



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 03/17 – Processo CVM SEI nº 19957.001421/2017-33

Objeto: Regulamentação da atividade de analista de valores mobiliários.

Introdução

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, para apresentar ao Colegiado as sugestões enviadas na Audiência Pública SDM nº 03/17, que recebeu comentários do público entre os dias 29 de maio e 28 de julho de 2017.

A audiência teve como objeto minuta de instrução (“Minuta”) que prevê, principalmente, a necessidade de credenciamento de analistas de valores mobiliários constituídos sob a forma de pessoa jurídica junto às entidades credenciadoras autorizadas pela CVM e introduz algumas regras de conduta consideradas pertinentes para as pessoas que exercem a atividade de análise de valores mobiliários.

A exigência de credenciamento de analistas de valores mobiliários constituídos sob a forma de pessoa jurídica junto às entidades credenciadoras autorizadas pela CVM decorre da definição da atividade de consultoria resultante da edição da Instrução CVM nº 592, de 2017, que passou a impossibilitar que uma casa de análise exerça a atividade de análise de valores mobiliários com o registro de consultor.

As manifestações na audiência pública recebidas tempestivamente estão disponíveis na íntegra na página da CVM na rede mundial de computadores,¹ razão pela qual os comentários e sugestões apresentados são citados neste relatório de forma resumida. Sugestões relativas a alterações ortográficas e a ajustes meramente redacionais não estão citadas, mas foram levadas em consideração na elaboração da proposta definitiva de instrução.

Para melhor descrever e comentar as sugestões recebidas, o relatório está organizado da seguinte forma:

¹ Cf. http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2017/sdm0317.html.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Conteúdo do relatório

1. Participantes da audiência pública	3
2. Comentários à Minuta.....	3
2.1. Deveres da entidade credenciadora (art. 5º)	3
2.2. Emissão de certidões por entidades credenciadoras (art. 6º).....	4
2.3. Código de conduta do analista (art. 8º).....	4
2.4. Credenciamento de analista de valores mobiliários pessoa jurídica (art. 10, atual art. 11)...	5
2.5. Regras de Conduta (art. 12, atual art. 13).....	10
2.6. Formas de comunicação (arts. 13 e 14, atuais arts. 14 e 15)	13
2.7. Regras, procedimentos e controles internos (art. 15, atual art. 16)	14
2.8. Informação de relação de gestores (art. 17, atual art. 18).....	15
2.9. Relatório de análise (art. 18, atual art. 19)	16
2.10. Relatório de análise e analistas sediados no exterior (art. 23, atual art. 24).....	16
2.11. Infração grave (art. 24, atual art. 25)	17
3. Outros comentários	17
4. Proposta definitiva de instrução.....	19



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

1. Participantes da audiência pública

Os seguintes participantes manifestaram-se na audiência pública: (i) ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (“ANBIMA”); (ii) APIMEC – Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (“APIMEC”); (iii) CFA Society Brazil (“CFA”); (iv) IBRI – Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (“IBRI”); e (v) Ohr Investimentos.

2. Comentários à Minuta

2.1. Deveres da entidade credenciadora (art. 5º)

Para permitir uma compreensão integrada da norma, APIMEC sugere que o inciso I do art. 5º esclareça que o código de conduta profissional adotado pela entidade credenciadora deve ser elaborado de acordo com o conteúdo mínimo fixado na Seção III do Capítulo II da Minuta.

Propõe também que a redação dos arts. 5º, I, II, “a”, III, 7º, II, “b”, e 9º, III, deixe claro que o código de conduta ali referido é o adotado pela entidade credenciadora.

As sugestões foram acatadas e estão refletidas na versão final da norma.

APIMEC também sugere que o inciso II do art. 5º indique que a entidade credenciadora deve fiscalizar o cumprimento pelos analistas de valores mobiliários por ela credenciados do disposto não só na Minuta, como também em outros normativos que regulem a atividade desses profissionais. O objetivo seria dar legitimidade à entidade credenciadora para fiscalizar e punir os analistas de valores mobiliários não só em função do descumprimento das normas contidas na nova instrução, mas também pelo descumprimento de deliberações emitidas pelo Conselho de Supervisão do Analista e de outras normas emitidas pela CVM.

A sugestão não foi acatada.

O poder punitivo da entidade credenciadora se restringe, tal como consta no inciso III do art. 5º, às infrações ao código de conduta por ela adotado, ao qual o analista de valores



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

mobiliários necessariamente se vincula ao se credenciar na entidade.

