

**Interessado:** APIMEC – Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais

**Assunto:** Autorização de entidade credenciadora de analista de valores mobiliários

**Diretor-relator:** Alexsandro Broedel Lopes

### Relatório

1. Trata-se de requerimento de autorização realizado pela APIMEC - Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais, para atuar como entidade credenciadora de analistas e valores mobiliários.
2. Em 24 de dezembro de 2009, a CVM enviou ofício à APIMEC, pelo qual informou acerca da elaboração de minuta de uma nova instrução sobre a atividade de analista de valores mobiliários ("Minuta de Instrução"), na qual foram incorporadas as sugestões provenientes do processo de audiência pública nº 03/2008. Na ocasião, a CVM solicitou os documentos necessários para o início do processo de autorização da APIMEC como entidade credenciadora de analistas de valores mobiliários.
3. No dia 18 de janeiro de 2010, a APIMEC respondeu ao ofício da CVM, traçando considerações sobre o texto da minuta da instrução e enviando os seguintes documentos:
  - i. Código dos Processos da APIMEC (fls. 03-25);
  - ii. Programa de Educação Continuada (fls. 26-29);
  - iii. Código de Conduta APIMEC para o analista de valores mobiliários (fls.30-42).
4. Em 15 de março de 2010, a CVM solicitou à APIMEC uma série de esclarecimentos, bem como a apresentação de novos documentos. Em resposta, apresentada em 29 de março, a APIMEC apresentou os esclarecimentos e os documentos requisitados.
5. No dia 12 de maio de 2010, a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais ("SIN") elaborou minucioso memorando, contendo análise do material apresentado pela APIMEC. Ao final, foram expostos pontos para discussão, para apreciação do Colegiado, a saber:

#### Item 4.1. - Programa de Educação Continuada

##### Item 4.1.1 - Proposta da APIMEC:

Validade de 5 anos para os exames de qualificação técnica (CNPI), como requisito para a concessão do credenciamento; e aprovação em uma das duas modalidades do Programa de Educação Continuada (PEC): (i) aprovação em exame com conteúdo específico de reciclagem (CR), nos mesmos moldes atuais; ou (ii) comprovação de participação em cursos, seminários, reuniões e fóruns, num total de 240 horas (60 créditos) de dedicação, nos 2 anos anteriores ao término da validade da certificação.

De acordo com a SIN, a existência de duas opções para os analistas seria eficiente para o objetivo principal do PEC, qual seja, comprovar a manutenção da qualificação técnica necessária para o exercício apropriado da atividade, obrigando à educação continuada aqueles que demandam aprimoramento técnico.

##### Item 4.1.2 - Desequilíbrio no tempo de dedicação/grau de dificuldade entre as duas opções de credenciamento através do PEC :

De acordo com a SIN, ao comparar as duas modalidades propostas para o PEC, a opção pelo CR exigiria menor esforço do que a opção por participação em cursos, o que desestimularia o aprimoramento técnico.

Sugere-se, por isso, a redução de 60 para 40 créditos, na opção pela participação em cursos, seminários, reuniões e fóruns, conjuntamente com um acompanhamento do grau de dificuldade e de conteúdo, de modo a garantir um nível de dedicação mais equilibrado entre as opções.

##### Item 4.1.3 - Prazo para aproveitamento dos créditos:

A APIMEC propõe que só sejam aproveitados créditos obtidos nos 2 anos anteriores ao término da validade da certificação.

No entanto, o prazo proposto não incentivaria o analista a se aprimorar de forma continuada, durante 5 anos, na forma que determina a Minuta de Instrução. Desse modo, sugere-se que sejam aproveitados os créditos obtidos ao longo dos 5 anos, sendo necessário, todavia, que 50% desses créditos tenham sido obtidos nos últimos 2 anos.

##### Item 4.2 - Assinatura de relatórios por analistas não credenciados:

A APIMEC entende que profissionais não credenciados não poderão assinar relatórios de análise.

Porém, o artigo 16 da Minuta de Instrução permite que o analista não credenciado, participante da equipe de análise, assine o relatório, desde que conjuntamente com um analista credenciado. Sugere-se, por isso, a adequação do Código de Conduta da APIMEC.

##### Item 4.3 - Suspensão e cancelamento do credenciamento:

De maneira geral, a SIN sugere que haja maior razoabilidade nos procedimentos de suspensão e credenciamento dos analistas, notadamente nas previsões contidas no Código de Processos da APIMEC, que deverá assegurar o direito à ampla defesa e ao contraditório, previamente ao cancelamento do registro.

##### Item 4.3.1 - Suspensão por não pagamento de taxas e cancelamento por decisão da APIMEC:

Os procedimentos apresentados pela APIMEC, através do Código de Processos, não são detalhados, limitando-se a tratar o não pagamento das taxas como um descumprimento objetivo, que enseja o descadenciamento.

Conforme a SIN, os procedimentos a serem adotados pela APIMEC devem ser claros e objetivos, devendo, ainda, dispor sobre a garantia de comunicação prévia ao cancelamento de fato, bem como sobre a possibilidade de regularização da situação de inadimplência, na forma dos princípios estabelecidos pelo Colegiado no julgamento do Processo CVM nº RJ-2006-6311,

Ademais, a comunicação por e-mail, sugerida pela APIMEC, para a realização de alertas informativos de suspensão ou cancelamento do credenciamento de analistas, não se mostra adequada. A SIN propõe que a entidade adote procedimentos mais cautelosos, a saber: (i) averiguação do endereço do analista nos cadastros da APIMEC; (ii) encaminhamento da comunicação via "Carta AR simples"; (iii) no caso de retorno, re-encaminhamento da comunicação, via "Carta AR mãos próprias"; e (iv) no caso de insucesso, a realização de comunicação por edital.

Os procedimentos de comunicação sugeridos pela SIN tiveram por base aqueles indicados pelo Colegiado da CVM no julgamento do processo CVM nº RJ-2006-6744.

#### Item 4.3.2 - Suspensão e cancelamento a pedido do analista :

Enquanto a APIMEC propõe o prazo máximo de 2 anos, para suspensão do credenciamento, sugere-se a manutenção do prazo de 3 anos, previsto na Instrução CVM nº 388, bem como a inclusão de tratamento diferenciado ao analista que for designado como diretor responsável por pessoa jurídica administradora de carteira (função essa que não pode ser exercida concomitantemente com a análise de valores mobiliários).

A APIMEC propõe, ainda, o cancelamento automático do credenciamento, caso não seja solicitado, após o prazo de dois anos, o término da suspensão. A área técnica, porém, refuta a idéia de cancelamento automático do credenciamento, na forma sugerida pela APIMEC, propondo que o cancelamento só seja realizado no caso requerimento expresso do analista.

Sugere-se, por fim, que, no período em que vigorar a suspensão, o analista fique impedido de "desempenhar as atividades privativas dos analistas credenciados", e não, como sugerido, de "desempenhar quaisquer atividades relativas à análise de valores mobiliários", já que os artigos 14 e 16 da Minuta de Instrução prevêm a possibilidade de um analista não credenciado fazer parte de equipe de análise e, até, assinar um relatório de análise, desde que em conjunto com um analista credenciado.

#### Item 4.4 - Definição de responsabilidades e criação da figura do chefe da área de análise :

A APIMEC propôs a criação do "chefe da área de análise", que teria como atribuições a supervisão de analistas, além de ser o responsável por informar a APIMEC sobre indícios de irregularidades; responsabilizar-se pelo envio dos relatórios de todos os analistas da equipe; e tomar providências relativas ao acesso a informações privilegiadas.

No entender da SIN, a figura do "chefe da área de análise" não se mostra adequada, opinando pela manutenção das atribuições e responsabilidades com o analista responsável por cada relatório de análise, "sem prejuízo da responsabilidade de qualquer co-autor".

