

São Paulo, 01 de março de 2024

À

Comissão de Valores Mobiliários - CVM

Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar, Centro
CEP 20159-900 – Rio de Janeiro/RJ

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

At.: Sr. Antonio Carlos Berwanger (Superintendente de Desenvolvimento de Mercado da CVM)

Via e-mail: conpublicasdm0423@cvm.gov.br

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

Prezados Senhores,

Por meio da presente manifestação, a **XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A.** ("XP") submete a esta D. Comissão de Valores Mobiliários ("CVM" ou "Autarquia") suas sugestões e comentários ao Edital de Consulta Pública SDM nº 04/23 ("Edital de Consulta Pública"), que solicita manifestações sobre as opções regulatórias relacionadas às repercussões da atuação dos influenciadores digitais sobre o mercado de capitais e eventuais aprimoramentos normativos.

I – INTRODUÇÃO

1. Diante do aumento exponencial de influenciadores digitais publicando conteúdo sobre valores mobiliários e emissores de valores mobiliários em suas redes sociais e demais plataformas digitais, a CVM publicou, em novembro de 2020, o Ofício-Circular nº 13/2020/CVM/SIN, com esclarecimentos sobre a atividade profissional de analista de valores mobiliários e quais nuances se destacavam para que um influenciador digital não fosse considerado um analista.
2. Naquela mesma época, um estudo realizado pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais ("ANBIMA"), entre setembro de 2020 e fevereiro de 2021, identificou 591 perfis ativos nas redes sociais que abordam conteúdos de finanças e investimentos, somando 74 milhões de seguidores¹.

¹ Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos.htm

3. Apesar do expressivo número de perfis ativos, cabe pontuar que somente uma parcela desses influenciadores eram contratados por participantes do mercado e, em razão disso, seguiam regras e fluxos para divulgação de produtos e serviços. A grande parcela desses influenciadores produzia – e produz - conteúdos próprios.
4. O número de influenciadores aumentou exponencialmente ano após ano, sendo que, em 2023, um novo estudo da ANBIMA identificou 1.246 perfis de influenciadores que abordam conteúdo de finanças e investimento, totalizando 176,3 milhões de seguidores. Esse aumento fez com que os reguladores e autorreguladores passassem a olhar com maior cautela para tais profissionais², trazendo para o mercado orientações a fim de garantir a proteção dos investidores no que concerne à atuação dos influenciadores.
5. Dessa forma, a BSM Supervisão de Mercados (“BSM”) publicou, em setembro de 2023, a Nota de Orientação nº 20/2023-BSM (“Nota de Orientação BSM”), com o objetivo de indicar as melhores práticas a serem adotadas na relação contratual entre as instituições que atuam na distribuição de produtos de investimento (“Participantes”) e influenciadores.
6. Por meio de sua Nota de Orientação, a BSM trouxe recomendações e melhores práticas acerca dos seguintes principais temas: (i) transparência a respeito da contratação do influenciador pelo Participante; (ii) *due diligence* do influenciador; (ii) contratação formal; (iv) formas de divulgação da relação contratual existente entre o Participante e o influenciador; (v) formas de monitoramento dos influenciadores.
7. Na mesma linha, em novembro de 2023, a ANBIMA publicou as Regras e Procedimentos para Contratação de Influenciadores Digitais (“Regras e Procedimentos ANBIMA”) com o intuito de estabelecer as regras e os procedimentos a serem observados pelos Participantes na contratação de influenciadores digitais e/ou de agências responsáveis por tal contratação para a realização de publicidades de produtos de investimentos, serviço de intermediação no exterior e/ou atividade de distribuição.
8. Em suas Regras e Procedimentos, a ANBIMA estabeleceu diretrizes tratando dos seguintes principais temas: (i) transparência a respeito da contratação do influenciador pelo Participante; (ii) responsabilidade do Participante quando da contratação de influenciadores; (iii) armazenamento do contrato e dos materiais publicitários veiculados em razão da contratação do influenciador pelo Participante.
9. Como se verifica, a Nota de Orientação e as Regras e Procedimentos ANBIMA já cobrem, em larga medida (senão em sua integralidade), as principais preocupações indicadas pela CVM no Edital de Consulta Pública, quais sejam, regras acerca da contratação e transparência, promoção e divulgação de conteúdos por meio de plataformas de mídia e redes sociais, e influenciadores atuando como analista de valores mobiliários.
10. No que diz respeito aos destinatários das referidas regras, o alcance da Nota de Orientação BSM e das Regras e Procedimentos ANBIMA é igualmente amplo e abrangente.

² Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos-5.htm

11. Com efeito, estão sujeitos às recomendações da Nota de Orientação BSM todos os chamados “participantes” de mercado, assim entendidos como a *“Pessoa jurídica, fundo ou entidade de investimento coletivo com autorização de acesso outorgada por Entidade Administradora de Mercado Organizado para operar nos ambientes ou sistemas de negociação, de registro de operações dos mercados organizados de valores mobiliários por ela administrados e de empréstimo de ativos”*³.

12. As Regras e Procedimentos ANBIMA, por sua vez, se aplicam a todas as instituições aderentes ao Código ANBIMA de Distribuição de Produtos de Investimento (*“Código de Distribuição ANBIMA”*), notadamente *“aos distribuidores que desempenham a atividade de distribuição de produtos de investimento e sejam classificados como bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento, sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, assim como às instituições participantes que, nos termos permitidos pela CVM, atuarem na distribuição de seus próprios produtos de investimento”*⁴.

13. Da leitura conjunta das regras que definem a competência e abrangência da autorregulação da BSM e da ANBIMA, conclui-se que, atualmente, todos (ou, ao menos, quase todos) os integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, conforme definidos pelo art. 15 da Lei nº 6.385/76⁵, já se sujeitam às regras dos referidos autorreguladores que tratam da contratação e relacionamento com influenciadores digitais.

14. Nesse contexto, uma eventual norma da CVM regulando a contratação e demais aspectos do relacionamento entre influenciadores e integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários acabaria por se mostrar, na prática, uma repetição (ou, quando muito, uma complementação) das regras de autorregulação já existentes – partindo-se da premissa de que as regras da CVM não seriam conflitantes com as regras já impostas pelos autorreguladores (cenário que traria grande insegurança jurídica).

15. Por outro lado, deve-se reconhecer que as orientações e regras de autorregulação existentes atualmente não abarcam todos os entes regulados pela CVM, ficando de fora, por exemplo, os consultores, gestores e analistas de valores mobiliários.

16. Dessa forma, e ainda que, proporcionalmente, os entes regulados pela CVM que mais contratam influenciadores sejam os integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, notadamente as corretoras e distribuidoras, uma eventual norma da CVM para regular a contratação de influenciadores por todos os entes regulados pela Autarquia traria, de fato, regras inéditas para ao menos uma parte desses entes regulados, contribuindo para

³ Definição constante do art. 2º, inciso XII, do Estatuto Social da BSM.

⁴ Art. 2º do Código de Distribuição ANBIMA.

⁵ Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários: a) como agentes da companhia emissora; b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado; II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria; III - as sociedades e os assessores de investimentos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários em bolsas de valores ou no mercado de balcão; IV - as bolsas de valores; V - entidades de mercado de balcão organizado; VI - as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e VII - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

a mitigação de eventuais arbitragens regulatórias (na medida em que, atualmente, os entes regulados pela CVM, porém não abarcados pela autorregulação da ANBIMA e da BSM, não estão sujeitos a quaisquer regras para contratação de influenciadores).

17. Assim, ainda que a XP Investimentos não seja contrária à edição de uma norma da CVM para regular a contratação e relacionamento entre entes regulados e influenciadores, cumpre trazer à atenção desta CVM os aspectos acima expostos, de modo que se possa refletir se, diante do arcabouço normativo já existente por meio da autorregulação, uma nova regra para regular aspectos atualmente já regulados por meio da autorregulação seria benéfica para o mercado (e, em caso positivo, em que medida).

18. Caso se entenda pela necessidade de edição de uma norma da CVM para regular o tema, importante que se tenha em conta também as regras atualmente já dispostas pela autorregulação, de modo a evitar eventuais regras conflitantes e um aumento do custo regulatório para os participantes do mercado. Nesse contexto, um eventual convênio entre CVM, BSM e ANBIMA para a regulação e fiscalização/supervisão dos entes regulados e dos influenciadores por eles contratados poderia ser considerado, otimizando-se, assim, o emprego dos escassos recursos de que dispõe esta CVM.

19. Apresentadas essas considerações iniciais, seguem abaixo as respostas da XP aos temas colocados em discussão pela CVM:

II – 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?

20. Em razão da Nota de Orientação BSM, atualmente os Participantes já possuem fluxos bem determinados para a contratação dos influenciadores. Isso porque, a referida norma recomenda que os Participantes efetuem *due diligence* previamente à contratação do influenciador, com o objetivo de conhecer melhor as oportunidades, riscos e a reputação em geral dos contratados, por meio de consulta de processos judiciais/sancionadores, listas restritivas governamentais, mídias desabonadoras, além da identificação da relação do influenciador com o emissor de ativo e/ou outra instituição financeira.

21. Cabe destacar que o referido fluxo já demanda costumeira atenção dos Participantes e são bem estruturados, tendo em vista que, via de regra, possuem estabelecidos em suas Políticas de Compliance extenso fluxo de *due diligence* para conhecer seus funcionários e os terceiros contratados (como se enquadram os influenciadores).