Ao verificar o descumprimento de norma emitida pela CVM, a entidade credenciadora deve reportar o fato à autarquia, nos termos do art. 7º, I, e responsabilizar o analista por infração ao seu código de conduta, já que esse inclui previsão de que o analista deve cumprir com a regulamentação emitida pela CVM, conforme art. 8º, IV.

Para que entidade credenciadora possa punir o analista pelo descumprimento de deliberações de seus órgãos de supervisão, basta que o código de conduta da entidade determine que o analista por ela credenciado deva observar as deliberações emitidas por esses órgãos.

2.2. Emissão de certidões por entidades credenciadoras (art. 6º)

APIMEC indica a necessidade de incluir menção ao analista pessoa jurídica no art. 6º da Minuta que trata da obrigação da entidade credenciadora de fornecer certidões, inclusive em relação aos analistas de valores mobiliários que estejam em processo de credenciamento.

O comentário foi acatado e está refletido na versão final da norma.

2.3. Código de conduta do analista (art. 8º)

IBRI sugere a criação de inciso adicional no art. 8º de forma a alinhar o código de conduta do analista de valores mobiliários com as práticas recomendadas pelo guia educativo de prevenção ao **insider trading** elaborado pelo grupo de trabalho “GT Interagentes”.

A sugestão não foi acatada.

Embora as recomendações do guia elaborado pelo GT Interagentes sejam importantes para o aprimoramento das práticas em nosso mercado, não se compreendeu necessário incorporar, como exigência da norma, que o código de conduta deva dispor sobre o relacionamento do analista com os emissores envolvendo informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Isso porque a Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, já impõe regras de conduta em relação ao assunto ao tratar do dever de sigilo e da vedação à negociação em caso de informações relevantes ainda não divulgadas. Dentre essas regras se destaca, em função da importância para o assunto suscitado na proposta do IBRI, o dever da própria administração da companhia de guardar sigilo sobre essas informações (art. 8º da referida Instrução).

2.4. Credenciamento de analista de valores mobiliários pessoa jurídica (art. 10, atual art. 11)

APIMEC entende que a previsão de dois responsáveis distintos dentro da pessoa jurídica – um diretor estatutário, responsável pela implementação e cumprimento dos procedimentos, controles e normas estabelecidas na Instrução, e um analista de valores mobiliários, responsável pela atividade fim – pode ter impacto negativo sobre as entidades de menor porte que não tenham condições de manter a estrutura necessária para atender a exigência.

Nessa linha, a APIMEC sugere que somente as instituições integrantes do sistema de distribuição que exerçam a atividade de analista de valores mobiliários sejam obrigadas a possuir diretor estatutário para atender às atribuições previstas no inciso V, do art. 10, da Minuta. A participante indica que as demais pessoas jurídicas indicadas no art. 3º, III, tipicamente de pequeno porte, poderiam ser autorizadas a atender a exigência por meio da atribuição da responsabilidade a um diretor não estatutário.

CFA, por sua vez, entende que a regra do § 3º do art. 10, que veda a acumulação das funções de diretor responsável e analista responsável, deveria ser relativizada no caso das casas de análise independentes. Essas, por definição, se concentram na atividade de análise de valores mobiliários e não têm acesso a recursos de investidores, estando assim expostas a níveis de conflito de interesses muito menores.

CFA entende que a vedação de acumulação das funções de diretor responsável e de analista responsável somente deve se aplicar às pessoas jurídicas que desempenham várias funções no mercado de capitais e que têm acesso a recursos de investidores. Para melhor mitigar os conflitos de interesse inerentes a essas instituições, tem se desenvolvido o conceito de dupla responsabilização, fazendo com que haja sentido em manter a vedação de acumulação nesse caso.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Para o CFA, a manutenção da proposta pode ter o efeito de desestimular a criação de casas de análise independentes, devido ao elevado custo de manutenção de dois diretores, um deles sem funções relacionadas ao negócio. Isso poderia concentrar ainda mais o mercado de análise em instituições que, por sua natureza, carregam maior potencial de conflitos.

Ohr Investimentos também aponta que existe um custo associado ao duplo controle que pode ser excessivo, especialmente para empresas de pequeno porte que busquem atuar neste segmento.