Sugere-se, também, a retirada do item 6 do artigo 25 do Código de Conduta, que prevê obrigações às instituições com as quais o analista mantém vínculo, tendo em vista que tais obrigações já estão contempladas no artigo 12 da Minuta de Instrução.

#### Item 4.5 - Penalidades aplicáveis aos processos administrativos (artigo 70 do Código de Processos) :

Sugere-se que a APIMEC altere o limite da multa aplicável para, no máximo, 3 vezes a vantagem econômica do analista (e não 100 vezes, como proposto).

#### Item 4.6 - Proibição de participação em *road show*:

Sobre a proibição de participação do analista em *road show*, a área técnica mostra-se de acordo com o procedimento proposto pela APIMEC, devido ao conflito de interesses inerente a tal prática.

#### Item 4.7 - Uso de informação privilegiada:

A abordagem da APIMEC para os procedimentos relativos a situações que envolvam o acesso a informações privilegiadas, no exercício das atividades dos analistas de valores mobiliários, foi considerada tecnicamente adequada, tendo em vista que o Código de Conduta aponta, de maneira clara e objetiva, a conduta exigida do analista. O texto, portanto, serve de referência para o profissional e facilita a fiscalização.

#### Item 4.8 - Independência, estrutura e capacidade técnica da APIMEC:

No entendimento da SIN, as questões referentes à independência, estrutura e capacidade técnica da entidade serão cumpridas pela APIMEC após a edição da norma, estando, contudo, vinculadas à contrapartida da cobrança de taxa de fiscalização dos analistas de valores mobiliários. Desse modo, persistirá necessidade de supervisão, por parte da SIN, da efetiva implementação da estrutura apresentada.

6. Além dos pontos de divergência acima apontados, a SIN considera adequada a realização de credenciamentos diferenciados para o analista técnico e para o analista fundamentalista, considerando que os conhecimentos necessários para cada uma das análises (técnica ou fundamentalista) são bastante distintos.
7. Ao final, o memorando solicita a manifestação da Procuradoria Federal Especializada ("PFE"), quanto à legalidade das disposições contidas nos documentos encaminhados pela APIMEC.
8. Em 10 de junho de 2010, a PFE preparou o memorando sobre o assunto, concluindo, em resumo, serem pertinentes os apontamentos realizados pela SIN, os quais, (i) em alguns casos, reduzirão a possibilidade de impasses de ordem legal; ou (ii) nas demais situações, não implicarão óbices de ordem jurídica, se acatados.
9. É o relatório.

#### **Voto**

10. A APIMEC é, atualmente, a única entidade credenciadora de analistas de valores mobiliários autorizada pela CVM. Com o preparo da minuta da instrução que substituirá a vigente Instrução CVM nº 388/03 ("Minuta de Instrução"), que trata, especificamente, da atividade de analista de valores mobiliários, a APIMEC manifestou o seu interesse em prosseguir como entidade prestadora do serviço de credenciamento de analistas.

11. Por essa razão, é necessária a adequação das normas que nortearão a atividade de autorregulação daquela entidade, previstas, em especial, no (i) Código de Processos, que tem por objetivo disciplinar a instauração de processos administrativos e regular o funcionamento da entidade autorreguladora, bem como no (ii) Código de Conduta", em que são estabelecidas as normas relativas à atuação do analista de valores mobiliários. Os textos desses códigos são, portanto, o objeto da presente análise.
12. De uma maneira geral, entendo pertinentes as considerações feitas pela área técnica. Nesse sentido, destaco, abaixo, os pontos apresentados pela APIMEC que merecem revisão, em linha com as sugestões apresentadas pela SIN:
  - i. O Programa de Educação Continuada (PEC), proposto pela APIMEC, é, de fato, adequado ao prever 2 modalidades para o aprimoramento técnico dos analistas. Sobre esse assunto, as pontuais sugestões da SIN devem ser acolhidas, pois têm por objetivo (i) equilibrar o tempo de dedicação e grau de dificuldade entre aquelas duas modalidades de PEC, com a redução de 60 para 40 créditos, na opção pela participação em cursos, seminários, reuniões e fóruns; e (ii) o aprimoramento continuado do analista, com o aproveitamento dos créditos obtidos durante os 5 anos anteriores ao término da validade da certificação (com a ressalva de que 50% desses créditos tenham sido obtidos nos últimos 2 anos);
  - ii. Com relação à assinatura de relatórios por analistas não credenciados, concordo com a sugestão da SIN, para que o Código de Conduta da APIMEC permita ao analista não credenciado, participante da equipe de análise, a assinatura do relatório, desde que conjuntamente com um analista credenciado. Nesse tocante, deve-se levar em consideração que a participação do analista não credenciado na elaboração dos relatórios compõe o processo de aprendizado do profissional, sendo útil como experiência que antecede o próprio credenciamento;
  - iii. No que tange às previsões de suspensão e cancelamento do credenciamento, a APIMEC deverá atentar ao alerta da SIN, que sugere assegurar aos analistas, nas normas, o direito à ampla defesa e ao contraditório, nos moldes do que dispõe o artigo 13 da Instrução CVM 388/03 atualmente vigente [\[1\]](#);
  - iv. No caso de suspensão pelo não pagamento de taxas e o cancelamento correspondente, a APIMEC deverá melhor detalhar, através do Código de Processos, os procedimentos a serem adotados, com regras claras e objetivas, com vistas a dar mais previsibilidade aos procedimentos;
  - v. Deve haver, ainda, no Código de Processos, previsão de instrumentos de comunicação ao analista, previamente ao cancelamento de seu credenciamento, o que demonstra preocupação com a garantia de comunicação prévia e, ainda, a possibilidade de eventual regularização da situação, pelo analista, anteriormente ao cancelamento de fato. Sobre o assunto, a APIMEC deverá clarificar, em detalhes, os procedimentos de comunicação com o analista;
  - vi. Nesse mesmo sentido, no caso específico de inadimplência do analista, devem ser previstos meios para que o analista quite os seus débitos, antes de eventual cancelamento. Essa medida, certamente, facilita a solução de conflitos e valoriza os procedimentos de credenciamento, que não serão descartados em situações de fácil solução;
  - vii. Sobre a realização de alertas informativos de suspensão ou cancelamento do credenciamento de analistas por e-mail, entendo que a SIN foi correta ao sugerir um procedimento mais apurado, já que, como ressaltado no memorando preparado pela área técnica, tratam-se de situações que implicam "perdas de direitos". Isso não obsta a comunicação por meio eletrônico, desde que seja possível a averiguação do recebimento pelo destinatário. A APIMEC deve prever, ainda, uma forma alternativa e segura de comunicação com o analista, no caso de falha no envio de correspondência eletrônica. Para essa função, entendo que a comunicação via "Carta AR simples" e/ou "Carta AR Mãos Próprias" são formas adequadas para o encaminhamento de alertas ao analista;
  - viii. Com relação ao prazo máximo para suspensão do credenciamento, entendo que não há justificativa para se acolher a proposta mais severa da APIMEC, de redução do prazo de 3 anos, tal como previsto na norma vigente, para 2 anos. Entendo que deva ser mantido, portanto, o prazo máximo de 3 anos para a suspensão;
  - ix. Da mesma maneira, não vislumbro razão à APIMEC na proposta de cancelamento automático do credenciamento, no caso de ausência de solicitação do analista, após o prazo de dois anos do término da suspensão. O cancelamento deve ser realizado apenas no caso de requerimento expresso do analista, sendo que, na ausência de manifestação, o credenciamento voltará a ser ativo, após o período de suspensão. Esse procedimento evita que o credenciamento seja cancelado sem a intenção do analista;
  - x. Concordo com a área técnica, outrossim, ser imprescindível a inclusão de tratamento diferenciado para os analistas designados como diretores responsáveis por pessoa jurídica administradora de carteira, haja vista o grave conflito entre essa atividade e a análise de valores mobiliários;
  - xi. Como adequação aos artigos 14 e 16 da Minuta de Instrução, entendo que deva ser acolhida a sugestão da área técnica, para que, no período em que vigorar a suspensão, o analista fique impedido de "desempenhar as atividades privativas dos analistas credenciados", e não, como sugerido pela APIMEC, de "desempenhar quaisquer atividades relativas à análise de valores mobiliários".
  - xii. Com relação à proposta da APIMEC de criação de "chefe da área de análise", concordo com a SIN na opinião de que tal figura não seja criada, mantendo-se as atribuições e responsabilidades com o analista respectivamente responsável por cada relatório de análise, ressaltando-se, quando pertinente, a eventual responsabilidade de co-autor, na elaboração daquele relatório;
  - xiii. Da mesma forma, opino pela retirada do item 6 do artigo 25 do Código de Conduta, que prevê obrigações às instituições com as quais o analista mantém vínculo, pois a APIMEC não possui autoridade para impor obrigações às instituições referidas, que não compõem o seu quadro associativo;
  - xiv. O limite máximo de multa aplicável pela APIMEC, de 100 vezes a vantagem econômica do analista, mostra-se, de fato, muito além do que é previsto em normativos análogos (a SIN toma por exemplo o máximo de 3 vezes a vantagem econômica, previsto na Lei nº 6.385/76). Isso não significa que a entidade não possa prever valores elevados para a aplicação de multas, mas a norma deve revestir-se de razoabilidade e proporcionalidade. Por essa razão, a redução da multa máxima prevista – eventualmente para 3 vezes a vantagem econômica – parece-me adequada.

13. Sobre a proibição de participação do analista em apresentações comerciais organizadas por ocasião de ofertas públicas ( *road shows*), entendo que a questão deva ser tratada pela própria CVM, na regulação das atividades dos analistas. Nesse sentido, proponho que a questão seja, inclusive, discutida em audiência pública, o que permite uma solução ponderada e reduz a possibilidade de eventuais conflitos sobre o assunto.
14. Sobre a utilização de informação privilegiada, pelos analistas, o tratamento dado pela APIMEC é, de fato, adequado, como observou a SIN. Entendo, não obstante, que as previsões sobre o assunto poderiam ser aperfeiçoadas, com a inclusão de dispositivo, no Código de Processos, que preveja a conduta como infração grave, sobre a qual não poderão incidir penalidades mais brandas, como é o caso da advertência.
15. No que toca as disposições concernentes à independência, estrutura e capacidade técnica da APIMEC, reforço o exposto pela própria SIN, no sentido de que a CVM realize a fiscalização da implementação da estrutura apresentada.
16. Por fim, com relação ao credenciamento diferenciado para analistas gráficos e fundamentalistas, não vejo óbice para tanto, tendo em vista a real distinção dos conhecimentos necessários para cada tipo de análise.
17. Pelo exposto, voto pela autorização da APIMEC para atuar como entidade credenciadora de analista de valores mobiliários, condicionada às alterações e observações aqui expostas.

Rio de Janeiro, 06 de julho de 2010.

Alexsandro Broedel Lopes

Diretor-relator

[\[1\]](#)Art. 13. O registro de analista de mercado de valores mobiliários na CVM pode ser cancelado, independentemente de inquérito administrativo, assegurado-se ao analista o direito à ampla defesa e ao contraditório:

I - se constatada a falsidade dos documentos ou de declaração apresentada para obter o registro; ou

II - se, em razão de fato superveniente devidamente comprovado, ficar evidenciado que a pessoa registrada pela CVM não mais atende a quaisquer dos requisitos e condições, estabelecidos nesta Instrução para o credenciamento perante a entidade credenciadora e para a concessão do registro.