



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

VOTO

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM SEI Nº 19957.009590/2018-01

Reg. Col. 1321/19

Interessado: Empiricus Research Publicações Ltda.

Assunto: Recurso contra decisão da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais que solicitou o acesso ao conteúdo disponível no *website* da Empiricus Research Publicações Ltda.

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I - Objeto

1. Trata-se de recurso interposto pela Empiricus Research Publicações Ltda. (“Empiricus” ou “Recorrente”) em 12.2.2019 em face de decisão da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (“SIN”) que intimou a Recorrente a fornecer *login* e senha de acesso a todo o conteúdo disponível em seu *website*[\[1\]](#) pelo período de 1 (um) ano, com fundamento no art. 9º, inciso I, alíneas “e” e “g”, da Lei nº 6.385/76, sob pena de aplicação de multa cominatória diária, nos termos do art. 11, §11, da Lei nº 6.385/76 e da Instrução CVM nº 452/07.

II - Histórico

2. A referida solicitação foi formulada no curso de processo administrativo instaurado para apreciar denúncia formulada pela Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (“APIMEC”) em 15.10.2018, segundo a qual a Empiricus estaria divulgando por meio de seu *website* relatórios de análise elaborados por analistas licenciados[\[2\]](#) ou certificados[\[3\]](#), profissionais impedidos de desempenhar atividades privativas de analistas credenciados[\[4\]](#).
3. Além disso, conforme informado pela SIN[\[5\]](#), desde 2017, a Superintendência de Orientação aos Investidores (“SOI”) recebeu diversas reclamações envolvendo a atuação da Empiricus no mercado[\[6\]](#).
4. Com o objetivo de apurar as aludidas reclamações e a denúncia formulada pela APIMEC, em 22.10.2018, foi solicitado pela primeira vez à Empiricus[\[7\]](#) que fornecesse acesso ao conteúdo de seu *website*, de modo a que a CVM pudesse avaliar se o material divulgado pela Recorrente poderia ser caracterizado como relatório de análise nos termos do art. 1º, §§1º e 2º da Instrução CVM nº 598/18[\[8\]](#).
5. Já nesta oportunidade a Empiricus apresentou manifestação declarando

entender não estar sujeita às disposições da Instrução CVM nº 598/18, visto que *“suas publicações possu[iriam] natureza puramente jornalística”* (Doc. 0625005).

6. Em paralelo, em 5.11.2018, a Recorrente ingressou com ação judicial[9] em face da CVM e da APIMEC requerendo que fosse declarado *“que a Empiricus não tem obrigação de se cadastrar como analista de valores mobiliários na CVM ou na APIMEC, e por isso, não está sujeita às limitações das Instruções Normativas nº 388, 483 e 598 da CVM e, como consequência, não tem a obrigação de enviar suas publicações para controle da CVM ou da APIMEC”* (Doc. SEI 0631900).
7. Em linhas gerais, apresentou em sede judicial argumentos muito semelhantes àqueles aduzidos no recurso ora em análise[10], os quais reproduzo a seguir:

a) exerceria atividade editorial e jornalística, motivo pelo qual a fiscalização e regulação pela CVM do conteúdo, formato e linguagem do material por ela publicado configuraria expressa censura, em afronta às garantias fundamentais de liberdade de imprensa e de expressão previstas nos arts. 5º, IV e IX, e 220 da Constituição Federal[11]. A atuação desta autarquia afrontaria, ainda, decisão do STF tomada em sede de repercussão geral no âmbito da ADPF nº 130[12];

b) não auferiria nenhuma receita com a compra, venda, intermediação ou negociação de quaisquer valores mobiliários, por si ou por terceiros, direta ou indiretamente, portanto, não participaria do mercado de distribuição de valores mobiliários;

c) as definições da atividade de analista de valores mobiliários e dos respectivos relatórios de análise constantes da Instrução CVM nº 598/2018 teriam sido concebidas com demasiada abrangência, o que teria levado a autarquia a oficiar e sancionar veículos de imprensa, indevidamente, por opinarem quanto a questões relacionadas ao mercado de capitais;

d) ao estabelecer a obrigação de encaminhamento dos relatórios de análise à entidade credenciadora, *in casu*, a APIMEC, com vistas à averiguação da adequação dos padrões de linguagem, a citada norma incorreria em censura aos órgãos de imprensa, afrontando, assim, a Constituição Federal; e

e) por meio da citada Instrução, a CVM teria delegado, sem amparo legal, o controle e a fiscalização dos analistas de valores mobiliários à APIMEC, entidade de caráter privado, permitindo-lhe exercer a função de credenciamento dos analistas, editar normas, estabelecer o padrão de conduta, fazer a checagem de conteúdo dos relatórios e, ainda, de julgar e aplicar sanções por desvios de linguagem.

8. Em decisão proferida pela 19ª Vara Cível Federal de São Paulo em 07.11.2018, foi deferida parcialmente a tutela provisória requerida *“para suspender a exigência de credenciamento da autora para atuação como analista de valores mobiliários, bem como para suspender a exigibilidade das multas aplicadas”*[13].
9. Interposto agravo de instrumento, em 19.12.2018, a CVM obteve junto ao Tribunal Regional da 3ª Região o deferimento de tutela de urgência afastando, até o julgamento do aludido agravo, a decisão que deferiu

parcialmente a tutela provisória requerida pela Empiricus[14].

10. Diante de tal decisão, em 28.1.2019, foi encaminhada nova intimação[15] à Empiricus reiterando a solicitação de fornecimento de acesso irrestrito ao conteúdo divulgado em seu *website*, em face da qual foi interposto o presente recurso.

III - **Recurso (Doc. SEI 0686021)**

11. Conforme descrito anteriormente, em suas razões de recurso, a Empiricus reiterou grande parte dos fundamentos expostos na ação declaratória por ela iniciada junto à 19ª Vara Cível Federal de São Paulo.
12. Esclareceu, ainda, que a sociedade integra o Grupo ACTA, grupo empresarial dedicado à atividade jornalística e de imprensa, especificamente à publicação de conteúdo relacionado a investimentos, finanças e economia (Doc. SEI 0686025), sendo, inclusive, identificado por outros veículos de imprensa como concorrente direta.
13. Também nesse sentido afirmou que, em consonância com seu contrato social, o objeto social da sociedade consiste na *“produção, publicação, comercialização e distribuição, eletrônica e/ou impressa de conteúdos informativos sobre assuntos relacionados à finanças e economia, tais como periódicos eletrônicos, revistas, jornais, boletins e livros; e a realização de treinamentos relacionados às áreas de finanças e economia de forma presencial e à distância”* (Doc. SEI 0686023).
14. Ainda no que diz respeito às atividades por ela desempenhadas, a Empiricus não nega que exerceu, no passado, atividade majoritariamente de consultora, submetendo-se, à época, ao regulamento da CVM. Esclarece, no entanto, que, após parte de seu capital ser adquirido pelo grupo The Agora Companies, teria restringido, gradualmente, através de diversas alterações em seu objeto social, o escopo de atuação, até a extinção de suas atividades de consultoria.
15. Neste novo cenário, as suas publicações financeiras e econômicas seriam elaboradas e comercializadas de modo padronizado, não sendo prestado qualquer tipo de assessoria personalizada. Assim, a integralidade de suas receitas seria auferida a partir da comercialização do conteúdo que produz, e mediante a venda de produtos correlatos a tais publicações, como publicidade e a realização de cursos e treinamentos, não lucrando sob nenhuma forma, com investimentos realizados no mercado de capitais.
16. Por estas razões, a Empiricus requereu que o presente recurso fosse: (i) recebido em ambos os efeitos, devolutivo e suspensivo, nos termos dos itens V e VI da Deliberação CVM nº 463/03; (ii) provido para revogar a determinação de fornecimento de *login* de acesso ao conteúdo de seu *website* e declarar que a Recorrente não é devedora de qualquer valor relativo a eventual multa cominatória imposta pela CVM.