22. Assim, a Nota de Supervisão BSM recomenda a análise mínima dos seguintes itens:

- *inabilitação ou suspensão para exercício de cargo em instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pela CVM, pelo Banco Central do Brasil, pela Superintendência de Seguros Privados – SUSEP ou pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC;*
- *condenação por crime falimentar, prevaricação, suborno, concussão, peculato, lavagem de dinheiro ou ocultação de bens, direitos e valores, contra a economia popular, a ordem econômica, as relações de consumo, a fé pública ou a propriedade pública, o sistema financeiro nacional;*
- *condenação ou sanção de qualquer natureza em processo administrativo ou sancionador perante entidades reguladoras e autorreguladoras dos mercados de capitais e financeiro;*
- *processos judiciais ou administrativos em que o Influenciador figure como acusado de crimes ou infrações no âmbito dos mercados de capitais e financeiro;*
- *menção ao Influenciador em notícias de veículos de comunicação confiáveis (mídia adversa) relacionadas a infrações ou crimes que o Influenciador tenha cometido ou tentado cometer no âmbito dos mercados de capitais e financeiro; e*
- *citação do Influenciador como suspeito em relatórios relacionados a crimes financeiros ou de lavagem de dinheiro, financiamento ao terrorismo ou proliferação de armas de destruição em massa, produzidos por autoridades nacionais e internacionais competentes.*

23. A análise crítica dos itens acima se torna imprescindível para conhecer o influenciador e identificar possíveis relações de conflitos de interesse junto ao objeto do serviço contratado. Além disso, com o objetivo de deixar o processo de *due diligence* ainda mais completo, destaca a Nota de Orientação BSM que *“é boa prática que o Participante, dentro daquilo que estiver ao seu alcance, analise as atividades desempenhadas pelo Influenciador anteriormente ao período da contratação, com o objetivo de identificar eventual envolvimento em práticas irregulares relacionadas aos mercados de capitais e financeiro.”*

24. A partir do resultado das informações obtidas com a *due diligence*, cabe ao Participante analisar se o cumprimento do objeto do contrato pode ser fragilizado em razão de alguma informação obtida e, ainda que algum ponto de atenção seja identificado, quais medidas o Participante deverá adotar para mitigar o risco e seguir com a contratação.

25. Ante o exposto acima, entendemos que os parâmetros atualmente definidos na Nota de Orientação BSM podem servir de balizador para a edição de eventual regra da CVM acerca da 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?

26. Atualmente, a Nota de Orientação BSM recomenda que os materiais publicados pelos influenciadores para divulgação de produtos e serviços a eles atrelados, no âmbito do contrato formalizado com o participante, sejam por ele devidamente examinados, conforme transcrito a seguir:

"Nesse sentido, recomenda-se que os materiais publicados pelos Influenciadores para divulgação de produtos e serviços a eles atrelados, no âmbito do contrato, sejam examinados pelo Participante, com o intuito de identificar, por exemplo:

- I. possível atuação em atividade regulada sem a devida autorização, com destaque para a atividade de analista de valores mobiliários;*
- II. manifestação sobre ativos, ainda que em caráter não profissional, que modifique o padrão de comportamento do ativo no mercado, acarretando criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de ativos, manipulação de preços ou outras práticas ilícitas;*
- III. manifestações que tenham potencial para fomentar a ocorrência de operações fraudulentas ou práticas não equitativas;*
- IV. tentativa de auferir vantagem de natureza irregular para o Influenciador ou para terceiros, por meio de manifestações tendenciosas de sua parte sobre ativos;*
- V. divulgação de informações inverídicas, incompletas ou inconsistentes;*
- VI. uso de linguagem pouco clara ou dúbia;*
- VII. tentativa de induzir os investidores a erro de avaliação sobre sua decisão de investimento;*
- VIII. comentários sobre tendências, com indicação da hora ou do momento adequado para comprar ou vender, por exemplo; e*
- IX. expressões que indiquem ou sugiram promessas de resultados financeiros irreais, desproporcionais ou incompatíveis com a atuação do investidor médio, com o uso de termos como "renda certa", "ganho certo" "rentabilidade garantida"."*

27. Na mesma linha é o disposto nas Regras e Procedimentos de Distribuição de Produtos de Investimentos da ANBIMA, na medida em que exige que os participantes adotem mecanismos para verificar se os materiais técnicos e/ou publicitários utilizados pelos influenciadores observam as regras de publicidade da ANBIMA, conforme colacionado a seguir:

"Art. 28. Os distribuidores devem:

- I. Fornecer ao terceiro contratado todas as informações e todos os documentos necessários para o cumprimento de suas funções; e*
- II. Adotar mecanismos de controle, a fim de verificar se os materiais técnicos e/ou publicitários divulgados pelos terceiros contratados, inclusive em seu site na internet, observam as regras de publicidade previstas nestas Regras e Procedimentos e na regulação aplicável a cada produto de investimento, se houver."*

28. Verifica-se, assim, que as normas de autorregulação existentes já definem a necessidade de análise dos materiais por parte dos participantes.

29. Não obstante, vale ressaltar que eventual necessidade de aprovação prévia pelo participante de todos os materiais produzidos e divulgados pelos influenciadores, comprometerá de forma significativa a criatividade e o engajamento com o público, especialmente em decorrência do formato e dinamismo da divulgação desse tipo de material. Além disso, qualquer exigência que imponha a inclusão de diversos textos jurídicos e explicações de cunho regulatório nos materiais veiculados em redes sociais e plataformas digitais, poderá comprometer a própria dinâmica que faz com que esse conteúdo seja interessante e de fácil consumo aos investidores.

30. Neste sentido, cumpre ressaltar que cada uma das plataformas digitais atualmente existentes possui características próprias que impossibilitam uma padronização e sistematização de um eventual processo de análise prévia dos diversos conteúdos produzidos.

31. Desta forma, entendemos que a revisão de todo e qualquer material publicado pelo influenciador prejudicaria a fluência da execução do objeto do contrato, o *timing* da publicação, o consumo do material pelos investidores, além de trazer a necessidade de criação de mecanismos de revisão com alto custo, sem que tais prejuízos se justifiquem em benefício aos investidores.

32. Considerando o cenário acima indicado, a fim de garantir a proteção dos investidores, uma medida eficaz corresponde à disponibilização pelos participantes aos influenciadores contratados de guias e manuais com orientações e diretrizes sobre o conteúdo dos materiais a serem produzidos no âmbito da execução do contrato. Tal sugestão está, inclusive, em linha com o Art. 28, inciso I, das Regras e Procedimentos de Distribuição de Produtos de Investimentos da ANBIMA, citado acima, na medida em que o participante estaria fornecendo informações e documentos para o influenciador cumprir a execução do contrato, sem a obrigatoriedade de revisar todo e qualquer material.

33. Neste sentido, para garantir a observância e aplicabilidade dos guias e manuais disponibilizados pelo participante, este poderá incluir no contrato celebrado com o influenciador uma cláusula que estabeleça que o influenciador possui a obrigação de produzir os materiais estritamente em linha com as orientações e diretrizes constantes nos guias e manuais disponibilizados. Sem prejuízo de tal disposição, caberia também ao participante acompanhar o cumprimento de tal obrigação, realizando testes periódicos de forma amostral com base no risco do influenciador apurado fase de *due diligence*, visando aferir a conformidade do conteúdo das publicações, a integridade e armazenamento dos arquivos e cumprimento de demais pontos regulatórios.

34. Além disso, a depender do produto ou serviço divulgado, caberia ao participante criar uma abordagem baseada em risco e definir quais influenciadores abordam temas mais sensíveis e quais materiais deveriam obrigatoriamente passar por sua análise prévia. Assim, garante-se que os Participantes irão analisar os materiais sensíveis nos quais o influenciador aborde produtos e serviços e são objeto do contrato celebrado e, simultaneamente, não traz

como consequência a necessidade de criação de uma esteira de revisão obrigatória que trará os prejuízos elencados acima.

35. Desta forma, conclui-se que é adequado que o participante revise os materiais produzidos pelos influenciadores que, cumulativamente: (i) tratem da divulgação de produtos e serviços; (ii) estejam dentro do escopo do contrato celebrado com o Participante; e (iii) apresentem determinado risco na classificação da abordagem baseada em risco elaborada pelo Participante.

36. De outro lado, vale reforçar que entendemos que não deveria ser escopo do participante avaliar materiais: (i) que tratam de divulgação genérica de produtos e classes de ativos; (ii) com a promoção da marca, eventos, serviços diversos ofertados pelo participante que não estejam relacionados diretamente a oferta de títulos e valores mobiliários, entre outras ações de *branding*; (iii) com conteúdo educacional e informativo sobre os mercados financeiro e de capitais; (iv) divulgado pelo influenciador fora do escopo contratado pelo participante; (v) elaborado pelo influenciador contratado pelo assessor de investimento, uma vez que a Resolução CVM nº 178/2023 não apresenta a obrigatoriedade de os participantes revisarem os materiais divulgados pelos assessores.

37. Em que pese o item (v) acima, vale ressaltar que é usual que os assessores contratem influenciadores para divulgar apenas a sua marca, sendo certo que para a divulgação de produtos e serviços, é costumeiro que os assessores utilizem os materiais publicitários disponibilizados pelo intermediário que o contrata. Assim, considerando a relação entre assessor e intermediário e dada a não obrigatoriedade de o intermediário revisar os materiais acerca de produtos e serviços dos influenciadores contratados pelos assessores, subsidiariamente poderia o intermediário, a seu critério, estabelecer mecanismos e práticas de orientação e treinamento para os assessores seguirem na contratação de influenciadores, por meio, inclusive, da disponibilização de materiais informativos e educacionais.

38. Conclui-se que, considerando que não é objetivo dos reguladores e autorreguladores tolherem a atuação dos influenciadores digitais, que é pautada em uma abordagem mais informal, uso massivo de vídeos para a promoção de seus conteúdos e de elementos que facilitam a sua penetração, a análise de todo os materiais produzidos pelo influenciador se mostra pouco factível e de alto custo regulatório. Tal dispensa, no entanto, não exclui a necessidade de os entes regulados adotarem medidas e procedimentos que garantam a adequação dos materiais, bem como a adoção de mecanismos que assegurem a revisão prévia e posterior dos materiais sensíveis, a fim de garantir a proteção ao investidor.

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?

39. A Nota da Orientação BSM recomenda aos participantes a análise dos materiais divulgados pelos influenciadores para identificar, dentre alguns itens, o uso da linguagem

utilizada pelo influenciador e a correta utilização dos *disclaimers* necessários, conforme previsto abaixo:

- I. possível atuação em atividade regulada sem a devida autorização, com destaque para a atividade de analista de valores mobiliários;*
- II. manifestação sobre ativos, ainda que em caráter não profissional, que modifique o padrão de comportamento do ativo no mercado, acarretando criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de ativos, manipulação de preços ou outras práticas ilícitas;*
- III. manifestações que tenham potencial para fomentar a ocorrência de operações fraudulentas ou práticas não equitativas;*
- IV. tentativa de auferir vantagem de natureza irregular para o Influenciador ou para terceiros, por meio de manifestações tendenciosas de sua parte sobre ativos;*
- V. divulgação de informações inverídicas, incompletas ou inconsistentes;**
- VI. uso de linguagem pouco clara ou dúbia;**
- VII. tentativa de induzir os investidores a erro de avaliação sobre sua decisão de investimento;**
- VIII. comentários sobre tendências, com indicação da hora ou do momento adequado para comprar ou vender, por exemplo; e*
- IX. expressões que indiquem ou sugiram promessas de resultados financeiros irreais, desproporcionais ou incompatíveis com a atuação do investidor médio, com o uso de termos como "renda certa", "ganho certo" "rentabilidade garantida".**

40. Em sentido semelhante, o artigo 13 do Código de Distribuição de Produtos de Investimento ANBIMA prevê que os distribuidores devem:

"Art. 13. [...]

- I. Envidar os melhores esforços no sentido de produzir materiais adequados aos seus clientes, minimizando incompreensões quanto ao conteúdo e privilegiando informações necessárias para a tomada de decisão de investimento;*
- II. Buscar transparência, clareza e precisão das informações, usando linguagem simples, clara, objetiva e adequada aos clientes e potenciais clientes, de modo a não os induzir a erro ou a decisões equivocadas de investimentos;*
- III. Conter informações verdadeiras, completas, consistentes e alinhadas com os documentos dos produtos de investimento distribuídos;*
- IV. Zelar para que não haja qualificações injustificadas, superlativos não comprovados, opiniões ou previsões para as quais não exista base técnica, além de promessas de rentabilidade, de garantia de resultados futuros ou de isenção de risco para clientes e potenciais clientes;*
- V. Disponibilizar informações que sejam pertinentes ao processo de decisão de investimento, sendo tratados de forma técnica assuntos relativos à performance passada, de modo a privilegiar as informações de longo prazo, em detrimento daquelas de curto prazo;*

- VI. *Manter a mesma linha de conteúdo e forma e, na medida do possível, incluir a informação mais recente disponível, de maneira que não sejam alterados os períodos de análise, buscando ressaltar períodos de boa rentabilidade, descartando períodos desfavoráveis ou interrompendo sua recorrência e periodicidade especialmente em razão da performance;*
- VII. *Privilegiar dados de fácil comparabilidade e, caso sejam realizadas projeções ou simulações, detalhar todos os critérios utilizados, incluindo valores e taxas de comissões; e*
- VIII. *Zelar para que haja concorrência leal, de modo que as informações disponibilizadas ou omitidas não promovam determinados produtos de investimento ou distribuidores em detrimento de seus concorrentes.”*

41. Ante o exposto acima, entendemos que os parâmetros atualmente definidos na Nota de Orientação BSM e no Código de Distribuição ANBIMA podem servir de balizador para a edição de eventual regra da CVM acerca da asseguarção 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. Asseguarção de que, sempre que exercer atividades privativas de agentes regulados, o influenciador a ser contratado seja autorizado a exercer tais atividades?

42. De acordo com o artigo 35 do documento de Regras e Procedimentos do Código de Distribuição de Produtos de Investimentos, o contrato entre os participantes e os influenciadores digitais deve conter descrição detalhada do escopo e do tipo de publicidade a ser feita, mencionando, inclusive, se o influenciador digital desempenhará atividades privativas de agentes regulados. Além disso, o artigo 37 deste documento determina que os distribuidores:

Art. 37 [...] *devem garantir que os influenciadores digitais contratados possuam, caso aplicável, as devidas certificações necessárias se o conteúdo a ser divulgado nas publicidades exija autorização e/ou certificações da regulação e/ou autorregulação vigente.”*

43. Em sentido semelhante, a Nota da Orientação BSM recomenda aos participantes a avaliação dos materiais produzidos pelos influenciadores para identificar, dentre alguns aspectos, eventual atuação do influenciador em atividade regulada sem a devida autorização, além de orientar os participantes para a implementação de “[...] *controles sobre a atuação de Influenciadores por eles contratados, relacionados ao escopo do contrato, inclusive com previsão de penalidades contratuais, especialmente com a finalidade de identificar, prevenir e coibir infrações previstas na regulamentação em vigor, dentre as quais destacam-se: I. exercício de atividade regulada sem autorização da CVM (“Atividade Regulada”); [...]*”.

44. Além disso, buscando a transparência entre contratante e contratado, o participante poderá incluir uma cláusula no contrato para que o influenciador informe imediatamente ao participante se começar a exercer alguma atividade regulada pela CVM, para que o participante analise se a nova atividade pode apresentar conflito de interesse com a atividade exercida pelo influenciador à luz do contrato já celebrado com o participante.

45. Não obstante, caso a CVM entenda pela necessidade de se manifestar a respeito do tema ora discutido, sugerimos orientação formal ao mercado esclarecendo os limites práticos do que um influenciador pode, ou não, exercer sem atuar na esfera de atividades reguladas (como analistas, consultores e assessores de investimento). Tal orientação seria importante para esclarecer para o mercado que, caso o material divulgado pelo influenciador tenha teor de relatório de análise ou recomendação de investimento, este pode estar atuando dentro do escopo de atividades reguladas, sendo necessária a obtenção das devidas certificações. Não obstante, tal orientação contribuiria também para uniformizar as premissas adotadas pelos participantes quando da contratação e monitoramento dos influenciadores, bem como daria maior clareza aos influenciadores sobre quais aspectos objetivos estes devem considerar quando da avaliação do escopo e limites da sua atuação.

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?

46. O Participante é responsável por analisar o adequado cumprimento do contrato formalizado entre ele o influenciador. Nesse sentido, ainda que a fiscalização das publicações que não são escopo do contrato formalizado não seja de responsabilidade do participante, é de se esperar que, quando identificada qualquer irregularidade, o Participante encaminhe comunicação de boa-fé aos reguladores e autorreguladores. Cabe ressaltar que tal comunicação é efetuada proativamente pelo participante e que este não deve ser responsabilizado pela atuação do influenciador que não tenha relação com o contrato formalizado.

47. Sem prejuízo do ponto indicado acima, importante consignar que, em nosso entendimento, não se deve exigir dos intermediários o monitoramento transacional das operações com títulos e valores mobiliários eventualmente realizadas pelos influenciadores por eles contratados. Isso porque, além de não serem considerados "pessoas vinculadas" aos intermediários, e justamente em razão disso, os influenciadores podem realizar operações por meio de quaisquer intermediários de sua escolha, não tendo os intermediários, portanto, a total visibilidade das operações realizadas por tais influenciadores. Nesse cenário, somente os reguladores e autorreguladores serão capazes de enxergar a totalidade das eventuais operações realizadas pelos influenciadores e, conforme o caso, analisar a possível ocorrência de ilícitos de mercado como práticas não equitativas, manipulação de preço, *front running* e *insider trading*.

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

48. Sem considerações.

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?

49. A Nota de Orientação BSM apresenta uma série de recomendações para a divulgação ampla e transparente da existência de relação contratual entre o participante e o influenciador, para que todos os investidores tenham ciência do vínculo entre as partes e tomem suas decisões de investimentos munidos com as informações necessárias.

50. Nesse sentido, a referida Nota apresenta 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.

51. Cabe pontuar que as recomendações acima somente devem ser adotadas quando o influenciador for contratado para divulgar produtos e serviços do participante, sendo certo que, em ações de marketing e divulgação em geral, em que o objetivo é meramente dar visibilidade à marca do participante, não se faz necessária as referidas menções.

52. Ainda, a dinâmica de ações de promoção e engajamento de conteúdos realizada pelo influenciador é muito rápida e dinâmica, facilmente alterada por acontecimentos do dia a dia com os quais os influenciadores precisam se adequar. Portanto, qualquer exigência que imponha uma carga textual de disclaimers e explicações de cunho regulatório nos materiais divulgados podem impactar a dinâmica da elaboração e divulgação dos materiais, comprometendo a forma que torna esse conteúdo interessante e de fácil consumo aos investidores.

53. Apesar das formas e arranjos da remuneração, a recente Resolução CVM nº 179/2023 já dispõe sobre a necessidade de divulgação de incentivos, rebate, comissões e outros arranjos relacionados à distribuição de produtos por parte do intermediário, o que não

se aplica aos influenciadores, dado que estes não são entes regulados e não possuem dever fiduciário perante clientes.