A participante propõe que a vedação à acumulação da função de diretor responsável e de analista responsável seja obrigatória somente para empresas que tenham em sua equipe de análise no mínimo 5 (cinco) analistas. Empresas que possuem 4 analistas ou menos poderiam acumular as duas funções em um único responsável.

Considerando a obrigatoriedade das empresas de análise terem no mínimo 80% dos seus analistas credenciados, Ohr Investimentos entende que a proposta traz ainda a vantagem de garantir que, em uma empresa que possua até 4 analistas e que tenha um único profissional acumulando as duas funções, todos os analistas sejam credenciados.

Para a participante, o eventual aumento do risco de não cumprimento das normas decorrente da acumulação de funções é em parte reduzido pelo fato de que as empresas nessa situação teriam todos os seus analistas credenciados, e por isso, com uma maior garantia de conhecimento das normas. Além disso, com uma equipe menor, o trabalho de supervisão também é reduzido, o que permite que este seja feito com qualidade, mas com um custo menor, por um único profissional.

A CVM está atenta à questão do custo de observância de seu arcabouço normativo. Nesse sentido, e reconhecendo o porte de parte da indústria de analistas de valores mobiliários constituídos como pessoa jurídica, propôs, na Minuta levada à audiência, que a tradicional estrutura de dois diretores estatutários responsáveis adotada em diversos normativos da Autarquia fosse substituída por uma composta por um diretor de **compliance** e um analista responsável pela atividade fim da pessoa jurídica, o qual não necessitará ser diretor estatutário.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

As sugestões apresentadas pelos participantes no sentido de dispensar que a atividade de **compliance** seja exercida por diretor estatutário ou de permitir que a atividade de **compliance** e de analista responsável possam ser exercidas pela mesma pessoa não garantem a independência e imparcialidade que são necessárias para o exercício dessas funções e criaria um regime regulatório muito distinto do existente para outros participantes do mercado. Assim, as sugestões não foram acatadas.

ANBIMA concorda com a proposta da existência de um diretor estatutário responsável por atividades de **compliance** e de um analista responsável. Não obstante, entende que a norma deve permitir que o diretor responsável exerça outras funções de controle na instituição ou em outras sociedades controladoras, controladas, coligadas ou sob controle comum, não sendo adequado limitar suas funções somente à atividade de análise. Por esse motivo, sugere alterações na redação do § 4º e do § 5º do art. 10 (atuais §§ 4º e 6º do art. 11), para distinguir o tratamento dado ao diretor estatutário responsável por atividades de **compliance** e ao analista responsável.

A redação do § 5º (atual § 6º) não estabelecia nenhuma limitação a que o diretor responsável pela atividade de **compliance** também pudesse exercer outras atividades de controle na pessoa jurídica e sociedades ligadas. Não obstante, em função dos comentários da participante, foram realizadas alterações na redação dos § 4º e 5º do art. 10 (atuais §§ 4º e 6º do art. 11) para melhor esclarecer o ponto.

APIMEC pontua que em algumas passagens do art. 10 há referência a indivíduos através apenas da palavra “responsável” que, em uma interpretação sistemática das regras constantes nessa Seção, pode se entender que se refere ao analista de valores mobiliários (responsável pela atividade de análise de valores mobiliários propriamente dita).

O termo “responsável” mencionado, por exemplo, no § 3º do art. 10, foi usado para designar o analista responsável pela atividade de análise de valores mobiliários de que trata o inciso IV do art. 10, o qual, por não ser obrigatoriamente um diretor estatutário, foi designado como “responsável”.

Não obstante, foram realizados ajustes na redação do art. 10 para melhor esclarecer a que



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

pessoa a norma faz referência.

APIMEC entende importante mencionar no § 6º do art. 10 (atual § 5º) que o analista apontado pela pessoa jurídica para atuar como responsável pela atividade de análise de valores mobiliários deve supervisionar as análises e relatórios não só com relação às premissas da instituição da qual faça parte, mas também com relação às regras de conduta previstas na nova Instrução.

A sugestão não foi acatada, dado que a responsabilidade pela implementação e cumprimento das normas previstas na Instrução é do diretor responsável pelas atividades de **compliance** de que trata o inciso V e não do analista responsável previsto no inciso IV.

ANBIMA defende que se deve preservar a independência do relatório do analista de valores mobiliários pessoa natural frente à pessoa jurídica, ao diretor estatutário responsável pelas atividades de **compliance** e ao analista responsável pela atividade de análise de valores mobiliários.