IV - **Manifestação da SIN (Docs. SEI 0688021 e 0704329)**

17. Ao apreciar as razões de recurso, a área técnica ressaltou que as alegações da Recorrente de que não exerceria atividade de analista de valores mobiliários, nos termos da Instrução CVM nº 598/2018, não justificariam o não cumprimento da intimação encaminhada pela CVM.
18. Isso porque, segundo a SIN, o objetivo da solicitação formulada pela CVM

seria justamente garantir o acesso completo e irrestrito ao conteúdo disponibilizado no *website* da Empiricus, de modo a que seja possível conduzir as diligências necessárias para apurar a pertinência das reclamações apresentadas por investidores e, mais especificamente, para avaliar se os materiais elaborados e comercializados pela Recorrente caracterizariam “relatórios de análise”, nos termos do art. 1º, §§1º e 2º da Instrução CVM nº 598/2018.

19. Ademais, ainda que a Empiricus não exercesse a atividade de analista de valores mobiliários, por força do art. 9º, inciso I, alínea “g”, da Lei nº 6.385/76, a CVM deteria o poder legal de intimá-la a prestar informações, *“caso entendesse pela ocorrência de qualquer irregularidade situada no âmbito de sua competência, sem que isso, sequer minimamente, [pudesse] configurar qualquer ofensa ou restrição à alegada liberdade de expressão ou imprensa”* (Doc. SEI 0704329).
20. O mandato legal previsto na Lei nº 6.385/76 atribuiria à CVM o dever de avaliar a procedência de reclamações de investidores, que, no presente caso, alegaram, dentre outras questões, que a Recorrente atuaria como “empresa de consultoria”, que divulgaria “relatório com estratégias e promessas de ganho”.
21. Se, por um lado, a alínea “a” do inciso I do art. 9º da Lei nº 6.385/76 conferiria à CVM o poder de solicitar, de analistas de valores mobiliários, papéis de trabalho, comunicações ou outras informações relacionadas à análise de valores mobiliários, por outro, a alínea “g” deste mesmo dispositivo estenderia explicitamente tal poder de solicitação a outras pessoas envolvidas em indícios de atos ilegais e práticas não equitativas, ainda que não integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.
22. Dessa forma, no âmbito de suas atribuições de supervisão e fiscalização do mercado, confere-se à CVM o poder de solicitar de analistas de valores mobiliários e de outras pessoas quaisquer, naturais ou jurídicas, as informações necessárias à elucidação dos fatos, bem como intimá-los a prestar tais informações sob pena de multa cominatória[16], cuja aplicação prescinde da abertura de processo administrativo sancionador[17] sem prejuízo da instauração deste, se, porventura, reunidos suficientes elementos de autoria e materialidade da irregularidade administrativa.
23. Diante de todo o exposto, a SIN concluiu pela manutenção da decisão objeto do recurso, de modo que a Empiricus cumpra a determinação do Ofício nº 56/2019/CVM/SIN/GAIN de fornecer à CVM *login* e senha de acesso irrestrito às suas publicações, sob pena de aplicação de multa cominatória diária no valor de R\$ 1.000,00 (mil reais).
24. Expostas as razões de recurso e a conclusão alcançada pela área técnica, na reunião do Colegiado de 19.2.2019, solicitei vista do presente processo para melhor apreciação de seu objeto.