54. Com efeito, a relação firmada entre o influenciador e o ente regulado é uma relação entre particulares, podendo as formas de remuneração variar de acordo com a estratégia de divulgação de marketing de cada ente regulado e ser, inclusive, confidencial, não cabendo, portanto, a sua divulgação.

55. Sem prejuízo, entendemos que os parâmetros atualmente definidos na Nota de Orientação BSM e no Código de Distribuição ANBIMA podem servir de balizador para a edição de eventual regra da CVM acerca da 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"?

56. A Nota de Orientação BSM orienta que "o contrato entre Participante e Influenciador preveja a divulgação dessa informação, quando conhecida, no site do Participante e nos perfis em redes sociais dos Influenciadores sempre que possível e conforme características do veículo de comunicação utilizado.". Assim, diante de tal disposição, cabe aos participantes a inclusão de *disclaimers* em seus materiais, a fim de evidenciar de forma clara a relação entre influenciador e Participante aos investidores.

57. Ademais, vale ressaltar que os potenciais conflitos de interesse serão identificados pelos participantes quando da realização da *due diligence* para a formalização da contratação. Uma vez identificado o potencial conflito de interesses, cabe ao participante adotar as medidas dispostas em sua Política de Compliance para efetuar monitoramento e mitigar que o conflito enseje em alguma ação efetiva, já que, enquanto ente regulado, o participante tem o dever de mitigar o conflito de interesse e não deixar que os seus próprios interesses prevaleçam em detrimento dos interesses dos seus clientes.

(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?

58. Conforme transcrito a seguir, a Nota de Orientação da BSM já trata sobre o tema, recomendando que os participantes divulguem em seus sites a lista de influenciadores contratados **para divulgar produtos e serviços**:

“É boa prática que o Participante disponibilize em seu site a relação dos Influenciadores com os quais mantém contrato ativo, para divulgação de produtos e serviços a eles atrelados. Nessa relação, também devem constar os Influenciadores contratados por meio de agências de contratação de influenciadores digitais ou terceiros, bem como aqueles contratados por assessor de investimentos vinculado ao Participante. Essa recomendação não se aplica na hipótese em que o Influenciador for contratado exclusivamente para divulgação da marca do Participante ou do Assessor de Investimento a ele vinculado, sem a divulgação de produtos e serviços a eles atrelados.”

59. Cabe ressaltar que a obrigatoriedade cabe apenas aos nomes dos influenciadores contratados para efetuar a divulgação de produtos e serviços, na medida em que a mera contratação para a divulgação da marca não faz necessária a inclusão do influenciador na referida lista.

60. A divulgação da lista de influenciadores e os *disclaimers* utilizados nas publicações já representam o conjunto de informações necessárias para que o investidor conheça o potencial conflito de interesses e sopesse suas próprias decisões de investimento.

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?

61. A fim de garantir a equidade entre os entes regulados pela CVM, é importante que a exigência seja estendida a todos eles, e não apenas aos intermediários. Além disso, para se buscar tal equidade, seria oportuno que a CVM e o Banco Central buscassem equalizar suas regras para que este último também edite normas para contratação de influenciadores pelos bancos e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central, evitando-se, assim, a criação de arbitragens regulatórias.

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

62. As recomendações propostas pela autorregulação, conforme transcritas acima, já apresentam as informações necessárias para que se estabeleça a transparência e para que o investidor tenha conhecimento da parceria entre o influenciador e o ente regulado. Dessa forma, a divulgação no site do ente regulado de todos os influenciadores contratados para a divulgação de produtos e serviços, bem como a constante utilização de *disclaimer* nas publicações, são dados suficientes para evidenciar as relações, na medida em que são de fácil acesso e constantemente visualizadas pelo investidor.

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

63. Sem considerações.

III - 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?

64. Não temos comentários adicionais aos já abordados nesse documento, especialmente nos itens "a) iii" e "a) v".

65. Não obstante, vale reforçar que, em razão das regras atualmente já dispostas pela autorregulação que conferem aos participantes a responsabilidade quanto à adequação dos materiais produzidos pelos influenciadores por eles contratados, cabe aos participantes garantirem o fiel cumprimento do contrato e a divulgação de materiais com conteúdo adequado e aderente ao que dispões as normas da autorregulamentação, além de zelarem pela manutenção da integridade dos mercados, coibindo a realização de operações irregulares ou atípicas pelos influenciadores.

(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?

66. Ainda que a CVM edite regras sobre a contratação de influenciadores aplicáveis a todos os entes regulados, os influenciadores que atuam (e continuam atuando) sem qualquer vínculo com entes regulados seguirão de fora do escopo da norma e não estarão, portanto, sujeitos à fiscalização da CVM e/ou à supervisão dos entes regulados, na qualidade de *gatekeepers*.

67. Tal observação se mostra importante na medida em que é comum observar um alto engajamento do público com influenciadores que adotam uma abordagem mais apelativa (garantindo ganhos, exibindo um estilo de vida luxuoso e atribuindo a ele suas estratégias milagrosas de investimento, etc). Justamente por estarem absolutamente alheios a qualquer regulação e/ou fiscalização, tais influenciadores se valem dessa zona cinzenta para angariar público, atraindo muito mais seguidores e visualizações do que aqueles influenciadores contratados pelos entes regulados e, portanto, sujeitos a uma série de regras e limitações.

68. Nesse contexto, atuações e iniciativas de educação dos investidores por parte da CVM e das entidades de mercado em geral são essenciais, de modo a chamar a atenção do público para as diferenças existentes entre influenciadores que abordam temas relacionados à finanças, investimentos, mercado financeiro e de capitais, e que são contratados por entes regulados (e, portanto, fiscalizados diretamente por eles e incidentalmente pela CVM), daqueles influenciadores que abordam esses mesmos temas, porém atuam sem qualquer tipo de vínculo com entes regulados.

IV - INFLUENCIADORES ATUANDO COMO ANALISTA DE VALORES MOBILIÁRIOS

(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?

69. Sem comentários adicionais.

(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?

70. Sem comentários adicionais.

(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?

71. Sugerimos a utilização do termo "conteúdo de análise", tendo em vista que as análises produzidas por analistas de valores mobiliários podem ser apresentadas em diferentes formatos que não exatamente um "relatório".

(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?

72. A fim de garantir fácil acesso a essa informação pelos investidores, sugerimos a menção sobre tal condição na descrição do perfil de usuário do influenciador ("bio"), constante na respectiva rede social.

(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?

73. A definição de parâmetros quantitativos para indicar os requisitos de habitualidade e de remuneração indireta em norma não nos parece adequado, uma vez que estes podem se

tornar rapidamente obsoletos, dado a evolução constante das plataformas de mídias digitais . Tal fator se evidencia ao avaliarmos o cenário atual, onde os canais utilizados há um ano, já não são os principais canais utilizados atualmente e, a qualquer momento, novas plataformas podem surgir e dominar esse mercado.

74. Sem prejuízo do ponto acima indicado, importante consignar que os influenciadores que possuem a remuneração indireta como forma de remuneração mais significativa, são aqueles que não possuem nenhum vínculo contratual com determinado participante. Tal grupo de influenciadores, por não estarem sujeitos a nenhum tipo de regulamentação e fiscalização (ainda que indireta), se valem de tal liberdade para buscarem maior engajamento, utilizando linguagem apelativa e vendedora, com potencial de causar danos aos investidores e, conseqüentemente, ao mercado.

75. Neste sentido, entendemos que seria adequado e interessante para todo o mercado a CVM se posicionar de forma ampla quanto à atuação dos influenciadores digitais que trazem temas relacionados ao mercado de capitais, sejam estes influenciadores que possuem vínculo contratual com os participantes, ou influenciadores que não possuem tal vínculo. Subsidiariamente, caso esta CVM entenda que tal medida não é adequada, reiteramos que é imprescindível que os autorreguladores e reguladores não criem maiores obstáculos e restrições para os influenciadores contratados por participantes, a fim de não aumentar ainda mais a discrepância entre o engajamento dos influenciadores que são contratados pelos participantes e dos influenciadores que atuam sem a prévia contratação de entes regulados

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

76. Sem comentários adicionais.

(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?

77. Sem comentários.

(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?

78. Atualmente, o Ofício-Circular nº 13/2020/CVM/SIN já apresenta as particularidades para que se diferencie a atuação do influenciador e do analista de valores mobiliários. Sem prejuízo de tal ponto, a definição de um *safe harbor* pode trazer segurança jurídica aos influenciadores, para que estes tenham bem delimitados os limites da sua atuação, sendo importante apenas que em caso de definição do *safe harbor* em comento, a CVM considere a dinâmica de rápida alteração do *modus operandi* das atividades dos influenciadores, não definindo limites que podem afetar e limitar a sua atuação no futuro.

(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?

79. Caso seja estabelecido um *safe harbor* para os influenciadores que estiverem atuando em situações limítrofes no que concerne a atuação dos analistas de valores mobiliários, entendemos ser importante a inclusão, quando aplicável, de avisos como elementos que descaracterizam a atividade.

80. Não obstante, cumpre reforçar a proposta constante no item "k", no sentido de se fazer necessária a divulgação pelo influenciador de eventuais certificações que este possui, por meio da inclusão de tal informação na descrição do seu perfil de usuário ("bio"), constante na respectiva rede social.

Sem mais para o momento, mantemo-nos à disposição de V.Sas. para prestar os esclarecimentos adicionais que se fizerem necessários.

Atenciosamente,

XP Investimentos CCTVM S/A