A participante compreende que o diretor estatutário responsável pelas atividades de **compliance** não deve ser responsável pelo conteúdo técnico ou por verificar a metodologia utilizada no relatório de cada analista pessoa natural, mas tão somente pela aplicação prática das políticas de controles internos da instituição.

ANBIMA indica que cada analista pessoa natural deve ser responsável pelas suas análises e recomendações de forma individual, cabendo ao analista responsável pela atividade de análise de valores mobiliários da entidade supervisionar de forma complementar a consistência com as diretrizes e metodologia propostas, sem a obrigação de avaliar o mérito das análises emitidas. Em função disso, sugere a exclusão da menção, no § 6º do art. 10 (atual § 5º do art. 11), à obrigação do analista responsável pela atividade de análise de valores mobiliários da entidade de verificar a “consistência e conformidade dos relatórios com as premissas da instituição”.

A sugestão não foi acatada.

A referência à “verificação da consistência e conformidade com as premissas da instituição” existente § 6º (atual § 5º) diz respeito aos parâmetros e métodos adotados



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

internamente pela instituição – aplicáveis, por exemplo, na análise gráfica, na análise fundamentalista e nas projeções de variáveis macroeconômicas e cenários – que devem ser seguidos pelos analistas de maneira consistente quando da elaboração dos relatórios de análise.

É correta a interpretação de que o diretor responsável pelas atividades de **compliance** não interfere no conteúdo do relatório. O diretor de **compliance** é responsável pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e das normas previstas na Instrução.

De outro lado, o analista responsável pela atividade de análise de valores mobiliários deve verificar se os parâmetros e métodos adotados pela instituição (inclusive no que diz respeito às premissas da instituição, conforme exemplo acima) estão sendo seguidos pelos analistas da instituição de maneira consistente, sem que isso implique interferência na recomendação contida nos Relatórios.

Não parece razoável, por exemplo, que a previsão de crescimento do PIB difira nas análises fundamentalistas de duas companhias divulgadas no mesmo dia por analistas de uma mesma instituição.

IBRI sugere alterações no inciso I e a exclusão do inciso VII do art. 10. No primeiro caso propõe acrescentar ao requisito de sede no Brasil, a possibilidade de que possua representação legal no Brasil, de forma a ampliar a cobertura das casas de análise de **equity research** no Brasil, onde as casas de análise estrangeiras poderiam realizar o seu trabalho com uma filial ou subsidiária no Brasil. Já a exclusão do inciso VII tem por base a subjetividade do que seriam os recursos humanos e de TI adequados para elaboração do relatório de análise.

A exigência quanto à sede no Brasil se refere à pessoa jurídica que solicita o credenciamento. Essa regra não impede que uma pessoa jurídica controlada por empresa estrangeira solicite o credenciamento e atue em nosso mercado.

No caso dos recursos humanos e computacionais cabe salientar que é dever do analista pessoa jurídica possuir tais recursos, ainda que tal exigência possa ser cumprida de várias formas dada a diversidade de atuação de cada analista, seu porte e os métodos utilizados, dentre outros,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

mas o analista deve comprovar tal obrigação como condição necessária ao exercício de suas atividades.

Dessa forma, as sugestões não foram acatadas.

2.5. Regras de conduta (art. 12, atual art. 13)

ANBIMA aponta que o art. 12 da Minuta estabelece vedações aplicáveis ao analista de valores mobiliários, pessoa natural ou jurídica, bem como aos “demais profissionais que fazem parte do departamento de análise das pessoas jurídicas”. A participante indica que a menção genérica a profissionais de um departamento suscita dúvidas, e considera que seria mais adequada a referência a pessoas que efetivamente participem da formulação dos relatórios de análise. Tal sugestão está em linha com a definição de analista estipulada pela Finra (Rule 2241. Research Analysts and Research Reports) e indicaria de forma objetiva as pessoas abarcadas pelas vedações do referido artigo.

ANBIMA sugere que o inciso II do art. 12 esclareça que a omissão sobre a existência de conflito de interesses referida no dispositivo está ligada ao relatório de análise. A participante indica entender que o objetivo da vedação é evitar que os leitores desses relatórios tomem decisões sem as informações adequadas, não sendo objetivo da CVM que seja realizada uma verificação de conflito em relação às demais atividades desenvolvidas pela instituição.

As sugestões foram parcialmente acatadas.

Ao se referir aos demais profissionais que fazem parte do departamento de análise das pessoas jurídicas, a CVM quis se referir às pessoas que participam da formulação de relatórios de análise de valores mobiliários, mas que não sejam analistas registrados, tais como estagiários, **trainees** e profissionais que contribuam de alguma forma para a análise refletida no relatório, ainda que não possa ser o responsável por ela por não ser analista credenciado. Dessa forma a redação do **caput** do art. 12 foi aperfeiçoada da forma sugerida pela participante.

Quanto à sugestão relativa ao inciso II do art. 12, a CVM entende que a omissão sobre a existência de conflito de interesses diz respeito à atividade de analista de valores mobiliários, mas



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

não necessariamente deve se circunscrever aos relatórios de análise, podendo ser cabível em materiais publicitários e outras formas de comunicação.

Por esse motivo, optou-se por alterar a redação do inciso II do art. 12 (atual 13) para dispor que é vedado ao analista omitir informação sobre conflito de interesses no material publicitário de que trata o art. 13, nos relatórios de análise e em qualquer meio em relação ao qual o analista se manifeste sobre o relatório de análise.

ANBIMA manifesta que o significado da vedação existente no inciso VI do art. 12 (atual 13) quanto à participação do analista pessoa natural ou jurídica na estruturação de ativos financeiros e valores mobiliários gerou dúvidas, dado que o dispositivo é genérico e não esclarece as situações consideradas indevidas. Para a ANBIMA, a intenção parece ser impedir que o analista participe do esforço de venda de eventual valor mobiliário, a exemplo do inciso V do art. 12 (atual 13), ou que se coloque em posição que comprometa a sua imparcialidade.

A participante aponta, contudo, que a vedação não impediria que ativos financeiros e valores mobiliários fossem estruturados com base em relatórios de análise emitidos ou que analistas fossem incluídos no processo de diligência e aprovação da emissão (**vetting**) de determinado ativo financeiro ou valor mobiliário, oferecendo sua visão acerca da potencial aceitação do produto a ser emitido por investidores. Por conseguinte, sugere que a redação seja modificada para indicar que o analista está vedado de participar da estruturação de ativos financeiros de maneira a comprometer sua imparcialidade.

A sugestão não foi acatada. Entendeu-se que a redação proposta na Minuta permite entender que a vedação se refere aos casos em que o analista participa de forma ativa da estruturação de um ativo, inclusive opinando sobre o potencial de aceitação do produto entre os investidores.

ANBIMA e CFA apontam que a Minuta procurou contemplar no § 4º do art. 12 (atual 13) a dificuldade dos conglomerados financeiros em atender às vedações previstas nesse artigo, dado seu conjunto de atividades, mas indicam que também há a necessidade de incluir referência ao inciso VII do art. 12 para que as atividades ligadas à consultoria financeira em operações de fusões e aquisições também sejam contempladas na regra de exceção do § 4º.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Quanto à necessidade de constituição de “plena segregação de atividades” citada no § 4º, a ANBIMA indica entender que ela tem por objetivo a segregação das atividades de análise de valores mobiliários de outras áreas ou atividades que tratem com informações confidenciais acerca de operações. Para a ANBIMA, a identificação da forma de segregação de atividades deve levar em consideração o porte e a estrutura da pessoa jurídica, bem como os tipos de atividades que devem ser segregadas, o que pode ser diferente em cada caso.

Em função disso, sugere a supressão da expressão “plena” na redação do art. 12 (atual 13), bem como que seja incluída indicação de que a segregação deve ser realizada de acordo com os controles internos de cada instituição.

A sugestão de inclusão de referência ao inciso VII no § 4º do art. 12 foi acatada e está refletida na versão final da norma.

A sugestão da ANBIMA de excluir a expressão “plena” do § 4º do art. 12 também foi acatada por se compreender que o ajuste redacional proposto não resulta na redução da responsabilidade das pessoas jurídicas em adotar procedimentos adequados para assegurar a segregação de atividades.

IBRI sugere, para fins de combater o **insider trading**, a inserção de nova vedação no art. 12, proibindo que o analista solicite ou inicie contato com emissores de valores mobiliários para obtenção de informações, financeiras ou não financeiras, que ainda não tenham sido tornadas públicas, em especial próximo ao encerramento de trimestres. Ainda no art. 12, o IBRI sugere que a redação do inciso IV, esclareça que dentre alíneas “a” e “b”, vale o que acontecer primeiro.

