



RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 05/2010 – Processo CVM nº RJ-2010-12770

Objeto: Alteração da Instrução que dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários.

1. Introdução

O presente relatório é resultado da Audiência Pública nº 05/2010, que recebeu comentários entre os dias 23 de agosto e 22 de outubro de 2010, tendo por objeto a alteração na Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010, que dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários. A minuta propôs a inserção, entre as vedações previstas no art. 4º, da proibição da participação do analista de valores mobiliários em atividades relacionadas à oferta pública de valores mobiliários e, nesse contexto, ao esforço de venda de produtos e serviços.

Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório é dividido da seguinte forma: (i) introdução; (ii) participantes; (iii) comentários à Minuta; e (iv) proposta definitiva de 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 05/2010. 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 desta autarquia.

2. Participantes

- (i) ABBI - Associação Brasileira de Bancos Internacionais;
- (ii) AMEC - Associação de Investidores no Mercado de Capitais;
- (iii) ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais;
- (iv) APIMEC - Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais;
e
- (v) Banco Itaú BBA S.A.



3. Comentários à Minuta

3.1 Vedação à participação em ofertas públicas de distribuição e operações de fusão e aquisição (art 4º, incisos V e VI)

A ABBI entende que a vedação à participação de analistas de valores mobiliários em qualquer oferta de distribuição ou em qualquer operação de fusão e aquisição, seja de forma direta ou indireta, é a medida mais drástica para a administração de eventual conflito de interesse, em virtude da complexidade que envolve tais atividades.

Nesse sentido, a participante acredita que a vedação deve se restringir às situações em que o nível de conflito de interesses seja elevado, permitindo a atuação dos analistas em determinadas atividades, em conjunto com outras medidas para mitigação de conflitos de interesse.

A ANBIMA entende que determinadas práticas, como o **investor education**¹, não prejudicam a imparcialidade dos analistas de valores mobiliários. Essas atividades seriam inclusive aceitas em diversas jurisdições, desde que observados alguns cuidados.

Desse modo, ABBI e ANBIMA sugerem que a redação disposta no art. 4º, V seja alterada para: “*efetuar esforços de marketing ou esforços de venda de serviços de intermediação de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários e de assessoria financeira em operações de fusões e aquisições*”.

As participantes sugerem a seguinte redação para o art. 4º, VI: “*efetuar esforços para angariar novos clientes para serviços de intermediação de ofertas públicas de valores mobiliários e de assessoria financeira em operações e fusões e aquisições*”.

O Itaú também está de acordo com a vedação relativa à participação de analistas no processo de venda de ofertas, por entendê-la danosa ao mercado e criadora de conflitos em relação à independência do analista. No entanto, considera muito abrangente a vedação em quaisquer

¹ **Investor education** – Atividade de cunho educacional, direcionada a investidores e potenciais investidores de uma oferta pública de distribuição de ações, visando que estes investidores tomem contato com o modelo de negócios do emissor e compreendam melhor as atividades do setor em que a empresa está inserida, construindo assim seus próprios modelos de avaliação. A atividade é desenvolvida via reuniões, realizadas por etapas, sendo (i) reunião com o emissor (para obter informações sobre a empresa e o setor) e (ii) reunião com os investidores (de forma que eles entendam o setor e a empresa e estejam bem preparados para as futuras reuniões de **road show**).



atividades relacionadas a ofertas públicas de valores mobiliários, impedindo a realização de atividades legítimas realizadas pelos analistas no transcorrer de ofertas públicas, tais como o **investor education**, realizado antes do início do esforço de venda da oferta.

No Edital de audiência pública, a CVM se baseou na **Rule 2711** da **National Association of Securities Dealers – NASD**, autorregulador posteriormente substituído pela **Financial Industry Regulatory Authority – FINRA**, em especial, nas regras de restrição à comunicação (item c.4 e 5).

Itaú e ANBIMA também se baseiam na mesma regra, informando que a vedação não seria tão ampla quanto descrita no texto da Minuta proposta, uma vez que não deveria abranger os casos de **investor education**.

De fato, a **Rule 2711** prevê que o analista não pode participar de esforços de vendas em operações relacionadas aos serviços de banco de investimento, nem se comunicar com atuais ou potenciais clientes sobre operações relacionadas a esses serviços na presença de integrantes do banco de investimento ou administradores de companhias emissoras. Não obstante, a proibição não é ampla o suficiente para inviabilizar o **investor education**, como indica o item c.7 da regra americana, que trata da necessidade de a comunicação oral e escrita dos analistas com clientes, no âmbito de ofertas, ser justa, equilibrada e não enganosa².

Isto posto, a CVM inseriu novo parágrafo ao art. 4º e acredita ter atendido à preocupação dos participantes, deixando claro que a vedação prevista no inciso V não impossibilita a atividade de **investor education**.

3.2 Divulgação de relatório (art. 4º, § 2º - atual § 3º)

A ABBI sugere que a redação disposta no art. 4º, § 2º seja alterada para: “§ 2º O disposto no inciso VII do caput não se aplica (i) aos casos em que as partes estritamente factuais do relatório tenham sido divulgadas a terceiros com o objetivo de verificar a veracidade das informações ali

² O Itaú também faz referência ao **Global Settlement** (“Acordo Global”), firmado entre diversas instituições financeiras e a **U.S. Securities and Exchange Commission**, no âmbito de litígio judicial sobre a independência de analistas de valores mobiliários. O Acordo Global estabelece limites à atuação dos analistas, em especial, vedando comunicação conjunta com administradores da companhia emissora ou integrantes do banco de investimento, mas não proíbe comunicações desses analistas aos investidores desde que razoável e, se envolver grupo de dez ou mais investidores, siga ao **fair and balanced standard** (“padrão justo e equilibrado”).



contidas; (ii) à revisão por assessores jurídicos e pelos funcionários do departamento jurídico e de compliance da instituição a que a equipe de análise esteja vinculada”.

A ANBIMA acrescenta à sugestão da ABBI o seguinte trecho: “(...) assim como das demais áreas de suporte da instituição a que a equipe de análise esteja vinculada”.

A sugestão da ABBI foi aceita e está refletida na norma. Já a parte final da sugestão da ANBIMA não foi considerada pertinente, porque torna muito abrangente o dispositivo.

É importante ressaltar que a sugestão aceita está de acordo com o item 2, “b”, da Regra 2711 da NASD, que permite a revisão do relatório por integrantes das áreas jurídica e de controles internos.

Por fim, vale salientar que as partes factuais do relatório excluem recomendações, preço-alvo e conclusões do analista.

3.3 Aplicabilidade da instrução

A AMEC, preocupada com a interpretação abrangente das vedações, sugere a seguinte redação: “§ 3º: *As vedações são aplicáveis tão - somente ao analista de valores mobiliários conforme definição do artigo 1º, não sendo sujeito da presente regra proibitiva a instituição integrante do sistema de distribuição ou a pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM a desempenhar a função de administrador de carteira ou de consultor de valores mobiliários referidas no inciso II do artigo 2º*”.

A sugestão se mostra desnecessária uma vez que a instrução trata apenas de analistas de valores mobiliários. Por essa razão, não foi aceita.

3.4 Envio de informações (art. 14, § 1º)

A APIMEC propôs a alteração da redação constante no artigo 14, § 1º para a que segue: “As pessoas indicadas no art. 2º, incisos II e III devem enviar trimestralmente à CVM e à entidade credenciadora, sua equipe de análise com o atual enquadramento, assim como deve comunicar a ambas o desenquadramento em relação ao disposto no **caput** em até 15 (quinze) dias da data do início do desenquadramento, com as devidas justificativas”.



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

A proposta foge ao escopo da audiência pública e por isso não foi aceita.

4. Proposta definitiva de instrução

A proposta definitiva de instrução, incorporando as sugestões acima descritas, segue anexa a este relatório.

Rio de Janeiro, 23 de outubro de 2013.

Original assinado por

FLAVIA MOUTA FERNANDES

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado