



**RELATÓRIO DE ANÁLISE SDM**  
**Audiência Pública 03/2008**

**Assunto:** Regras sobre analistas de valores mobiliários

**1. Introdução**

A Audiência Pública nº 03/2008 trata da minuta de Instrução que dispõe sobre a atividade dos analistas de valores mobiliários (“Minuta”) e de Deliberação que dispõe sobre a aprovação dos exames para comprovação de qualificação técnica de analistas de valores mobiliários (“Minuta de Deliberação”).

A Minuta foi colocada em audiência pública entre os dias 25 de junho de 2008 e 25 de agosto de 2008. No decorrer da audiência, a CVM recebeu manifestações que podem ser classificadas em três categorias: (i) manifestações de caráter geral a respeito do modelo escolhido para a regulação da atividade dos analistas; (ii) respostas às questões trazidas pelo edital de audiência pública; e (iii) comentários ao texto da Minuta.

Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, o relatório está dividido da seguinte forma: (i) introdução; (ii) participantes; (iii) comentários ao texto da Minuta; (iv) comentários ao texto da Minuta de Deliberação; (v) adoção de regras semelhantes para consultores e administradores de carteira; (vi) outros comentários e sugestões; (vii) observações finais; e (viii) nova instrução.

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM, com o objetivo de apresentar ao Colegiado da CVM as sugestões recebidas na Audiência Pública nº 03/08. Seu conteúdo reflete a opinião e as interpretações de tal Superintendência e não necessariamente as da CVM. Este relatório não é aprovado pelo Colegiado ou por outras Superintendências da CVM.

A não ser que esteja indicado de outra maneira, os títulos das seções em que se divide o presente relatório fazem referência aos artigos e anexos da Minuta. Sempre que se quis fazer referência à numeração final do dispositivo, usou-se a expressão “atual [ ]”.



## **2. Lista de participantes da audiência pública**

Participaram da audiência pública as seguintes pessoas e entidades:

- i. Ágora CTVM S/A;
- ii. Associação Brasileira de Bancos Internacionais – ABBI;
- iii. Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais – APIMEC Nacional;
- iv. Associação Nacional dos Bancos de Investimento – ANBID;
- v. CETIP S/A Balcão Organizado de Ativos e Derivativos;
- vi. Frederico Fernando Cea Skwara;
- vii. Gil Ari Deschatre;
- viii. Gustavo Grebler;
- ix. Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI;
- x. Moody’s América Latina Ltda.;
- xi. Paulo Guilherme Hostin Sämy;
- xii. Rafael De Conti;
- xiii. Sociedade CFA do Brasil; e
- xiv. Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A.

## **3. Comentários à Minuta**

### **3.1 Escopo da atividade do analista de valores mobiliários (art. 1º)**

#### **3.1.1 Definição de “analista de valores mobiliários”**

A Moody’s sugere que a Minuta seja revisada para excluir expressamente de seu escopo as pessoas físicas que trabalham para as agências classificadoras de risco e as próprias agências classificadoras de risco. A Moody’s sugere a criação de um **safe harbor** para as agências classificadoras de risco.

Seguindo sugestão da participante, a CVM inseriu um novo parágrafo ao art. 1º para esclarecer que a Minuta não se aplica às agências classificadoras de riscos e às pessoas físicas



que nelas trabalham.

Vale dizer que, por orientação do Colegiado da CVM, a SDM iniciou estudo sobre a necessidade de adotar regras específicas para as agências classificadoras de risco. Todos os comentários e sugestões referentes ao regime jurídico das agências classificadoras de risco foram pensados ao processo instaurado para tratar do mencionado estudo.

### **3.1.2 Definição de “relatório de análise”**

A APIMEC sugere equiparar ao relatório de análise as participações em sítios, **blogs**, **chats**, listas e fóruns de discussão na rede mundial de computadores.

Frederico Skwara pergunta se investidores que emitem opiniões sobre a compra ou venda de ações em fóruns, comunidades e outros locais de discussão estariam sujeitos às regras aplicáveis aos analistas de valores mobiliários.

Paulo Sämy manifestou preocupação quanto ao alcance da expressão “relatório de análise”, especialmente em relação aos textos publicados em jornais, elaborados por comentaristas, inclusive os de TV, e jornalistas. O participante também manifestou preocupação em relação à possibilidade de matérias que infiram tendências de mercado virem a ser consideradas aconselhamentos para a realização de operações no mercado de capitais.

A exata abrangência da expressão “relatório de análise”, assim como outros comandos legais, deve ser determinada pela interpretação feita pelos usuários da norma, especialmente as áreas técnicas da CVM e seu Colegiado, quando esta passar a vigorar. No entanto, cabem alguns esclarecimentos sobre a expressão.

O **caput** do art. 1º estabelece que somente pessoas que fazem relatórios de análise profissionalmente são analistas de valores mobiliários. Não parece razoável imaginar que manifestações em páginas de discussões feitas por investidores em caráter não profissional e que não tenham um teor ou uma estrutura profissional possam ser abrangidas pela definição de “relatório de análise”. Da mesma forma, não parece que, por mais abrangente que possa ser a interpretação da expressão, qualquer debate ou comentário em meios de comunicação relativo ao



mercado de capitais brasileiro esteja sujeito à qualificação como “relatório de análise”.

Assim, a CVM entende que os elementos constantes da redação dada à Minuta são suficientes para distinguir os relatórios de análise.

Não obstante, a redação original foi revisitada e pequenos ajustes foram feitos na tentativa de afastar eventuais dúvidas.

### **3.1.3 Definição de “investidores”**

O Unibanco gostaria que a redação do § 1º do art. 1º fosse alterada para explicitar que a expressão “investidores” abrange tanto os investidores residentes quanto os não-residentes no Brasil.

A expressão “investidores”, sem qualquer discriminação, é suficientemente ampla para abranger todos aqueles investidores a quem se destinam os relatórios de análise. Por essa razão, a redação original foi mantida.

### **3.2 Formas de exercício da atividade do analista (art. 2º)**

No edital de audiência pública, a CVM demonstrou especial interesse em receber comentários e sugestões sobre *“a conveniência da previsão de sociedade para exercício exclusivo da atividade de análise de valores mobiliários, conforme proposto no artigo 2º, inciso III da Minuta. De acordo com as regras atualmente em vigor, e com a minuta de alteração levada à audiência por meio do Edital nº 09/2007, os analistas podem exercer suas atividades de forma autônoma, vinculados a instituição integrante do sistema de distribuição, ou a pessoa autorizada pela CVM a desempenhar a função de administrador de carteira ou de consultor de valores mobiliários. Além dessas duas formas, a Minuta autoriza os analistas a exercerem suas atividades vinculados a pessoa jurídica que tenha em seu objeto social exclusivamente a atividade de análise de valores mobiliários. O objetivo desta inovação é viabilizar a formação de firmas de análise independentes, de forma que a atividade de análise possa ser desenvolvida em uma empresa desvinculada de outros serviços relacionados ao mercado de valores mobiliários.*



*A opinião do mercado tanto sobre a inovação proposta quanto a forma que ela tomou na Minuta são muito importantes para a CVM?*

ANBID, APIMEC, IBRI e Gustavo Grebler apresentaram manifestações favoráveis à possibilidade de constituição de sociedade para o exercício exclusivo da atividade de análise de valores mobiliários. Entendem que a redação da Minuta é adequada e que tais sociedades são benéficas para o mercado.

Porque nada dito pelos participantes coloca em dúvida a adequação da proposta inicial, a redação original foi mantida.

A APIMEC sugere que a CVM regulamente a atuação dos analistas vinculados a entidades de previdência privada, seguradoras e outras instituições não mencionadas na Minuta.

O trabalho dos analistas contratados por entidades de previdência privada, seguradoras e outras instituições que, profissional ou institucionalmente, investem recursos tem diferenças importantes em relação ao trabalho dos analistas abrangidos pela Minuta. A opinião desses profissionais influencia um único investidor que, via de regra, é um investidor qualificado, ou seja, suas decisões de investimentos são tomadas por profissionais, cuja capacidade de análise tende a ser maior que a de investidores comuns.

Outro ponto importante a ser destacado é que tais entidades selecionam esses analistas de acordo com critérios que elas entendem adequados. As decisões no âmbito desses investidores institucionais são tomadas por profissionais, muito deles, sob um regime de deveres fiduciários em relação a tal entidade. E, por isso, presume-se que tais critérios sejam os melhores para aquele determinado investidor. Referidos critérios podem não ser os mesmos eleitos pela Minuta.

O regime proposto pela Minuta parece inadequado para este tipo de relação. Por essa razão, a redação original foi mantida.



### **3.3 Cuidado e diligência do analista (art. 3º)**

Para Gustavo Grebler, a previsão “*todo cuidado e diligência que empregaria em seus próprios negócios*” é insuficiente, devendo ser considerado que alguns mercados aperfeiçoaram essa redação para lhe conferir maior eficácia. Em vista disso, o participante sugere a adoção da seguinte redação para o art. 3º:

*“O cuidado e diligência demandado ao analista e derivado de sua relação diferenciada com o adquirente de valores mobiliários impõe ao analista o dever de investigar os fatos que embasam as recomendações, ou de amparar-se em fatos que o analista tenha bases razoáveis para acreditar em sua procedência.”*

A Minuta já estabelece o compromisso de o analista buscar informações idôneas e fidedignas para suas análises (art. 9º, II), podendo ser responsabilizado caso seja comprovada falta de diligência na busca dessas informações.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

Rafael de Conti argumenta que é necessária uma maior precisão das responsabilidades do analista e sugere a inclusão, no art. 3º, da informação de que o analista tem o dever de atuar com “*todo cuidado e diligência que sejam considerados minimamente adequados pela prática do mercado e da ciência da análise de valores mobiliários*”.

O comentário é pertinente e está refletido na Instrução.

### **3.4 Negociação de Valores Mobiliários (art. 4º, incisos III e IV)**

A ABBI considera acertado o prazo de impedimento de negociação pelos analistas com valores mobiliários objeto de seus relatórios de análise. Entretanto, entende que não deveriam existir restrições para a aquisição de cotas de fundos de investimento pelo analista, desde que não se trate de um fundo setorial que invista em setor coberto pelos seus relatórios ou que tenha uma carteira exclusivamente composta por valores mobiliários objeto de suas análises, tendo em vista que o analista cotista não possui instrumentos de controle sobre as aplicações dos fundos. O



participante sugere a inserção de um parágrafo único ao art. 4º, que preveja a exclusão de tais investimentos.

O comentário é pertinente e está refletido na Instrução.

A ANBID está de acordo com a extensão do prazo de antecedência entre a negociação com uma “ação” e a divulgação de um relatório para 30 dias. No entanto, sob o argumento de que existem dificuldades práticas para monitorar as operações dos analistas, a ANBID sugere que as instituições que empreguem analistas tenham a obrigação de elaborar e manter atualizada uma “*Lista de Cobertura*” que informe quem são os analistas responsáveis e corresponsáveis pelo acompanhamento de cada empresa. Esta lista deveria ser enviada para a entidade credenciadora sempre que ocorresse qualquer alteração e ser mantida arquivada pelo prazo de 3 anos.

A ANBID também sugere que seja exigida do analista a apresentação de uma declaração na qual conste o nome das corretoras em que possui conta, se movimenta contas em nome de terceiros (e em caso positivo, quais contas) e informações sobre as operações com valores mobiliários que tenha efetuado no prazo de 24 horas para a entidade à qual está vinculado. Nos processos de distribuição de ações, os analistas que tenham tido acesso às informações necessárias à estruturação da oferta (seja para definição de preços, seja para elaboração de recomendações específicas) deveriam se abster, desde o início de tais atividades, de negociar com os valores mobiliários da empresa objeto da análise, bem como de suas subsidiárias e controladoras.

A participante sugere alguns padrões mínimos para os controles internos das instituições que empregam analistas, todos aparentando ser muito razoáveis e úteis. Embora tenda a haver alguma padronização nos métodos de monitorar as negociações feitas pelos analistas que empregam e muitas instituições possam adotar uma “lista de cobertura” ou mecanismo similar, a CVM não discutiu quais são os possíveis controles internos para implementar o monitoramento dos negócios dos analistas e quais desses possíveis controles são os mais desejáveis.

É possível que, em algum momento, a CVM ou a entidade autorreguladora credenciada decida enfrentar a discussão sobre padrões mínimos de controles internos. Entretanto, ela ainda não foi feita de maneira ampla e, por isso, não parece adequado impor a todas as instituições, por





meio desta norma, a mesma forma de organização de seus controles internos.

Por essas razões, a sugestão não foi aceita.

Gustavo Grebler sugere que seja vedado ao analista ou membro direto de sua família deter valores mobiliários sobre os quais o analista emita recomendação.

A CVM entende que a exigência é excessiva. Por essa razão, a redação original foi mantida.

A APIMEC discorda da extensão do prazo em que os analistas estão impedidos de negociar com valores mobiliários objeto de relatórios de análise de 10 para 30 dias anteriores à sua divulgação, alegando que este prazo é excessivo e penaliza desnecessariamente o analista.

A CVM considera os prazos estabelecidos adequados e mais proporcionais do que os atuais tendo em vista a relevância e o impacto que uma recomendação de analista pode ter sobre o papel que ele acompanhe. Por essa razão, a redação original foi mantida.

Em relação à negociação de valores mobiliários em sentido contrário ao das recomendações ou conclusões apresentadas nos relatórios de análise (inciso IV), a ANBID informa que a prática de mercado tem mostrado uma tendência de proibir a negociação, o que pode ser considerado prático, transparente e de mais fácil controle. A ANBID alega que, para fazer o controle da forma proposta na Minuta, a CVM deveria prever o registro de datas e das alterações de recomendação, bem como prever um período de antecedência entre a operação e uma alteração de recomendação, eventualmente reforçando que a não negociação no período de 30 dias antes da publicação de um relatório também se aplica a este caso.

A primeira sugestão é pertinente. O art. 19 foi alterado e a CVM entende ter atendido ao comentário relativo ao registro do conteúdo do relatório e, conseqüentemente, das alterações de recomendação.

A CVM entende que a segunda sugestão é excessiva tendo em vista que o analista já está impedido de negociar nos 30 dias que antecedem a distribuição de um relatório.





### 3.5 Credenciamento de analistas (art. 6º)

A ABBI considera acertada a proposta de extinção do registro de analista de valores mobiliários junto à CVM, passando este a ser de competência exclusiva das entidades credenciadoras, tanto o controle cadastral como a análise dos requisitos necessários ao credenciamento.

A ANBID considera adequada a intenção da CVM de atribuir as responsabilidades pertinentes ao registro dos analistas para as entidades credenciadoras, mas entende que seria temerário fazê-lo neste momento, uma vez que tais entidades, inclusive a atual entidade credenciadora, ainda terão de se estruturar para assumir esse papel. A ANBID sugere a concessão de um prazo de transição de três a cinco anos para que as entidades credenciadoras possam assumir este papel.

Atualmente, o credenciamento dos analistas já é feito, em parte, por entidade credenciadora. Assim, tais entidades já possuem, de algum modo, uma estrutura para desempenhar o papel previsto na Minuta.

Adicionalmente, a CVM está em contato constante com a Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais – APIMEC, atualmente autorizada a fazer o credenciamento dos analistas de valores mobiliários e sabe que durante o período de análise das sugestões vindas da audiência pública, a entidade autorreguladora desenvolveu estudos e projetou estrutura para a melhor implementação das obrigações previstas na Minuta.

Por essas razões, a redação da Minuta foi mantida.

A APIMEC propõe que seja exigido que a entidade credenciadora tenha “*abrangência nacional*”, o que permitiria a profissionais de qualquer parte do país escolher o “*selo de qualidade*” que mais lhe convenha.

A CVM entende que a exigência é excessiva. Por essa razão, a redação original foi mantida.



### **3.6 Deveres das entidades credenciadoras (art. 7º)**

#### **3.6.1 Fiscalização do código de conduta (inciso II)**

Gustavo Grebler sugere a inclusão da palavra “ativamente”, alegando que o princípio de autorregulação pressupõe obrigação ativa por parte da entidade credenciadora.

A CVM entende que a redação da Minuta é clara e adequada. Por essa razão, a redação original foi mantida.

#### **3.6.2 Prazo para a realização de exames (inciso IV)**

A APIMEC sugere que a Instrução exija que as entidades credenciadoras promovam exames a cada 3 meses, no mínimo, com o objetivo de atender à demanda do mercado por analistas qualificados.

A CVM entende que o prazo de realização dos exames não precisa ser fixado na Instrução, podendo ser definido por cada entidade de autorregulação conjuntamente com a CVM de acordo com a demanda que entenda existir no mercado. Por essa razão, a redação original foi mantida.

#### **3.6.3 Programa de educação continuada (inciso V)**

A ANBID entende que um sistema de educação continuada não deveria ser aplicado à atividade de analista de valores mobiliários. Alega que essa discussão já ocorreu em outra situação, qual seja, com relação a necessidade de atualização para manutenção do certificado do **Chartered Financial Analyst - CFA**, concluindo-se que as técnicas de análise utilizadas derivam de ferramentas estabelecidas, não havendo, portanto, necessidade de “*atualização sobre estas*”.



Para a participante, a CVM deveria recomendar ao mercado as melhores práticas para manter atualizados os participantes das equipes de análise, permitindo que cada instituição desenvolva formas de atualização de seus profissionais.

A APIMEC entende ser razoável exigir a averiguação da capacidade técnica dos analistas por meio de programa de educação continuada, no mínimo, a cada cinco anos.

A educação continuada é importante para a manutenção da qualidade dos profissionais. No entanto, a CVM revisitou o comando para esclarecer que a educação continuada não se confunde com recertificação obrigatória dos analistas. Trata-se de obrigatoriedade de os analistas se submeterem a processos de atualização e aprofundamento dos seus conhecimentos, por exemplo, por meio de cursos e palestras.

A Minuta também não exige que tais cursos ou palestras sejam necessariamente organizados pela entidade autorreguladora. A entidade credenciadora pode estabelecer programa de educação continuada que reconheça cursos e palestras ministrados nas instituições que empregam analistas, por exemplo.

Quanto à frequência para averiguar a capacidade técnica dos analistas, a CVM entende que tal questão deve ficar a cargo das próprias entidades credenciadoras.

Os programas de educação continuada das entidades credenciadoras estão sujeitos à prévia aprovação da CVM.

A Instrução reflete os entendimentos acima.

#### **3.6.4 Manutenção de documentos (inciso VI)**

A ANBID sugere que o prazo para a manutenção de documentos pelas entidades credenciadoras seja de três anos.

A CVM entende que o prazo de cinco anos é adequado e não representa ônus significativo para a entidade credenciadora. Além disso, o prazo de cinco anos é compatível com o prazo de



prescrição da pretensão punitiva no âmbito dos processos administrativos federais. Por essas razões, a redação original foi mantida.

### **3.6.5 Divulgação dos dados dos analistas (inciso VIII)**

A APIMEC não gostaria de divulgar ao público em geral o número de Cadastro de Pessoas Físicas do Ministério da Fazenda - CPF/MF dos analistas, pois isso poderia gerar constrangimentos de várias ordens, inclusive sua utilização fraudulenta por terceiros. Ela sugere fornecer, em seu lugar, a data do credenciamento.

A ANBID também entende ser desnecessário disponibilizar os CPFs dos analistas de forma irrestrita.

Os comentários são pertinentes e estão refletidos na Instrução.

### **3.6.6 Divulgação de documentos e exames em inglês**

A ABBI sugere que a CVM exija que as entidades credenciadoras divulguem versões em inglês dos seus principais documentos, tais como o código de conduta profissional, as informações sobre os exames de ética e qualificação técnica e o seu programa de educação continuada.

A ABBI sugere, ainda, que a CVM estabeleça a obrigação de que o exame de qualificação técnica também seja aplicado em língua inglesa. A ABBI acredita que essa providência facilitaria o acesso dos analistas estrangeiros ao mercado brasileiro, *“combatendo os atuais problemas de dificuldade e falta de celeridade no ingresso de profissionais”*.

Conforme dispõe o art. 20 da Minuta, os analistas estrangeiros poderão ter seus relatórios distribuídos no Brasil desde que a instituição que os distribua obtenha as declarações previstas no art. 17 e faça as declarações previstas no art. 18. Analistas estrangeiros atuando fora do Brasil não precisarão, portanto, ser certificados no país.

Com essa estrutura, a CVM entende que a maior parte dos problemas relacionados à



distribuição de relatórios produzidos por analistas estrangeiros estará resolvida.

Restarão ainda aqueles analistas estrangeiros que atuam no Brasil e, por isso, precisarão de certificação nacional.

Caso os analistas estrangeiros desejem ser certificados, precisarão comprovar capacitação técnica, o que pode ser feito por meio de um dos exames admitidos ministrados em inglês. Esses profissionais também devem passar no exame de conteúdo nacional que, em princípio, é ministrado em português.

É possível que haja alguma demanda por testes sobre o conteúdo nacional em outras línguas. Embora a CVM entenda que seria desejável que a prova estivesse disponível em outros idiomas, é preciso considerar que a demanda por tais provas pode não ser muito grande e os custos de elaboração e manutenção dessas provas pode ser significativo.

Assim, a CVM entende que é conveniente esperar até que o novo sistema seja implementado para averiguar qual é a demanda remanescente e se faz sentido exigir que as entidades credenciadoras apliquem provas de conteúdo nacional em outros idiomas.

Por essas razões, o texto original foi mantido.

### **3.7 Solicitação de certidões sobre analistas (art. 8º)**

O Unibanco sugere que os pedidos de certidões de analistas só possam ser atendidos mediante autorização prévia do analista.

A CVM acredita que a restrição é desnecessária. Isto porque, as certidões somente podem ser solicitadas por certas pessoas e em situações bastante específicas.

Primeiro, somente as pessoas indicadas no art. 2º, incisos II e III da Minuta podem solicitar certidões. Esse grupo de pessoas é bastante seletivo, de fácil identificação e regulado pela CVM. Outro fato importante é que mesmo as pessoas indicadas no art. 2º, incisos II e III da Minuta só podem pedir certidões em certas circunstâncias. Tais certidões somente serão emitidas



em relação aos analistas vinculados à instituição ou em relação àqueles analistas que estejam passando por processo de seleção para futura vinculação ou contratação.

Assim, o dispositivo já é bastante limitado e parece desnecessário acrescentar ainda mais uma restrição. Por essas razões, a redação original foi mantida.

Sugere, também, que o histórico disciplinar do analista autônomo seja disponibilizado na rede mundial de computadores.

A colocação do histórico disciplinar do analista autônomo na rede mundial de computadores geraria uma assimetria desnecessária no tratamento do analista autônomo e daqueles vinculados a uma instituição, o que é indesejável.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

### **3.8 Compromisso de busca por informações idôneas no código de conduta profissional (art. 9º, inciso II)**

Gustavo Grebler alega que o dever de investigar é de extrema importância em função da relação diferenciada mantida entre o analista de valores mobiliários e o seu cliente, o que justificaria que o código de conduta obrigatoriamente dispusesse sobre este aspecto dos deveres do analista de forma expressa. Ele sugere que a expressão “*compromisso de busca por informações idôneas e fidedignas para serem utilizadas em análises, recomendações e apresentações feitas pelo analista*” seja substituída por “*compromisso de investigar se as informações são idôneas e fidedignas para embasar as análises, recomendações e apresentações feitas pelo analista*”.

A CVM considera a redação atual satisfatória. Por essa razão, a redação original foi mantida.

### **3.9 Requisitos para o credenciamento de analistas (art. 10)**

#### **3.9.1 Exames da qualificação para analistas gráficos (inciso II)**



Gil Deschatre sugere que sejam aplicados exames de qualificação técnica específicos para analistas técnicos ou gráficos. O participante explica que, *“uma vez efetivado o teste do conteúdo brasileiro, os mesmos deveriam ter tratamento diferenciado na continuidade dos exames em questão, que tratariam exclusivamente da matéria acima descrita, podendo em função do exposto, manter apenas opiniões que se relacionariam com o seu conhecimento específico na área gráfica dos estudo de ativos na renda variável (notar que isto não representaria um nível diferenciado e sim, uma qualificação clara existente nos mercados mundiais)”*.

A CVM discutiu a questão de dividir os analistas em duas categorias, os fundamentalistas e os gráficos, no processo de elaboração da Minuta. No entanto, tendo em vista que a Minuta regula a atividade de análise de maneira principiológica e que todos os comandos seriam aplicáveis a ambas as categorias de analistas, a CVM decidiu que a possível divisão dos analistas em categorias pode, por enquanto, ser deixada a cargo da entidade credenciadora, por autorregulação.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

### **3.9.2 Vedação de credenciamento de analistas condenados (parágrafo único)**

A APIMEC sugere que a vedação de credenciamento de analistas condenados criminalmente também se aplique a analistas condenados no exterior por crimes cujos tipos sejam idênticos ou similares aos citados na Minuta. Além disso, com o intuito de evitar que o processo se torne *“desnecessariamente burocrático”*, acrescenta que a apresentação de uma declaração escrita do candidato bastaria para a comprovação da inexistência de condenação.

O comando em questão segue a regra em vigor para os administradores das sociedades por ações, conforme dispõe o art. 147, § 1º, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

Nada no comando especifica o local da condenação, por isso, em princípio, não impede a entidade credenciadora de exigir uma declaração que abranja também outras jurisdições.

Finalmente, com relação à forma de comprovação da ausência de condenação do





candidato a analista de valores mobiliários, embora concorde com a sugestão de apresentação de declaração, a CVM entende que a definição sobre tal medida, de ordem estritamente prática, deve ficar a cargo da entidade credenciadora.

Por essas razões, a redação original foi mantida.

### **3.10 Dever da entidade credenciadora de comunicar a CVM sobre a existência de indícios de infração grave (art. 11, inciso I)**

Gustavo Grebler sugere que o trecho “*imediatamente após o conhecimento, informação sobre indícios de ocorrência de infração grave às normas da CVM*” seja substituído por “*a entidade credenciadora deverá adicionalmente informar, por escrito, a identidade do analista sobre quem existem indícios de infração às normas da CVM, e as medidas que serão tomadas para que a infração grave seja apurada*”.

A CVM entende que os procedimentos de comunicação entre o seu corpo técnico, no caso a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais - SIN, e as entidades credenciadoras estarão mais bem acomodados nos documentos que tratam do protocolo, regras e procedimentos dos trabalhos conjuntos desenvolvidos pela entidade e a CVM, e não em Instruções. Isto porque, os primeiros são modificados com maior flexibilidade e podem, de maneira dinâmica, refletir decisões das equipes de trabalho, enquanto Instruções são documentos cuja alteração depende de debate com os diversos participantes do mercado.

Por essa razão, o comentário não foi aceito.

### **3.11 Obrigações das instituições com as quais os analistas mantêm vínculos (art. 12)**

#### **3.11.1 Influência dos interesses comerciais das instituições (inciso II, ‘b’)**

A APIMEC sugere a adoção da seguinte redação: “*b) evitar que seus próprios interesses comerciais, ou aqueles de seus clientes, influenciem o trabalho dos analistas a elas vinculados*”.



O comentário é pertinente e está refletido na Instrução.

O IBRI sugere a substituição da expressão “evitar a influência” por “impedir a influência”.

O comentário é pertinente e está refletido na Instrução.

### **3.11.2 Divulgação do conjunto de regras previsto no inciso II (inciso IV)**

A ABBI entende que as políticas de controle e fiscalização são elaboradas de acordo com as necessidades intrínsecas de cada instituição e demandam um considerável investimento de tempo e de capital, bem como refletem os problemas íntimos de cada instituição. Nesse sentido, a participante acredita que a divulgação dessas políticas pode expor excessivamente e comprometer estratégias da instituição, de forma que a sua confidencialidade deve ser protegida.

Em função desses argumentos, a ABBI sugere que a redação seja alterada de maneira que as instituições empregadoras de analistas disponibilizem, em sua página na rede mundial de computadores, “*apenas uma síntese, um resumo do seu conjunto de regras de controle interno, enquanto que a íntegra de cada política seja disponibilizada apenas à CVM*”.

O Unibanco sugere que a divulgação do conjunto de regras previsto no inciso II seja feita somente quando a instituição receber alguma solicitação.

A CVM entende que as regras a respeito das matérias tratadas nas alíneas do inciso II não abrangem questões estratégicas (procedimentos internos para (i) assegurar que o analista desempenhe suas funções com independência; (ii) impedir que seus próprios interesses comerciais, ou aqueles de seus clientes, influenciem o trabalho dos analistas a elas vinculados; (iii) identificar, administrar e eliminar eventuais conflitos de interesses que possam afetar a imparcialidade dos analistas a elas vinculados e de seus relatórios de análise; e (iv) que os comandos dos arts. 15 a 20 sejam obedecidos em todos os relatórios de análise publicados, divulgados ou distribuídos).

Ao contrário, é importante que os leitores dos relatórios tenham acesso fácil a tais



informações, para que possam avaliar o rigor dos controles internos das instituições que os distribuem.

Por essas razões, a redação original foi mantida.

### **3.11.3 Comunicação de indícios de infrações (incisos V e VI)**

A ABBI sugere a supressão da expressão “*tão logo tenha conhecimento*” dos incisos V e VI. Ela acredita que o mais prudente, nesse caso, seria realizar a comunicação somente após a efetiva constatação da infração, isto é, posteriormente à aplicação das regras previstas nos procedimentos de controles internos elaborados por cada instituição.

Cabe à CVM ou à entidade credenciadora, no âmbito de suas normas, determinar se um ato configura ou não infração. Por isso, faz sentido que as entidades a que os analistas estejam vinculados comuniquem os indícios de atos que podem configurar infração tão logo tomem conhecimento deles para que a investigação na CVM ou na entidade credenciadora possa ser iniciada.

Por essas razões, a redação original foi mantida.

### **3.11.4 Segregação física da equipe de análise (inciso VII)**

A Ágora CTVM alega que a imposição de uma organização espacial nas empresas a que os analistas sejam vinculados, baseada na segregação física das instalações onde a equipe de análise desenvolva suas atividades daquelas em que são desenvolvidas as demais atividades da instituição, parece inócua diante dos efeitos pretendidos com a adoção de tal medida.

Tal participante argumenta que nem mesmo as diretivas europeias citadas na exposição de motivos da Minuta consideram necessária a segregação física da equipe de analistas de valores. Com isso, ela acredita não ser necessário o completo isolamento dos analistas, bastando a adoção de regras internas e de **compliance** pelas instituições que fixem barreiras informativas. Com base nesses argumentos, a Ágora CTVM pede a exclusão da obrigação contida no art. 12, inciso VII, da Minuta.



A separação física da equipe de analistas é uma prática comum em conglomerados financeiros e decorre da exigência de diversas legislações nacionais, inclusive europeias.

A segregação física também não é novidade em nosso regramento. A Instrução CVM nº 306, de 5 de maio de 1999, já prevê que administradores de carteira devem adotar procedimentos operacionais com o objetivo de promover “*a segregação física de instalações entre áreas responsáveis por diferentes atividades prestadas relativas ao mercado de capitais, ou definição clara e precisa de práticas que assegurem o bom uso de instalações, equipamentos e arquivos comuns a mais de um setor da empresa*”.

Por essas razões, a redação original foi mantida.

Segundo Gustavo Grebler, a segregação física não é eficaz. Explica que a norma brasileira deveria se inspirar no tratamento existente em mercados desenvolvidos. O participante sugere que seja inserida no artigo a seguinte previsão: “*assegurar que relatórios ou termos de relatórios elaborados por seus analistas não se sujeitem à aprovação ou interferência de outros departamentos da instituição ou do emissor, ressaltando-se, somente, para verificações sobre os fatos que levaram às conclusões dos analistas*”.

A CVM entende que a preocupação apresentada pelo participante já se encontra amparada pelo disposto no art. 12, inciso II.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

### **3.11.5 Estruturação da remuneração dos analistas (§ 2º)**

No edital de audiência pública, a CVM demonstrou especial interesse em receber comentários e sugestões sobre “*a necessidade de estabelecer na Minuta procedimentos mais detalhados sobre a estrutura de remuneração de analistas para garantir que a sua imparcialidade não seja afetada. Em especial, gostaríamos de receber comentários sobre a necessidade de se vedar remuneração relacionada com a flutuação do preço de qualquer valor*”.



*mobiliário, transações específicas, ou com recomendações contidas em seus relatórios de análise;”.*

ANBID, APIMEC, Gustavo Grebler, IBRI e Unibanco apresentaram comentários sobre essa questão. Os comentários da ANBID estão no item 3.15.5 deste relatório.

A APIMEC entende que os mecanismos de remuneração variável, “*tradicionais nessa indústria financeira*”, não devem ser condenados indiscriminadamente e que não são nocivos *per se* aos interesses dos investidores. A APIMEC é contrária a qualquer iniciativa no sentido de regular a forma de remuneração dos analistas. A participante defende que a parcialidade, caso se verifique, pode e deve ser punida exemplarmente, sem que se “*penalize*” a atividade dos analistas e sua remuneração. Assim, a participante sugere a exclusão do § 2º do art. 12, pois entende que a preocupação com a imparcialidade dos analistas não pode impedir de forma indiscriminada a existência de mecanismos de remuneração variável, tradicionais nessa indústria financeira.

De outro lado, Gustavo Grebler entende que o detalhamento da estrutura de remuneração deve ir além do previsto na Minuta. Ele sugere um alinhamento com as regras da **National Association of Securities Dealers – NASD**, aprovadas pela **Securities and Exchange Commission – SEC** em maio de 2002, conforme segue:

*“As pessoas indicadas estão obrigadas a:*

- I – abster-se de vincular a remuneração de seus analistas a operações específicas;*
- II – divulgar em seus relatórios se a remuneração está vinculada à receita da instituição;*
- III – divulgar em seus relatórios caso tenha recebido remuneração direta ou indireta do emissor dos valores mobiliários, no período de 12 meses anterior à divulgação da recomendação, e se tem expectativa razoável de vir a recebê-la nos 3 meses seguintes à recomendação;*
- IV – divulgar se o emissor dos valores mobiliários é cliente da instituição efetuando a recomendação.”*

O IBRI sugere que seja vetada toda e qualquer remuneração relacionada “*à transação específica*”, mantendo-se a remuneração do analista atrelada ao seu desempenho pessoal e à aderência e qualidade de suas recomendações.



O Unibanco sugere que a remuneração variável do analista esteja atrelada à sua performance pessoal e à qualidade de suas recomendações. O participante acredita que seria conveniente que o analista assinasse um **disclaimer** no sentido de que sua remuneração fixa e variável não afeta sua imparcialidade.

A intenção da CVM não é limitar a remuneração variável do analista ou estabelecer regras quanto à sua determinação. A Minuta exige exclusivamente que a remuneração dos analistas seja estruturada de maneira que a sua imparcialidade não seja afetada. Este comando está em linha com a regulamentação internacional e evita situações de conflito de interesses. A CVM entende que a redação da Minuta é adequada para esse fim.

Em relação à sugestão de alinhar a Minuta com as regras norte-americanas, informamos que os arts. 12, 17 e 18 já possuem regras semelhantes às aquelas sugeridas.

Por essas razões, a redação da Minuta foi mantida.

### **3.12 Cronograma de enquadramento das equipes de análise (art. 14)**

#### **3.12.1 Necessidade do registro de analistas (caput)**

A ANBID acredita que a atual redação deixa em aberto a possibilidade de um analista jamais obter registro e ser alocado ao longo de toda sua carreira dentro da cota de analistas não credenciados. Portanto, a referida associação sugere que seja estabelecido um prazo máximo de 3 anos para que um analista obtenha a certificação. Após o prazo de 3 anos, os analistas que não obtiverem certificação não mais poderiam exercer esta atividade profissional.

A CVM acredita que é uma boa política interna das instituições que empregam analistas de valores mobiliários instituírem um prazo para que seus analistas se credenciem, de modo que as vagas para pessoas sem credenciamento sejam reservadas para entrantes e situações excepcionais, como, por exemplo, analistas baseados no Brasil que teriam dificuldades para se submeter a um exame em português.



Por causa desses casos excepcionais, a CVM acredita que é conveniente deixar para a instituição julgar quais analistas devem obrigatoriamente se credenciar, sob pena de perder o emprego, e quais merecem sua posição independentemente do credenciamento.

Por essas razões, a redação original foi mantida.

A ANBID sugere, também, que os estagiários sejam excluídos do conceito de equipe e, portanto, não sejam computados para efeito do cálculo dos percentuais de certificação. Também deveriam ser excluídos os profissionais contratados unicamente para pesquisa de campo e demais profissionais (equipe de apoio) que não tenham acesso a informações para a elaboração de relatório de análise.

O comentário do participante é uma sugestão de interpretação da norma. A interpretação de uma norma só pode ser dada no momento de sua aplicação.

Por essas razões a redação original foi mantida.

A ANBID alega que as equipes de análise contam com profissionais localizados em diversas partes do mundo, que não são dedicados a fazer análise de valores mobiliários no Brasil, para os quais é impraticável exigir certificação no Brasil. Em função disso, a ANBID sugere que a equipe à qual a Minuta se refere seja composta pelos profissionais que estão domiciliados no Brasil e os que sejam subordinados a estes. Para os demais profissionais que estão domiciliados no exterior, *“a condição necessária seria que estes profissionais estejam habilitados a exercerem a atividade de analista de investimentos nos seus respectivos países”*.

A Minuta não é aplicável a analistas de valores mobiliários residentes no exterior, exceto pelas disposições específicas que tratam da distribuição de relatórios produzidos no exterior (art. 20), por isso, as equipes de análise não devem incluir referidos analistas no cômputo dos limites previstos no **caput** do art. 14.

O Unibanco questiona se o responsável pelo credenciamento é o analista ou as pessoas do art. 2º, incisos II e III, e alega que a Minuta não estabelece prazo para as pessoas do art. 2º, incisos II e III, credenciarem novos analistas.





A CVM revisitou o comando e entende ter esclarecido as dúvidas levantadas pelo participante.

### **3.12.2 Prazo para enquadramento de 30% da equipe de análise (inciso I)**

Tendo em vista que a Minuta ainda está em discussão, ABBI e Unibanco pedem a revisão da exigência de que 30% da equipe de análise esteja credenciada em 31.12.2009.

A CVM revisitou o comando e entende ter atendido ao pleito dos participantes.

### **3.12.3 Comunicação de desenquadramento do percentual de analistas credenciados (§ 1º)**

O IBRI sugere que as instituições às quais os analistas estejam vinculados, além de comunicar à CVM, devem informar ao mercado, por meio de suas páginas na rede mundial de computadores, o desenquadramento de suas equipes de análise.

Tendo em vista que os desenquadramentos podem ser temporários e involuntários, bem como não necessariamente indicar qualquer comprometimento da qualidade ou parcialidade dos relatórios de análise, a CVM entende que a divulgação na rede mundial de computadores seria excessiva.

Caso o desenquadramento perdure por período superior ao permitido na Instrução, a CVM analisará caso a caso e tomará as medidas cabíveis.

### **3.12.4 Prazo para reenquadramento da equipe de análise (§ 2º)**

Na opinião da ANBID, é necessário assegurar a compatibilidade da exigência prevista no § 2º com a frequência das provas oferecidas pelas entidades credenciadoras, abrangendo, ao menos, a realização de dois exames de certificação. Ela alega que, “*como o intervalo entre as provas é atualmente muito longo*”, o prazo de 90 dias seria impraticável, uma vez que



efetivamente não teriam sido realizados exames de certificação neste prazo e, portanto, seria impossível o reenquadramento.

O Unibanco sugere que o prazo de 90 dias para o reenquadramento da equipe de análise seja estendido para 180 dias para evitar que eventuais contingências no mercado acarretem o descumprimento da norma.

Os comentários são pertinentes e estão refletidos na Instrução.

### **3.13 Elaboração do relatório de análise (art. 15)**

#### **3.13.1 Língua do relatório de análise (caput)**

A APIMEC sugere que os relatórios de análise distribuídos no Brasil, ainda que originalmente redigidos em língua estrangeira, estejam também disponíveis em vernáculo. Alega que essa medida garantiria a plena compreensão por qualquer investidor das recomendações contidas no relatório.

A CVM entende que esta é uma matéria que não necessita de sua intervenção. Os relatórios de análise são distribuídos tipicamente para clientes e é interesse de quem os distribui que os clientes entendam o conteúdo do relatório. Assim, ainda que nada determine a norma, se os clientes não souberem outras línguas, será natural que tais relatórios sejam traduzidos pelas instituições ou analistas que os distribuem.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

#### **3.13.2 Prazo de validade do relatório de análise (§ 3º)**

Para a ANBID, este dispositivo não parece condizente com as práticas de mercado ou com a realidade, pois os relatórios de análise não possuem limite de horizonte de tempo ou prazo de validade. Segundo a ANBID, os relatórios são válidos até que outro relatório seja divulgado.

O comentário é pertinente e está refletido na Instrução.



O IBRI sugere que os relatórios elaborados pelos analistas de valores mobiliários tenham prazos de validade expressos claramente na capa. Tais prazos poderiam ser anuais, semestrais ou trimestrais e deveriam ser revistos pelo menos trimestralmente quando da divulgação de resultados da companhia aberta e no advento de um fato relevante que altere substancialmente os prognósticos da companhia objeto da análise. Atingido o referido período e não sendo possível que o analista realize sua revisão, a sugestão é de que o analista deva divulgar ao mercado que tal relatório encontra-se “*em revisão*” ou que a análise será descontinuada.

A CVM entende que a definição, ou não, de um prazo de validade para o relatório deve partir da própria equipe de análise.

### **3.14 Identificação do analista responsável pelo relatório de análise (art. 16)**

A APIMEC sugere que a Instrução outorgue competência às entidades credenciadoras para que estas possam regulamentar a forma de identificação dos analistas. Segundo ela, essa providência garantiria uma uniformidade de procedimento que traria mais garantias ao investidor.

A CVM entende que o disposto no art. 16 não prejudica o poder de editar normas de autorregulação das entidades credenciadoras.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

### **3.15 Declarações sobre conflitos de interesse do analista (art. 17)**

#### **3.15.1 Exigência de declarações positivas (inciso II)**

A Minuta propõe dois tipos de mudança nas declarações dos analistas nos relatórios. Primeiro, tais declarações passam a ser necessárias somente quando positivas, com o objetivo de que elas se tornem mais curtas e mais úteis ao investidor. A ANBID acredita que a exigência apenas de declarações positivas poderia trazer algum prejuízo ao investidor. A participante entende que, caso seja detectado **a posteriori** que havia uma situação de conflito de interesse, o



fato de haver uma declaração negativa por parte do analista “*tornaria qualquer avaliação da CVM e/ou da entidade credenciadora mais objetiva e melhor embasada*”.

A CVM acredita que a exigência apenas de declarações positivas tornará mais claro o texto que trate das situações de potencial conflito de interesses.

Todavia, a ausência de uma “declaração negativa” no relatório de análise não impedirá que a CVM realize investigações e eventualmente aplique sanções no caso de infração.

Por essas razões, a redação original foi mantida.

### **3.15.2 Aplicação a todos os analistas que participaram da elaboração do relatório (inciso II)**

A ANBID sugere que o inciso II seja aplicável a todos os analistas que participarem da confecção do relatório e da análise, ainda que não sejam signatários.

O comentário é pertinente e está refletido na Instrução.

### **3.15.3 Vínculos dos analistas com pessoa que trabalhe para o emissor (inciso II, ‘a’)**

O Unibanco solicita que a expressão “vínculo” seja definida e pergunta se este vínculo seria por parentesco, empregatício ou outros motivos.

A redação deste dispositivo está em linha com o padrão utilizado no art. 5º, inciso II, da Instrução nº 388, de 2003. Assim, tanto a área técnica quanto o mercado já vem interpretando essa expressão, sem que se tenha notado dificuldades relevantes. Por essa razão, a redação original foi mantida.

### **3.15.4 Titularidade de valores mobiliários objeto (inciso II, ‘b’), envolvimento na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários (inciso II, ‘c’) e interesse financeiro (inciso II, ‘d’)**



A ANBID defende que o analista não pode ser obrigado a prestar informações sobre seu cônjuge ou companheiro. Adicionalmente, ela considera a declaração excessiva, pois os analistas podem ter investimentos em fundos ou em outros veículos sobre os quais não possuem administração discricionária. Neste caso, o analista não possui a informação sobre as posições detidas e nem o poder de decisão sobre compras ou vendas destes valores mobiliários.

Gustavo Grebler sugere a supressão desta alínea em virtude de sua sugestão apresentada em relação ao art. 4º (vide item 3.4).

A CVM considera o dever do analista de informar se o seu cônjuge ou companheiro é titular de valores mobiliários que sejam objeto de seus relatórios de análise bastante relevante para identificação de situações de conflito de interesses.

Os comentários concernentes às aplicações em cotas de determinados fundos de investimento foram considerados pertinentes e estão refletidos na Instrução.

### **3.15.5 Remuneração influenciada pelas recomendações, flutuações de valores mobiliários ou receitas de pessoa vinculada (inciso II, 'e')**

A ANBID não faz comentários específicos sobre esse dispositivo, mas se refere a eles respondendo à pergunta colocada pela CVM no Edital de Audiência Pública sobre a estrutura de remuneração do analista. Para a ANBID, a CVM está correta em buscar um alinhamento entre a forma de remuneração do analista e o objetivo de limitar situações que possam configurar conflitos de interesse.

Entretanto, a ANBID acredita serem necessários alguns cuidados ao buscar este alinhamento. Para ela, a remuneração do analista deveria estar vinculada ao desempenho dos ativos sobre os quais ele realiza a análise porque em geral o seu desempenho é avaliado de acordo com o número de acertos. O que se deveria buscar coibir é que o analista seja remunerado para divulgar uma opinião ou recomendação específica.



Além disso, a ANBID avalia como correta “a vedação de remuneração em função de qualquer transação específica”. A participante ressalta, no entanto, que a remuneração do analista pode estar vinculada ao resultado global de um conjunto de transações.

Primeiro cabe esclarecer que, a CVM entende que a Minuta não impede que os analistas sejam remunerados pelo número de acertos obtidos e nem considera que esse tipo de remuneração esteja vinculada à variação de um papel. Da mesma forma, não parece razoável interpretar que o comando da Minuta esteja se referindo a remunerações vinculadas ao desempenho global da empresa ou conglomerado a que pertença.

Por essas razões, a CVM acredita que o texto original não causará as interpretações indicadas pela participante.

Gustavo Grebler sugere que o analista tenha a obrigação de declarar “*que sua remuneração ou esquema de compensação do qual é integrante não se encontra atrelado à precificação de quaisquer dos valores mobiliários emitidos por companhias analisadas no relatório, ou às receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela instituição a qual está vinculado, se for o caso*”.

Conforme exposto no item 3.11.5 acima, a CVM considera que a regra que exige que a remuneração dos analistas seja estruturada de maneira que a sua imparcialidade não seja afetada, combinada com os dispositivos previstos no art. 12, § 1º, no art. 17, inciso II, e no art. 18, § 1º, incisos III e V, já são suficientes para regulamentar a remuneração dos analistas.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

### **3.15.6 Leitura das declarações dos analistas em exposição pública (§§ 1º e 2º)**

ABBI, Ágora CTVM, ANBID e APIMEC apresentaram manifestações contrárias à atual redação dos §§ 1º e 2º do art. 17.

A ABBI acredita que a obrigação de repetir os avisos previstos nos incisos I e II em qualquer tipo de contato verbal travado entre o analista e os seus clientes criaria dificuldades e



entraves desnecessários. A participante acredita que os investidores estariam mais bem protegidos caso os analistas tivessem que disponibilizar em endereço eletrônico na rede mundial de computadores todas as declarações exigidas pela regulamentação em vigor, ao invés de proferi-las oralmente.

A ABBI sugere a inclusão de um § 3º ao art. 17, prevendo que as declarações somente deveriam ser proferidas em exposições públicas, apresentações, reuniões e conferências telefônicas que reunissem mais de 10 pessoas interessadas nas informações a serem divulgadas pelos analistas.

A Ágora CTVM alega que, da forma como está previsto na Minuta, os programas de TV e de áudio apresentados por analistas, ou tendo os mesmos como convidados, seriam completamente tomados pela leitura das referidas declarações e por vezes perderiam o seu objetivo principal, qual seja, levar a informação aos investidores.

A Ágora CTVM sugere que, em programas de TV e áudio, a leitura das referidas declarações seja feita de modo padronizado, com pessoa (que não necessariamente o analista) emitindo as declarações no final de cada programa. A proposta é tratar os conflitos de interesses e situações que afetem a imparcialidade da análise de valores com maior individualidade. Para tanto, a participante sugere que somente nos casos em que fossem detectadas as situações de conflito exemplificadas no art. 17, inciso II, alíneas “a” a “e”, os analistas tivessem que emitir pessoalmente as declarações.

A participante sugere, também, que seja permitida a veiculação de uma única leitura padrão para todos os analistas participantes da exposição, ao final do programa. Desta forma, somente nos casos em que fossem detectadas as situações de conflito exemplificadas no art. 17, inciso II, alíneas “a” a “e”, os analistas deveriam emitir pessoalmente tais declarações (através de leitura), também na forma do § 3º do art. 18.

De acordo com a ANBID, a emissão de qualquer opinião sobre investimentos em um ativo mobiliário por parte de um analista tem que ser precedida de ao menos um relatório no qual as opiniões do analista são apresentadas e as bases para a recomendação de investimento são transmitidas. Este relatório inclui também os riscos associados ao investimento e todas as declarações sobre conflitos de interesses. Para a ANBID, todos os investidores com os quais o





analista terá contato receberam antecipadamente um material contendo todas as declarações. Desta forma, a participante acredita que os investidores já terão sido informados adequadamente sobre situações de potencial conflito de interesses antes dos contatos pessoais.

Ainda segundo a ANBID, a quantidade de contatos telefônicos por analista é muito alta (centenas de contatos por mês), o que reforçaria a impraticabilidade de se ler as declarações. Para a ANBID, o principal objetivo dos contatos telefônicos é manter o investidor informado sobre atualizações das opiniões dos analistas, em função de fatos novos ou da oscilação das ações.

A ANBID sugere que, nos casos de manifestação na mídia, seja incluído na matéria ou imagem, uma chamada contendo o endereço na rede mundial de computadores no qual possam ser encontradas as declarações do analista relativas às empresas mencionadas.

A APIMEC sugere substituir a leitura da declaração referida no § 1º do art. 17 por uma declaração simples, de que a análise exposta obedece à regulamentação em vigor. A participante alega que em algumas exposições públicas, como é o caso dos programas de televisão, o tempo do analista é bem menor do que o necessário à leitura da declaração.

A redação dada aos §§ 1º e 2º do art. 17 foi substancialmente alterada e, assim, a CVM entende ter atendido às preocupações dos participantes.

Na medida em que apenas declarações que identifiquem situações de conflito de interesses existentes deverão ser feitas pelos analistas, a maioria dos problemas práticos apontados ficou muito mitigada. Isso permite que sejam mantidas as declarações que fornecerão aos ouvintes informações consideradas, pela CVM, como imprescindíveis à sua avaliação crítica sobre a recomendação transmitida.

### **3.16 Declarações sobre conflito de interesses das instituições (art. 18)**

#### **3.16.1 Participações societárias relevantes (§ 1º, inciso I)**

A ABBI sugere que a redação do inciso I seja alterada, de maneira a elucidar através de exemplos ou números, o seu entendimento sobre o conceito de “*participação societária*”



*relevante*”. A participante sugere que essa participação societária seja definida com base no patrimônio da instituição à qual o analista esteja vinculado.

O IBRI sugere a adoção da seguinte redação para o inciso I:

*“I - tenham participações societárias relevantes no emissor objeto do relatório de análise ou em que o emissor objeto do relatório de análise, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum tenham participações relevantes, a exemplo da Instrução CVM nº 358, art. 12, nas pessoas indicadas no art. 2º, incisos II e III, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum;”*

As situações descritas nos incisos I a V do § 1º do art. 18 são exemplificativas. Elas foram incorporadas ao texto da Minuta para auxiliar as pessoas e instituições mencionadas nos incisos II e III do art. 2º a identificarem potenciais conflitos de interesses ou situações que possam afetar a imparcialidade do relatório.

O conceito de “participações relevantes”, por sua vez, é definido pelas normas contábeis.

Por essas razões, a redação original foi mantida.

### **3.16.2 Interesses financeiros e comerciais relevantes (§ 1º, inciso II)**

A ABBI sugere que a redação do inciso II seja alterada, de maneira a elucidar através de exemplos ou números o seu entendimento sobre o conceito de “*interesses financeiros e comerciais relevantes*”.

Segundo Gustavo Grebler, a redação contida no inciso V do art. 5º da Instrução CVM nº 388, de 2003, previa a obrigação de o analista divulgar: “*se ele ou instituição à qual esteja vinculado recebe remuneração por serviços prestados ou apresenta relações comerciais com qualquer das companhias cujos valores mobiliários foram alvo de análise no relatório divulgado, ou pessoa natural ou pessoa jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse desta companhia*”. Gustavo Grebler salienta que conflito de interesses de mesma natureza ocorre em distribuições secundárias, além de primárias, casos em



que a distribuição não é efetuada pelo emissor e que não estaria abrigado pelos exemplos. Por isso, sugere a adição, ao lado de “emissor”, de “ou pessoa engajada em processo de distribuição de valores mobiliários” de forma a tornar o dispositivo adequadamente eficaz.

O IBRI sugere a adoção da seguinte redação para o inciso II:

*“II - tenham interesses financeiros e comerciais relevantes, a exemplo da Instrução CVM nº 358, art.12, em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto do relatório de análise;”*

Conforme entendimento da CVM relativo ao inciso I acima, expresso no item 3.16.1 deste relatório, as situações descritas nos incisos I a IV do § 1º do art. 18 são exemplificativas. Por isso, qualquer outra situação que configure potencial conflito de interesses ou situação que possa afetar a imparcialidade do relatório deverá ser declarada pela pessoa ou instituição mencionada nos incisos II e III do art. 2º.

Por essas razões, a redação original foi mantida.

### **3.16.3 Remuneração por recomendações ou opiniões específicas (§ 1º, inciso III)**

A ANBID entende que a remuneração, direta ou indireta, por recomendações ou opiniões específicas contidas no relatório deve ser vedada, e não objeto de declaração do analista. Para a participante, esta prática é lesiva ao investidor, contrária ao código de ética e conduta das principais instituições e está em desacordo com o princípio da imparcialidade do analista.

O comentário é pertinente e está refletido na Instrução.

### **3.16.4 Envolvimento na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários (§ 1º, inciso IV [atual § 1º, inciso III])**

A ABBI entende que esta regra prejudicaria os negócios desenvolvidos por outras empresas que componham o mesmo grupo econômico da instituição que exerce a atividade de análise, “produzindo questionável resultado prático”.



A participante argumenta que é comum instituições que exercem a atividade de análise “cobrirem” emissores de valores mobiliários que figuram, simultaneamente, como clientes de outras instituições do mesmo grupo econômico das primeiras, como no caso de assessoria em uma fusão ou aquisição. Alega que também é comum que instituições que exercem a atividade de análise estejam ou venham a se envolver na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários objeto do relatório de análise das primeiras. Segundo a ABBI, estas duas situações exemplificativas *“envolvem operações confidenciais que jamais poderiam ser divulgadas ao mercado, apenas por conta da publicação de um relatório cobrindo os emissores em questão.”*

A ABBI argumenta, por fim, que a mera interrupção da divulgação de relatórios de análise poderia, inclusive, *“provocar efeito contrário nos demais participantes”, chamando atenção dos agentes de mercado de que algo relevante ocorre com a emissora dos valores mobiliários antes cobertos com regularidade por uma instituição”*.

A ANBID, na mesma linha, alega que algumas operações nas quais a instituição está envolvida são sigilosas e não podem ser divulgadas. Nesse caso, as instituições deveriam apenas adotar procedimentos de restrição e controle. A situação não deveria ser entendida como objeto de declaração.

O disposto no art. 18º, § 1º, IV, não proíbe que uma pessoa ou instituição mencionada nos incisos II e III do art. 2º, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, se envolvam na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários objeto do relatório por ela emitido.

A obrigação prevista no dispositivo é tão-somente de declarar tal situação, caso se conclua que ela pode afetar a imparcialidade do relatório de análise ou que ela configure ou tenha potencial para configurar conflito de interesses.

Por essas razões, a redação original foi mantida.

### **3.16.5 Leitura das declarações em exposição pública (§ 3º)**



A ABBI discorda da redação proposta ao § 3º do art. 18 da Minuta. A ABBI, de forma semelhante ao seu comentário sobre o art. 17 da Minuta, sugere que, ao invés de emitir oralmente todas as declarações exigidas pela regulamentação em vigor, as instituições disponibilizem as declarações em endereço eletrônico na rede mundial de computadores. A participante sugere, ainda, que apenas sejam consideradas públicas as exposições, apresentações, reuniões e conferências telefônicas que reúnam mais de 10 pessoas interessadas nas informações a serem divulgadas pelos analistas.

A redação dada aos §§ 2º e 3º do art. 18 foi substancialmente alterada e, assim, a CVM entende ter atendido às preocupações da participante.

### **3.17 Distribuição de relatórios de analistas de outras jurisdições (art. 20)**

A ABBI sugere que o termo “*pessoa*” seja substituído por “*instituição responsável pela distribuição*” ou por “*pessoas indicadas no art. 2º, II e III*”.

A inclusão do termo “*pessoa*” no **caput** do art. 20, sem qualquer referência ao art. 2º da Minuta, tem por objetivo deixar claro que a responsabilidade pela obtenção das declarações previstas no art. 17 e emissão das declarações previstas no art. 18 deve recair sobre toda pessoa, natural ou jurídica, que distribuir os relatórios de análise mencionados no art. 20 no Brasil.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

A APIMEC acredita que todos os relatórios de análise, independentemente da jurisdição em que foram elaborados, devem atender às mesmas regras caso sejam divulgados no Brasil. Segundo a participante, uma “*brecha perigosa à impunidade*” poderá ser aberta, caso se admita que estrangeiros possam elaborar relatórios, que serão aqui divulgados, sobre valores mobiliários negociados no Brasil, sem que tais analistas sejam credenciados ou estejam sob a fiscalização da CVM.

A APIMEC sugere que o parágrafo único do art. 20 passe a vigorar com a seguinte redação:



“Art. 20. (...)”

*Parágrafo único. Os relatórios de análise mencionados no **caput** não estão dispensados das exigências contidas no art. 16.”*

A CVM acredita que é não razoável exigir que o analista residente e domiciliado em jurisdições estrangeiras tenha que se credenciar no Brasil. Até o momento, a CVM considera o disposto no art. 20 suficiente para alertar os investidores em relação aos relatórios de análise que possam ser parciais.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

### **3.18 Valor da multa cominatória por descumprimento de prazo (art. 22)**

Gustavo Grebler alega que a multa cominatória diária no valor de R\$ 500,00 é baixa. Em sua opinião, o prejuízo incorrido pelo descumprimento das normas da CVM parece situar-se abaixo do benefício econômico que poderia ser atingido com o descumprimento em número significativo de situações.

O participante sugere o aumento do valor da multa para R\$ 5.000,00 por dia.

O art. 22 da Minuta foi eliminado. Em razão disso, o comentário do participante perdeu o objeto.

## **4. Comentários ao texto da Minuta de Deliberação**

### **4.1 Certificados emitidos em língua estrangeira (art. 1º)**

A APIMEC sugere que a Deliberação ratifique a exigência legal de que os certificados emitidos em língua estrangeira devem ser apresentados juntamente com sua tradução juramentada, a fim de que tenham efeitos jurídicos e sugere a inclusão de parágrafo neste sentido.

Embora a CVM entenda que a tradução juramentada seja uma formalidade excessiva e



desnecessária, a forma de apresentação da certificação necessária ao credenciamento, entre outras exigências da natureza formal, devem ficar a cargo da própria entidade credenciadora, que poderá baixar as normas de autorregulação que considerar pertinentes.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

#### **4.2 Aceitação da certificação do CFA (art. 1º, inciso II)**

A ANBID entende que as equivalências propostas nos incisos I e III são adequadas, entretanto, considera excessiva a exigência dos dois níveis iniciais da certificação do CFA, por julgar que, “*pela comparação do conteúdo dos exames*”, seria suficiente a obtenção de aprovação do **Level I** do CFA.

A CVM entende que a equivalência proposta na Minuta está adequada, uma vez que a legislação norte-americana dispensa expressamente o exame **Series 86** organizado pela **Financial Industry Regulatory Authority - FINRA** somente para os aprovados nos **Levels I e II** do CFA.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

#### **5. Adoção de regras semelhantes para consultores e administradores de carteira**

No edital de audiência pública, a CVM demonstrou especial interesse em receber comentários e sugestões sobre “*a pertinência da adoção de regras semelhantes àquelas propostas por esta Minuta para consultores e administradores de carteira de valores mobiliários. Em especial, aquelas relativas ao credenciamento, conduta profissional e independência. A CVM está, neste momento, analisando possíveis alterações naquelas normas e seria positivo receber comentários quanto a aspectos gerais daquela regulamentação*”.

ANBID, APIMEC, Gustavo Grebler, IBRI e Unibanco apresentaram comentários sobre essa questão. Todos são favoráveis à adoção de regras semelhantes para os consultores e administradores de carteira de valores mobiliários. A única ressalva foi feita pela ANBID, que entende que é necessária uma reflexão sobre a especificidade do credenciamento a ser exigido dos consultores e administradores de carteira de valores mobiliários.





A CVM levará em consideração esses comentários quando da elaboração de novas normas sobre consultores e administradores de carteira de valores mobiliários.

## **6. Outros comentários e sugestões**

O Unibanco alega que a Minuta é silente quanto aos casos em que pessoas mencionadas no art. 2º, incisos II e III, divulguem relatório de análise elaborado por terceiros.

A CVM entende que essa questão é abordada pelo **caput** do art. 18, em relação aos relatórios elaborados por analistas residentes e domiciliados no Brasil, e pelo art. 20, em relação aos relatórios elaborados por analistas residentes e domiciliados em outras jurisdições.

## **7. Observações finais**

As sugestões sobre linguagem, clareza e estilo, quando atendidas, foram inseridas diretamente no texto sem discussão no presente relatório.

## **8. Nova instrução**

A proposta definitiva da instrução, que incorpora as sugestões mencionadas acima está anexa ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 20 de dezembro de 2009.

**LUCIANA DIAS**

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado