implícita, precisaria ter uma mensagem clara e objetiva de ação a ser tomada pelo investidor em relação ao valor mobiliário. Ainda que permaneça certa subjetividade, entendemos que esse aprimoramento no conceito permitiria um marco mais claro entre o que é relatório de análise e o que não é, complementando o conceito de "auxiliar ou influenciar investidores" com a recomendação do analista.

Uma proposta de redação seria:

"§ 1º Para os fins da presente Resolução, a expressão "relatório de análise" significa quaisquer textos, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários determinados que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento e que contenham recomendação, expressa ou não, de ação a ser tomada pelo investidor em relação ao valor mobiliário."

Redações como "não se trata de recomendação de investimento" e similares continuariam sendo usadas para avaliar o contexto da manifestação do analista e se a manifestação em questão é análise de valores mobiliários.

Por fim, ressaltamos o art. 13, inciso V, da RCVM 20 veda a participação do analista de participar das atividades de oferta pública de distribuição. No entanto, o §2º do referido artigo permite que os analistas participem dessas atividades, para educação dos investidores, desde que, entre outros requisitos, o analista "utilize relatórios de análise sem a indicação de recomendação". Portanto, assim como essa situação tem a existência de recomendação como um marco claro, entendemos que o elemento "recomendação" pode ser um bom requisito a ser acrescentado no conceito de relatório de análise.

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: As mesmas considerações que fizemos no item "h" acima se aplicam aqui.

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: Sim, conforme considerações que fizemos no item "h" acima.

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: Essa informação deve ser passada por meio de algum aviso na "bio" do canal ou perfil, sem necessidade de que a informação seja apresentada em cada mensagem.

3.3.2. Influenciadores atuando como analistas não credenciados

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

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

Resposta: Não temos comentários no momento.

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

Resposta: Não temos comentários no momento.

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: Entendemos que os principais obstáculos hoje não são necessariamente no processo de credenciamento, mas nos incentivos para que influenciadores busquem o credenciamento. Nesse sentido, são dois os principais obstáculos que percebemos e que merecem uma revisão cuidadosa da CVM. O primeiro é a subjetividade do conceito de relatório de análise, conforme exposto no item "h" acima. O segundo são as regras de conduta aplicáveis aos analistas referentes à negociação, previstas no art. 13, incisos III e IV. Entendemos que as proibições de negociação como estão escritas podem afastar do credenciamento indivíduos que atuam no mercado de capitais.

Uma primeira mudança seria que os prazos deveriam ser contados da primeira recomendação, não do relatório de análise. Pela subjetividade do conceito de relatório de análise, como já exposto, hoje está pouco claro o que pode ser considerado um marco a partir do qual deve-se contar um prazo de vedação à negociação. Note que a proibição do inciso IV hoje já indica que a preocupação da norma é a negociação "em sentido contrário ao das recomendações ou conclusões expressas", ainda que o prazo seja contado "da divulgação de tal relatório", o que



reforça que deveria ser esclarecido que o marco dos prazos não é o relatório, mas a recomendação.

A alteração proposta acima também retira a possibilidade de que se interprete que novos conteúdos/relatórios que tenham recomendação no mesmo sentido de um relatório anterior, reiniciam os prazos de proibição. Por exemplo, se o analista recomendou a compra de um valor mobiliário e, por causa de novos fatos ou apenas como acompanhamento, divulgou um segundo relatório que mantém a recomendação de compra, não faria sentido que os prazos da proibição devam ser reiniciados a partir desse segundo relatório. No entanto, a redação normativa como está pode desestimular que uma divulgação de informação seja feita pelo analista com receio de que tal divulgação será considerada relatório de análise e reinicie prazo de vedação à negociação, especialmente se ele tiver negociado nos 30 dias antes da divulgação.

Além disso, caso o analista altere sua recomendação para o contrário de sua recomendação anterior em razão de novas informações que não tinha acesso antes, o prazo de vedação de negociação 30 dias antes deveria ser desconsiderado. Caso contrário, o analista pode se encontrar em situação em que ao levar informações aos investidores se colocará em situação de descumprimento da vedação, porque havia negociado antes, quando não tinha como prever que futuramente divulgaria novas informações.

Por fim, seria interessante avaliar a possibilidade de adoção de plano individual de investimento e desinvestimento para analistas de valores mobiliários, assim como já previsto no §1º, art. 46, da Resolução CVM nº 175 para aqueles com relação com fundos de investimento, e no art. 16 da Resolução CVM nº 44 para aqueles com relação com companhias abertas. Isso daria mais conforto para os analistas, permitindo o estabelecimento de regras claras de antemão.

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: Não temos comentários no momento.

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: Não temos comentários no momento.