Conforme já comentado, não se entendeu necessário incluir como regra na norma a vedação a que os analistas solicitem a emissores acesso a informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado.

Isso porque a Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, já impõe regras de conduta em relação ao assunto ao tratar do dever de sigilo e de vedação de negociação em relação a informações relevantes ainda não divulgadas. Dentre essas regras se destaca, em função da importância para o assunto suscitado na proposta do IBRI, o dever da própria administração



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

da companhia de guardar sigilo sobre essas informações (art. 8º da referida Instrução).

A sugestão do IBRI para o aprimoramento da redação do inciso IV do art. 12 (atual 13) foi acatada e está refletida na versão final da norma.

2.6. Formas de comunicação (arts. 13 e 14, atuais arts. 14 e 15)

ANBIMA aponta que os arts. 13 e 14 da Minuta se referem genericamente a informações, comunicações e publicidade, sem esclarecer o alcance desses conceitos.

Considerando que o art. 18 da Minuta traz regras de conduta próprias quanto ao relatório de análise, a participante indica entender que os arts. 13 e 14 da Minuta tratam especificamente das informações e materiais de cunho publicitário e das informações em geral relacionadas às atividades dos analistas, não se aplicando aos relatórios de análise.

Por conseguinte, sugere que a redação do **caput** dos arts. 13 e 14 da Minuta seja alterada para esclarecer que esses dispositivos se aplicam às “informações ou comunicações de cunho comercial” e que seja incluído parágrafo no art. 13 para esclarecer que esse dispositivo não se aplica aos relatórios de análise.

APIMEC propõe que a norma defina, de forma não taxativa, os tipos de veículos de comunicação que estariam sujeitos às regras previstas nos arts. 13 e 14 da Minuta, e propõe que seja indicado que essas regras alcançam as divulgações realizadas em redes sociais, revistas, jornais, sites, blogs, e-mails ou em qualquer outro veículo de comunicação semelhante.

IBRI sugere que o art. 13 indique que a emissão de relatórios pelos analistas deve ser feita de forma ética, diligente e responsável e também propõe alinhar a redação do inciso II, com a do § 5º do art. 3º da Instrução CVM nº 358, que cita que a “divulgação e a comunicação (...) devem ser feitas de modo claro e preciso, em linguagem acessível ao público investidor”.

A CVM esclarece que os arts. 13 e 14 não tratam do relatório de análise. Tais artigos se dirigem especificamente às comunicações de cunho publicitário e institucional realizadas pelo analista em relação aos serviços por ele oferecidos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Para melhor delimitar o alcance da regra e enfatizar essa distinção, foram realizados ajustes na redação do art. 13 e de seu parágrafo único, em linha com as sugestões da ANBIMA, tendo-se optado também por excluir, nos incisos I e II, referências a determinadas características das informações que melhor se ajustam ao relatório de análise.

Dadas as alterações realizadas no art. 13, não se compreendeu necessário incluir novo parágrafo para indicar que as regras desse artigo não se aplicam ao relatório de análise.

A sugestão da APIMEC também foi acatada e está refletida na versão final da norma.

Não se compreendeu necessário acatar a sugestão do IBRI relativa ao alinhamento com a Instrução CVM nº 358, de 2002, uma vez que o art. 18 já estabelece um conjunto de regras de conduta adequadas quanto ao conteúdo do relatório de análise. Esse artigo prevê que os relatórios devem, dentre outros, ser escritos em linguagem clara e objetiva, diferenciando dados factuais de interpretações, projeções, estimativas e opiniões.

A CVM considera que as alterações realizadas no art. 11 em função da sugestão da ANBIMA comentadas no item 2.9 deste relatório atendem à preocupação do IBRI de reforçar os deveres de conduta do analista.

APIMEC propõe que o art. 14 (atual 15) também atribua às entidades credenciadoras legitimidade para determinar a correção ou cessação da divulgação de informação, com o objetivo de conferir maior celeridade ao processo de retificação e reduzir os possíveis prejuízos causados aos investidores.

A sugestão foi acatada e está refletida na versão final da norma.

2.7. Regras, procedimentos e controles internos (art. 15, atual art. 16)

ANBIMA entende que o comando do art. 15, I, “e”, da Minuta – que determina que o analista pessoa jurídica deve desenvolver controles para garantir que os comandos dos arts. 18 a 23 sejam obedecidos em todos os relatórios de análise divulgados – já estaria englobado na regra do art. 15, I, “a”, que estabelece que essas entidades devem desenvolver controles para garantir o



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

cumprimento do disposto na instrução. Em função disso, sugere a exclusão da alínea “e” do inciso I do art. 15.

A sugestão foi acatada e está refletida na versão final da norma.

APIMEC sugere que o inciso III do art. 15 preveja que o analista pessoa jurídica deve comunicar não só à CVM, mas também à entidade credenciadora, as condutas de que tenha conhecimento que possam configurar indício de infração às normas emitidas pela CVM.

ANBIMA propõe que a norma estabeleça que o analista pessoa jurídica deve comunicar indícios de irregularidades à CVM no prazo de até cinco dias úteis, em linha com o prazo previsto no inciso IV do art. 32 da Instrução CVM nº 505, de 27 de setembro de 2011. Sugere também que se esclareça que essa obrigação é restrita aos analistas vinculados à pessoa jurídica.

As sugestões foram acatadas e estão refletidas na versão final da norma.

2.8. Informação de relação de gestores (art. 17, atual art. 18)

O art. 17 (atual 18) da Minuta exige que os analistas de valores mobiliários informem anualmente à entidade credenciadora a relação de todos os gestores para os quais prestem serviços técnicos, assim como sobre a interrupção desse serviço.

ANBIMA alega que a norma não define a abrangência do termo “prestação de serviços técnicos” e que essa exigência da norma muitas vezes não poderia ser atendida por analistas que disponibilizam relatórios a terceiros. A participante entende que a regra seria onerosa para o analista de valores mobiliários e, aparentemente, não traria benefícios para a atividade ou para os controles associados à entidade credenciadora. Alega ainda que a matéria já é objeto de regulamentação na Instrução CVM nº 558, ao tratar do gestor de recursos. Em função disso, sugere a exclusão do art. 17.

A sugestão de exclusão do art. 17 não foi acatada, mas foi realizado aperfeiçoamento na redação do dispositivo para explicitar que a informação se limita à prestação do serviço de análise.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2.9. Relatório de análise (art. 18, atual art. 19)

ANBIMA propõe a inclusão de um § 3º no art. 18 (atual 19) dispondo que, na elaboração do relatório de análise, os analistas devem empregar todo o cuidado e diligência esperados de um profissional probo na sua posição.

A sugestão foi acatada, mas optou-se por refleti-la por meio da inclusão de parágrafo único ao art. 11 da Minuta (art. 12 da versão final da norma).

2.10. Relatório de análise e analistas sediados no exterior (art. 23, atual art. 24)

APIMEC manifestou preocupação em relação à enorme quantidade de recomendações realizadas por analistas domiciliados em outras jurisdições, uma vez que estas análises influenciam diretamente nas ações brasileiras e, de certa forma, não passam pelo crivo de avaliação da entidade credenciadora.

APIMEC entende que deve ser realizado um amplo debate sobre o assunto, visto que a resposta para essa questão não é de fácil solução ou implementação, pois a CVM não possui jurisdição para regular, e eventualmente punir, a ação de analistas de valores mobiliários residentes no exterior, ainda que seus relatórios tenham impacto nas operações realizadas no país.

APIMEC sugere que se comece a discutir a possibilidade de estabelecer que esses relatórios de análise elaborados no exterior e distribuídos no país também devam ser enviados à entidade credenciadora para avaliação. Partindo desse ponto inicial, a APIMEC entende que se deverá ainda progredir na análise das possíveis medidas que possam ser implementadas no sentido de regular e fiscalizar os relatórios de análise elaborados no exterior sobre valores mobiliários existentes no Brasil.

Além disso, a APIMEC entende necessário que a pessoa responsável pela distribuição, no Brasil, dos relatórios de análise elaborados no exterior deva estar devidamente cadastrada perante a entidade credenciadora, para possibilitar maior controle sobre os referidos relatórios. Assim, sugere a inclusão do seguinte parágrafo ao art. 23 da Minuta:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

*§2º A pessoa que distribuir, no Brasil, os relatórios de análise referidos no **caput** deste artigo deve estar cadastrada junto à entidade credenciadora, na forma prevista nas seções IV e V do Capítulo II desta Instrução, sujeitando-se ao cumprimento desta Instrução, bem como das regras contidas no Código de Conduta Profissional editado pela entidade credenciadora.*

A norma submetida à audiência já incluía no art. 23 (atual 24) determinados deveres à pessoa que distribuir, no Brasil, relatórios de análise elaborados por analistas residentes ou domiciliados em outras jurisdições e que tratem de emissores de valores mobiliários negociados no Brasil ou em relação ao qual haja esforço de venda no Brasil. A norma determina que essa pessoa deva obter as declarações previstas no art. 20 e deva fazer as declarações de que trata o art. 21.