V - **Razões de Voto**

25. Inicialmente, gostaria de ressaltar que, por ora, não está sob análise deste Colegiado a caracterização da Empiricus como analista de valores mobiliários, nos termos do art. 1º, inciso VIII, da Lei nº 6.385/76 e do art. 1º, *caput* da Instrução CVM nº 598/18.
26. Para além das circunstâncias específicas do caso concreto, tal avaliação guarda significativa complexidade e impõe o aprofundamento de discussões

já antecipadas pela Recorrente em sede judicial e travadas em outras jurisdições – especialmente no que diz respeito à distinção entre a atuação de analistas de valores mobiliários e editores de publicações especializadas no mercado de capitais.

27. Nesse sentido, uma breve análise da experiência norte-americana revela a complexidade do tema, objeto, inclusive, de divergência entre o posicionamento adotado pela *Securities and Exchange Commission (SEC)*, órgão regulador do mercado de capitais, e pela Suprema Corte dos Estados Unidos em relação ao tratamento regulatório a ser conferido às chamadas “*investments newsletters*”.
28. Por ocasião do julgamento do caso *Lowe vs. SEC* [18], precedente norteador sobre a matéria, a Suprema Corte decidiu contrariamente ao entendimento manifestado pela SEC, afirmando, à luz do princípio da liberdade de expressão, que um editor de boletins de investimento sem registro junto à SEC, quando não estiver oferecendo aconselhamento individual, enquadrar-se-ia na exclusão estatutária prevista pelo próprio *Investment Advisers Act of 1940* para as “*bona fide publications*”, isto é, as publicações sobre o assunto cuja análise realizada fosse desinteressada e de boa-fé.
29. Destaque-se que, mesmo no âmbito da Suprema Corte, o entendimento quanto à aplicação da exceção prevista no *Investment Advisers Act of 1940* às publicações divulgadas por Christopher Lowe não foi unânime. Sobre este ponto, um dos julgadores concluiu que o requerente deveria ser considerado *investment adviser* e, por conseguinte, estar sujeito às normas do *Investment Advisers Act* [19].
30. Também nesta ocasião, a Suprema Corte teria avaliado os limites a serem observados por estes “editores”, de modo a conduzir suas atividades dentro dos parâmetros legais e sem adentrar o campo de competência exclusiva dos analistas de valores mobiliários.
31. Seguindo o entendimento firmado no precedente *Lowe vs. SEC*, a Corte de Justiça do Distrito de Maryland manifestou-se em caso envolvendo veículo (*John Pugsley’s Journal*) relacionado ao grupo Agora – o qual teria ingressado como sócio da Empiricus a partir de 2013 [20] – afastando a sua responsabilidade por danos sofridos por investidor que teria seguido recomendação do jornal, a qual, posteriormente, se revelou imprecisa quanto aos riscos do investimento. O fundamento para a decisão da Corte seria justamente a caracterização de tal veículo como “*bona fide publication*”, enquadrando-o na exceção prevista no *Investment Advisers Act*.
32. Trago o exemplo da experiência norte-americana não para antecipar qualquer conclusão sobre o tema, mas para ressaltar a cautela com que deve ser tratado.
33. Ademais, este breve relato nos permite vislumbrar, ainda que superficialmente, o teor dos debates que conduzirão o tratamento da matéria, que, conforme relatado no início deste voto, já foi submetida à análise do Poder Judiciário, o qual terá oportunidade não somente de enfrentar a tese sustentada pela Recorrente como também de avaliar a conformidade da atuação regulatória face às suas finalidades.
34. Ainda que superada a questão do enquadramento de tais prestadores de serviço como analistas de valores mobiliários ou veículos de imprensa especializados, há, ainda, outra temática igualmente relevante a ser enfrentada: a linguagem a ser adotada no conteúdo por eles divulgado, mais

especificamente a ponderação entre a “moderação” exigida neste tipo de material – com o objetivo de resguardar o investidor quanto aos riscos decorrentes do investimento – e o incentivo que se busca conferir aos investimentos no mercado de valores mobiliários.

35. Em investigações recentes voltadas à atuação de “*robo-advisers*”, a SEC identificou irregularidades envolvendo a prestação de declarações falsas quanto ao serviço ofertado e a divulgação de informações sobre a performance de seus investimentos capazes de induzir em erro os investidores, em violação às disposições do *Investment Advisers Act of 1940*[\[21\]](#). Convém ressaltar que nos referidos casos não há qualquer discussão quanto ao fato de tais agentes enquadrarem-se no conceito de *investment advisers* e, por conseguinte, estarem sujeitos à supervisão da SEC.
36. Episódios recentes envolvendo a Recorrente demonstram, ainda, que a preocupação com a linguagem utilizada em materiais publicitários e mesmo com o conteúdo comercializado por tais veículos ensejam a atuação de outras entidades reguladoras (ou autorreguladoras), que também buscam assegurar a divulgação de informações verdadeiras, claras e completas sobre os temas econômicos tratados.
37. Não obstante a relevância de tais discussões, este não é o momento e nem o fórum mais adequado para travá-las. Até mesmo porque o enfrentamento da primeira temática, relativa ao enquadramento da atividade desempenhada pela Empiricus como análise de valores mobiliários, depende do levantamento de informações adicionais quanto ao conteúdo produzido e comercializado pela Recorrente, o que se busca justamente a partir da solicitação formulada pela CVM por meio do ofício encaminhado em 28.1.2019.
38. Avalia-se, portanto, nesta oportunidade, o cabimento da solicitação encaminhada à Empiricus no sentido de que seja disponibilizado acesso a todo o conteúdo de seu *website* pelo período de 1 (um) ano.
39. A respeito, afasto, de plano, a alegação da Recorrente de que “*a fiscalização e regulação pela CVM do conteúdo, formato e linguagem do material por ela publicado configura[ria] manifesta censura*” e, por conseguinte, violaria a liberdade de imprensa resguardada pela Constituição Federal.
40. Nesse sentido, esclareço que a solicitação formulada pela SIN não tem por objetivo controlar ou restringir o conteúdo divulgado pela Empiricus, mas fornecer subsídios para que a CVM possa avaliar a pertinência das reclamações formuladas contra a Recorrente. Assim, a eventual submissão do material produzido e comercializado pela Recorrente às normas da Instrução CVM nº 598/18 dependeria, portanto, da conclusão quanto ao enquadramento da Empiricus como prestador do serviço de analista de valores mobiliários e, por conseguinte, se daria em um segundo momento.
41. Com efeito, sem acesso ao conteúdo comercializado pela Recorrente, a CVM dispõe para a sua avaliação tão somente das alegações apresentadas por investidores, das informações públicas constantes do *website* da Empiricus e dos materiais publicitários por ela divulgados, os quais, segundo a própria Recorrente[\[22\]](#), seguiriam estratégia de *marketing* voltada à atração de potenciais investidores, mas não seriam suficientes para avaliar adequadamente os serviços prestados.
42. Deste modo, entendo que a concessão de acesso integral ao seu *website* é, inclusive, do interesse da Empiricus, visto que permite à CVM avaliar todo o

conteúdo por ela publicado e não pautar-se tão somente na “estratégia de marketing” alegadamente adotada pela Recorrente.

43. Outra razão que me leva a concluir pela legalidade da solicitação formulada pela SIN no presente caso é a previsão do inciso I, alínea “g” c/c inciso II, ambos do art. 9º da Lei nº 6.385/76, a qual autoriza à CVM a solicitação de informações a qualquer pessoa, natural ou jurídica, ainda que não submetida a sua regulação, “quando da ocorrência de qualquer irregularidade a ser apurada” por esta autarquia[23].
44. Diante das reclamações apresentadas por alguns investidores a respeito da atividade desempenhada pela Empiricus, concluo que a CVM está autorizada a solicitar o acesso ao conteúdo integral de seu *website*, de modo a instruir o processo administrativo instaurado para avaliar a suposta atuação irregular da Recorrente como analista de valores mobiliários.
45. Dito isto, em linha com os princípios que norteiam a atuação da administração pública, previstos na Lei nº 9.784/99, entendo convenientes algumas recomendações quanto ao conteúdo da comunicação encaminhada pela CVM.
46. Em primeiro lugar, ressalto que a solicitação deve ter por fundamento tão somente a alínea “g” do inciso I, do art. 9º da Lei nº 6.385/76, não havendo que se fazer menção à alínea que autoriza a solicitação de informações a “consultores e analistas de valores mobiliários”, enquadramento que, no presente caso, é justamente o objeto de exame pela CVM.
47. Note-se, inclusive, que há um equívoco formal na referência à alínea que autoriza o exame de documentos de consultores e analistas de valores mobiliários no ofício[24] encaminhado pela SIN – onde se lê alínea “e”, na realidade, deveria constar a alínea “f” do referido dispositivo.
48. Acompanhando a motivação para a solicitação de informações, conforme impõe-se pela Lei nº 9.784/99, entendo ser igualmente necessária a indicação dos processos administrativos abertos para apreciação das reclamações que servem de fundamento à solicitação da SIN, bem como o meio pelo qual a Recorrente pode ter acesso ao conteúdo de tais processos.
49. Por fim, considerando o questionamento apresentado pela Inversa Publicações Ltda. face à solicitação semelhante formulada pela área técnica no âmbito do Processo SEI 19957.00861/2019-35[25], a meu ver, deve constar do ofício encaminhado à Recorrente as razões pelas quais foi solicitado o acesso ao conteúdo do *website* pelo período de 1 (um) ano – e não por intervalo inferior –, em consonância com a motivação de tal solicitação.
50. Ainda a respeito do prazo de acesso ao conteúdo, recomendo que a área técnica considere reavaliar sua extensão temporal, a fim de adequá-lo aos prazos médios observados no desenvolvimento de sua atividade investigativa.
51. Observadas as considerações acima, voto pelo conhecimento do recurso interposto pela Empiricus nos efeitos devolutivo e suspensivo e, no mérito, pelo seu não provimento, de modo a que se determine o fornecimento de login de acesso às suas publicações e que a multa cominatória prevista na Instrução CVM nº 452/07 incida tão somente após a intimação da Recorrente.

Rio de Janeiro, 2 de abril de 2019.

[1] <https://www.empiricus.com.br/> Acesso em 25.3.2019.

[2] No que diz respeito ao licenciamento de analistas de valores mobiliários, vale reproduzir o teor do art. 47 do Código de Conduta da APIMEC: “Art. 47 - O Analista credenciado poderá licenciar-se pelo período total e improrrogável de até 3 (três) anos, ficando isento do pagamento das taxas e das demais responsabilidades previstas no presente Código. § 1º - Em caso de concessão de licença requerida, o Analista fica impedido de desempenhar as atividades privativas dos Analistas credenciados. (...)”

[3] Profissionais não credenciados junto à APIMEC, mas aprovados no Programa de Certificação Nacional e titulares do Certificado Nacional do Profissional de Investimento (CNPI), o qual, no entanto, não seria suficiente para autorizá-los ao exercício da atividade de análise de valores mobiliários, conforme descrito no *w e b s i t e* da APIMEC: http://www.apimec.com.br/Apimec/show.aspx?id_canal=3763&id_materia=29503 . Acesso em 25.3.2019.

[4] Doc SEI 0619824 e 0619825.

[5] Memorando nº 18/2019-CVM/SIN/GAIN, de 14.2.2019 (Doc. SEI 0704329).

[6] Nesse sentido, foram identificados os seguintes processos administrativos

19957.005934/2018-02;	19957.001774/2019-03;	19957.009550/2018-51;
19957.010334/2018-58;	19957.009917/2017-55;	19957.000515/2018-76;
19957.004411/2018-31;	19957.011297/2017-14;	19957.006558/2018-65;
19957.006641/2017-53;	19957.002052/2017-04;	19957.001507/2017-66;
19957.002871/2017-43;	19957.009355/2017-40;	19957.009919/2017-44;
19957.002619/2017-34.		

[7] Ofício nº 527/2018/CVM/SIN/GAIN (Doc SEI 0619826).

[8] Art. 1º. (...) § 1º Para os fins da presente Instrução, 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. § 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 Instrução. (...)

[9] Processo nº 5027620-80.2018.4.03.6100.

[10] Argumentos presentes em sede de Ação Declaratória com Pedidos de Tutela de Evidência e Tutela de Urgência movida por Empiricus Research S.A., e em sede de recurso (anexo) ao Ofício nº 56/2019/CVM/SIN/GAIN (Doc SEI 0686038).

[11] “Art. 5º Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes: (...) IV - é livre a manifestação do pensamento, sendo vedado o anonimato; (...) IX - é livre a expressão da atividade intelectual, artística, científica e de comunicação, independentemente de censura ou licença. ”

“Art. 220. A manifestação do pensamento, a criação, a expressão e a informação, sob qualquer forma, processo ou veículo não sofrerão qualquer restrição, observado o disposto nesta Constituição. § 1º Nenhuma lei conterá dispositivo que possa constituir embaraço à plena liberdade de informação jornalística em qualquer veículo de comunicação social, observado o disposto no art. 5º, IV, V, X, XIII e XIV”.

[12] Em 30.4.2009, o Supremo Tribunal Federal (STF) julgou procedente a Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental (ADPF) nº 130/DF, tendo declarado que a Lei de Imprensa (Lei nº 5.250/67), responsável pela regulação da liberdade de pensamento e de manifestação no país, seria incompatível com a Constituição Federal de 1988 (CF88), uma vez que feriria os princípios da ordem constitucional vigente. Nesta oportunidade, como mencionado pela Empiricus em seu recurso, o STF teria apresentado entendimento de que o direito de livre e plena manifestação de pensamento e informação deveria ser assegurado frente aos eventuais prejuízos a direitos constitucionais alheios, os quais deveriam ser apurados somente em sequência, uma vez que seria *“repelente de qualquer ideia de tipificação criminosa em apartado a conduta de quem foi mais generosamente aquinhado pela Constituição com a primazia das liberdades de manifestação do pensamento e de expressão em sentido genérico”*. (STF, ADPF 130/DF, Plenário, Min Rel. Carlos Ayres Britto, j. 30.04.2009, voto do Min. Rel. Carlos Ayres Britto, fl. 38).

[13] Nos termos da referida decisão, o juízo da 19ª Vara Cível Federal de São Paulo entendeu, em síntese, que as imposições desta Autarquia constituíam *“manifesto cerceamento à liberdade de imprensa e de expressão”*, deferindo parcialmente a tutela provisória requerida (Doc SEI 0631901).

[14] A decisão considerou a inexistência de comprovação de que o conteúdo do material produzido pela EMPIRICUS não se enquadraria na definição de *“relatório de análise”*, como previsto na Instrução CVM 598. Como sustentado pela CVM e confirmado pelo TRF da 3ª Região, os relatórios de análise de investimentos elaborados e divulgados ao público são inerentes ao exercício da atividade de analista de valores mobiliários, submetida ao regime regulatório estabelecido pela CVM (Doc SEI 0670899).

[15] Ofício de nº 56/2019/CVM/SIN/GAIN (Doc SEI 0675184).

[16] Com fundamento no disposto no art. 9º, inciso I, alínea “f” e “g” inciso II, c/c. art. 11, § 11º da Lei nº 6.385/76

[17] Ainda nos termos do art. 9º, §1º, IV c/c. 11, §11, tem-se que a CVM *“poderá, com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado (...) proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular”*.

[18] No caso em questão, julgado em 10.6.1985, Christopher Lowe, um antigo analista de valores mobiliários que perdeu seu registro junto à SEC devido à sua condenação pela prática de ilicitudes no exercício do cargo, passou a realizar aconselhamento sobre investimentos por meio da edição de três boletins de investimento, de modo que, na visão da SEC, estaria desenvolvendo atividade similar àquela de analista de valores mobiliários, o que demandaria seu registro junto à autarquia norte-americana.

[19] Nesse sentido, ressaltou Justice ByronWhite: *“The Court holds that it may not because the activities of petitioner Lowe (hereafter petitioner) do not make him an investment adviser covered by the Act. For the reasons that follow, I disagree with this improvident construction of the statute. In my view, petitioner is an investment*

adviser subject to regulation and sanction under the Act. I concur in the judgment, however, because to prevent petitioner from publishing at all is inconsistent with the First Amendment”.

[20] Conforme informações prestadas pela Empiricus em suas razões de recurso, *“em 2013, teve parte de seu capital social adquirido pelos sócios norte-americanos do The Agora Companies, os quais passaram a implementar, gradualmente, o seu modelo de negócios no Brasil”* (Doc. SEI 0686021).

[21] Tais decisões foram citadas em matéria recente publicada no Jornal O Globo em 25.3.2019 e encontram-se brevemente descritas no *website* da SEC: < <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-300>> Acesso em 26.3.2019.

[22] Nesse sentido, vale mencionar as declarações prestadas pela Empiricus em mídia divulgada publicamente em seu *website* <https://sl.empiricus.com.br/s/flt11/video-1.html?email=n&xpromo=XE-MI-WE-FLT11-SUBER-20190319-PUSH-X-CPL1>. Acesso em 25.3.2019.

[23] Sobre o referido dispositivo, vale ressaltar o seguinte trecho da análise da procuradora Julya Sotto Mayor na obra *“Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76”*: *“O estudo da evolução legislativa das alíneas do inciso I do art. 9º revela nítido movimento no sentido de robustecer os poderes de fiscalização e investigação da Autarquia. Na redação original da lei, além das entidades expressamente sujeitas à regulação da Autarquia, o poder da CVM de examinar documentos e dados relativos a ‘outras pessoas quaisquer, naturais e jurídicas’, somente incidia ‘quando [houvesse] suspeita fundada de fraude ou manipulação, destinada a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários’. (...) Por fim, com a alteração promovida em 2001, a alínea g não mais exige sequer a participação, direta ou indireta, da pessoa natural ou jurídica para que a CVM possa fiscalizá-la. Portanto, com a nova redação, ainda que a pessoa não tenha sequer participado da irregularidade objeto de averiguação, poderá a Autarquia requisitar documentos relacionados ao fato apurado e que possam auxiliar na condução da investigação. Desta análise, fica evidente que, ao longo dos anos, todas as alterações produzidas na alínea g do inciso I do art. 90 da Lei no 6.385/76 foram adotadas no sentido de ampliar o conteúdo da norma, com o claro intuito de viabilizar uma investigação mais ampla e conclusiva por parte da Autarquia. (...)”* (WELLISCH, Julya Sotto Mayor. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais — Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. pp. 188-189)

[24] Ofício nº 56/2019/CVM/SIN/GAIN (Doc. SEI 0675184).

[25] Em resposta ao ofício encaminhado pela SIN solicitando acesso ao conteúdo de seu *website*, anterior, inclusive, à interposição do recurso, a Inversa Publicações Ltda. afirmou que entendia *“não ser devido o fornecimento de login para acesso irrestrito às suas publicações, sobretudo pelo excessivo prazo de 1 (um) ano (...)”* (Processo SEI 19957.000861/2019-35 – Doc. SEI 0690279).



Documento assinado eletronicamente por **Carlos Alberto Rebelo Sobrinho, Diretor**, em 03/04/2019, às 18:25, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0727799** e o código CRC **3530C6E5**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0727799** and the "Código CRC" **3530C6E5**.*