A CVM entende que, no momento, esse é o tratamento adequado a ser dado a essa situação. Casos atípicos, em que se venha a constatar a ocorrência de irregularidades, serão analisados nos termos do § 6º do art. 9º da Lei nº 6.385, de 1976, que atribui à CVM competência para apurar e punir os atos ou omissões relevantes que tenham sido praticados em território nacional ou condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários que ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido.

2.11. Infração grave (art. 24, atual art. 25)

O IBRI sugere que o descumprimento do código de conduta de que trata o art. 8º seja caracterizado como infração grave.

A sugestão não foi acatada, uma vez que a CVM não possui, nos termos do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, poder legal para punir em função do descumprimento do código de conduta, cabendo à própria entidade que o tenha elaborado apurar a responsabilidade por essa infração.

3. Outros comentários

CFA sugere alteração na Deliberação CVM nº 633, de 2010, que aprova exames para a comprovação de qualificação técnica no processo de credenciamento de analistas de valores mobiliários. Sugere que seja suprimida a menção ao **Level I** do programa de certificação do CFA



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

(mantendo-se o **Level II**) no art. 1º daquele documento, pois a inscrição para o nível II só é possível após a aprovação no nível I.

Adicionalmente sugere a eliminação do parágrafo único do art. 1º, que prevê que, além da aprovação nos exames listados, se exija a aprovação em exames que avaliem o conhecimento do mercado e legislação nacional. CFA entende que o analista deve possuir padrões globais de atuação devendo seguir políticas e procedimentos de **compliance** que tenham respaldo nas mais diversas jurisdições e que seus conhecimentos da legislação e institucionalidade não devam estar restrito à realidade brasileira.

As sugestões fogem do escopo da audiência, mas poderão vir a ser consideradas em futuros projetos normativos.

Ohr Investimentos sugere que o profissional credenciado como analista de valores mobiliários também possa atuar como consultor de valores mobiliários, da mesma forma prevista para gestores de valores mobiliários, conforme art. 2º, § 1º, II, da Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015. A participante defende que essa possibilidade não gera nenhum risco adicional de conflito de interesse para o cliente, e aumenta sua possibilidade de contratar um profissional da sua confiança para aconselhamento sobre seus investimentos.

O participante destaca que a regulamentação atual exige que o consultor realize o exame CNPI, que é o mesmo requisitado para o credenciamento como analista. Também indica que o exercício das duas atividades não gera conflitos de interesses adicionais, já existindo na regulamentação tratamento para situações de conflito de interesses.

Ohr Investimentos também defende que as atividades de analista e de consultor são basicamente idênticas, requerendo o mesmo conhecimento do profissional. Para a participante, o que diferencia as duas atividades é o grau de envolvimento com os investimentos de cada cliente, já que na atividade de analista o envolvimento com o cliente é muito baixo, uma vez que as suas recomendações não são específicas para um cliente, mas sim gerais. Ohr Investimentos entende que o diferencial do consultor é realizar suas recomendações levando em conta os interesses, perfil de risco e objetivos específicos do cliente.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O exercício das atividades de análise de valores mobiliários e de consultor de valores mobiliários não são incompatíveis, mas, sendo linhas de negócios distintas e havendo a remuneração pelo cliente para os tipos específicos de atividade, é exigido o prévio credenciamento ou registro, conforme o caso, para o exercício de cada uma dessas atividades.

Ressalta-se que esse entendimento originou a modificação do art. 2º da Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015, pela Instrução CVM nº 593, de 17 de novembro de 2017, de forma que a redação atual desse artigo não mais prevê que o registro como administrador de carteiras autoriza a prestação do serviço de consultoria de valores mobiliários.

Cabe lembrar que, nesses casos, não há duplicidade de cobrança de taxa de fiscalização pela CVM.

4. Proposta definitiva de instrução

A proposta definitiva de instrução, incorporando as sugestões acatadas, segue em anexo ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 3 de maio de 2018.

(Original assinado por)

ANTONIO CARLOS BERWANGER

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado