

PARA: SGE MEMO/SIN/GIR/Nº 61/2011

DE: SIN Data: 2/6/2011

Assunto: Prestação de contas das atividades realizadas pela APIMEC e alteração do Código de Conduta - Processo CVM nº RJ-2011-1487

Senhor Superintendente Geral,

1. Apresentação

Trata este processo do relatório de prestação de contas referente às atividades realizadas pela APIMEC em cumprimento às obrigações estabelecidas na Instrução CVM 483/10 e do Plano de Ação para as áreas de Supervisão e Certificação proposto para o exercício de 2011.

Como sabido, a APIMEC é hoje, nos termos da vigente Instrução CVM 483/10, a única entidade credenciadora autorizada pela CVM a promover o credenciamento de analistas de valores mobiliários.

Por essa razão, a Associação presta contas das atividades por ela realizadas (fls. 1/22 para o último trimestre de 2010, e fls. 24/134, para o primeiro trimestre de 2011), com o objetivo de dar atendimento às exigências do artigo 11 da Instrução CVM 483/10, abaixo transcrito, e evidenciar quais atividades na qualidade de entidade autorreguladora nesse mercado, ao estabelecer deveres e poderes para a entidade credenciadora de analistas.

Art. 11 A entidade credenciadora deve enviar à CVM:

...

II – até o décimo quinto dia do mês subsequente ao final de cada trimestre:

- a. relatório sobre possível inobservância das normas legais e regulamentares, mencionando os esforços empreendidos para averiguar a regularidade da conduta, o nome e qualificação dos envolvidos, sendo eles credenciados ou não, bem como outras providências adotadas para coibir a prática; e*
- b. relatório sobre a inobservância das normas do código de conduta profissional, mencionando os analistas investigados, o escopo do trabalho realizado, as irregularidades identificadas, as punições aplicadas e outras providências adotadas;*

III – até o dia 31 de janeiro de cada ano:

- a. relatório de prestação de contas das atividades realizadas pela entidade credenciadora para o cumprimento das obrigações estabelecidas na presente Instrução, indicando os principais responsáveis por cada uma delas; e*
- b. relatório contendo a proposta de atuação para o exercício subsequente;*

2. Supervisão dos Relatórios de Análise

Os documentos remetidos detalham todas as atividades conduzidas pela APIMEC no período de 30/9/2010 a 31/3/2011. A primeira dessas atividades diz respeito ao evento, promovido pela Associação em 30 de setembro de 2010, com a finalidade de esclarecer dúvidas sobre a aplicação da nova Instrução, da qual participaram profissionais habilitados com o Certificado Nacional do Profissional de Investimentos (CNPi), outros em processo de certificação, e ainda, responsáveis pela área de *compliance* de alguns dos empregadores, totalizando cerca de 100 profissionais. Tal reunião contou ainda com a presença de Alexandre Leite Moraes e Daniel Walter Maeda Bernardo, na qualidade de palestrantes.

Entendemos como positiva a realização de tamanho evento, e especialmente a presença de profissionais representantes de pessoas jurídicas empregadoras de analistas credenciados, uma vez que demonstra o reconhecimento por parte desses empregadores de seu novo papel frente aos deveres e normas de conduta impostos pela Instrução CVM nº 483/10.

Por outro lado, como sabido, em 30 de setembro de 2010 foram cancelados na CVM (artigo 23 da Instrução CVM nº 483/10) os registros de todos os 1.080 analistas de valores mobiliários até então concedidos nos termos da então vigente Instrução CVM nº 388/03.

A APIMEC informou em seu relatório que, na data-base de 31/12/2010, 889 analistas estavam credenciados na Associação, com a respectiva adesão aos seus Códigos de Conduta e de Processos, o equivalente a 82% do total outrora registrado na CVM. Ainda se encontrava suspenso o credenciamento de 69 analistas, todos a pedido. A APIMEC apresentava também 211 profissionais certificados que não exerciam a atividade de análise de valores mobiliários.

Em 6/12/2010, a APIMEC enviou correspondências registradas aos analistas que ainda não haviam se manifestado, nas quais reiterou a necessidade de adesão aos novos Códigos, e alertou sobre a possibilidade de perda da certificação e o conseqüente impedimento de atuar como analista de valores mobiliários. Essa iniciativa obteve como resultado a adesão de 194 profissionais até a data-base de 31 de março de 2011.

Assim, em 31 de março de 2011 havia 914 analistas credenciados na APIMEC, 94 suspensos, e ainda, 229 profissionais certificados sem exercer a atividade de análise de valores mobiliários.

Com relação ao cumprimento do artigo 19 da Instrução 483/10, a entidade registra que disponibilizou ferramenta própria em seu site (www.apimec.com.br) para que todos os analistas pudessem enviar seus relatórios. É o teor do citado dispositivo da norma:

Art. 19. Os analistas autônomos e as pessoas mencionadas no art. 2º, incisos II e III são responsáveis por:

I – enviar os relatórios de análise à entidade credenciadora, em 3 (três) dias úteis da data em que tais relatórios forem distribuídos; e

II – manter os relatórios de análise arquivados por 5 (cinco) anos, a contar da data em que tais relatórios forem distribuídos.

Por outro lado, no que tange aos trabalhos de supervisão realizados, a entidade informa que é sua intenção a implantação de rotinas de monitoramento e de "*sistemas inteligentes*". Nesse sentido, em 12/2010 foram estabelecidas parcerias com a Bloomberg e Thomson Reuters, com o objetivo de aperfeiçoar a atividade de supervisão, estabelecer rotinas de monitoramento e introduzir sistemas e ferramentas adequadas para o cumprimento desse objetivo.

Dessa forma, a Bloomberg criou um perfil específico de analistas (denominado "BIO"), que conta com um campo para o preenchimento da informação

sobre eventual certificação CNPI, o que permite a identificação dos analistas naquele sistema. Já a Thomson Reuters criou a funcionalidade "*Alerta de Research*", que tem o objetivo de encaminhar semanalmente à APIMEC um resumo de todas as análises de valores mobiliários realizadas para as empresas previstas na carteira teórica do índice Ibovespa divulgadas naquele sistema.

A APIMEC criou ainda nesse período o Comitê Consultivo do Analista de Valores Mobiliários ("CCA"), composto por analistas seniores devidamente credenciados na entidade, que passou a servir de fórum de atuação e representação dos analistas credenciados, com o objetivo de fomentar um maior ativismo por parte desses profissionais na autorregulação, e permitir a discussão e sugestões, por exemplo, na área de rotinas, sistemas e ferramentas implementados para a supervisão dos analistas, dentre outras atribuições.

No âmbito desse Comitê já foram realizadas duas reuniões: a primeira teve como foco (1) apresentar aos analistas o Plano de Ação para 2011 nas áreas de supervisão e certificação, e (2) definir a periodicidade das reuniões do CCA (bimestrais). Por seu lado, na segunda, foi iniciado debate – ainda em andamento – sobre a possibilidade de criação de um padrão básico para os relatórios de análise fundamentalista.

À fl. 26 é apresentada a composição atual do CCA. Ao ver da área técnica, parece positiva uma composição como a exposta, marcada pela presença de membros representativos de diversas associações do mercado de capitais, e onde prevalecem analistas de valores mobiliários independentes.

Por outro lado, como medida de estruturação do trabalho de supervisão que vem sendo implementado pela entidade, tomaram posse os membros do Conselho de Supervisão do Analista de Valores Mobiliários – CSA^[1], na primeira reunião realizada pelo grupo, em 16 de dezembro de 2010. Nesse encontro ficou definida também a periodicidade para as reuniões ordinárias (também bimestral).

Na segunda reunião, essa realizada em 10/2/2011, foi apresentada a primeira versão do "*Plano de Supervisão dos Relatórios de Análise*" (fls. 45/51), que teve como objetivo definir o processo de seleção por amostragem dos relatórios recebidos ("*amostragem diferenciada*"), e a verificação mínima cabível abrangendo o que foram denominados de "*aspectos factuais*" e "*aspectos técnicos*" dos relatórios analisados.

No que se refere aos citados *aspectos factuais*, a APIMEC informa que a área de supervisão ainda está implementando roteiro específico e determinado para os relatórios selecionados, que preveja, por exemplo, critérios como atenção especial aos *disclaimers* em casos onde a instituição empregadora do analista participe de operações societárias, e a indicação das fontes dos fatos utilizados com fundamento ao relatório.

As premissas para a análise dos mencionados *aspectos técnicos*, por seu lado, procuram se basear nos princípios da (1) transparência ao investidor, (2) avaliação balanceada da empresa com apresentação dos principais riscos do investimento, e (3) clareza para os fundamentos da análise e a metodologia de cálculo do preço alvo e para a recomendação dada.

Nesse sentido, a associação informa ainda que, inicialmente, cerca de metade dos cerca de 200 relatórios que recebe por dia (envolvendo todas as 50 instituições empregadoras – fls. 141/143) estão sendo verificados para viabilizar a identificação e mapeamento de parâmetros para um futuro modelo de supervisão baseada em risco.

Embora esses critérios de supervisão ainda não estejam consolidados – processo cuja conclusão certamente é de grande interesse à CVM – alguns parâmetros gerais já foram definidos, quais sejam:

- o verificação obrigatória de relatórios emitidos em situações que possam envolver maior potencial de conflitos de interesses, como aqueles emitidos no curso de uma oferta pública (seja um "IPO", "follow-on" ou uma OPA, sem prejuízo de outras hipóteses – *potencial de conflito de interesses*);
- o análise de relatórios representativos de todas as empresas emissoras e de todos os analistas credenciados na APIMEC em certo período a ser definido, e cuja amostra possa ser considerada estatisticamente relevante (*representatividade*);
- o especial atenção a relatórios fundamentalistas de empresas incluídas no índice Ibovespa e elaborados por grandes instituições (*impacto no mercado*);
- o para os relatórios técnicos, seleção de trabalhos que sirvam de parâmetro e referência para os demais relatórios disponíveis no mercado (*representatividade*).

São outras propostas desse plano de supervisão (i) a formalização dos passos necessários na análise dos relatórios (processo esse em andamento), (ii) a criação de um banco de dados com as revisões efetuadas, (iii) a formalização de um roteiro de verificação, e (iv) a elaboração de relatórios mensais resumindo as atividades efetuadas no período.

3. Propostas de Deliberações Interpretativas do Conselho de Supervisão de Analistas

Ainda na citada segunda reunião do CSA, foram apresentadas duas Deliberações Interpretativas. A primeira trata da forma de encaminhamento de relatórios de análise de valores mobiliários no âmbito de ofertas públicas (fl. 30), e assim, no entender da SIN possui um caráter meramente orientador e operacional que dispensaria uma análise mais pormenorizada.

Já a segunda esclarece que devem, na interpretação da APIMEC, ser considerados relatórios de análise também as apresentações disponibilizadas a investidores no âmbito de ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos (fl. 29).

Segundo a APIMEC, a referida norma foi editada em razão de questionamentos do mercado sobre a possibilidade de entrega a investidores de apresentações de analistas da área de renda fixa em reuniões *investor education* no âmbito de ofertas de distribuição de debêntures conduzidas com base na Instrução CVM nº 476/09.

Tais apresentações, como informado pela APIMEC, conteriam, em geral, informações sobre "*o perfil operacional, indicadores financeiros e operacionais e resultados projetados*" das empresas analisadas, sem mencionar detalhes da oferta.

O entendimento da Superintendência de Supervisão da APIMEC ("SSA") é que "*não há disposição explícita na Instrução CVM nº 476/09 sobre a obrigação ou proibição de distribuir material de apresentação com informações sobre o emissor*", porém, o artigo 10 da referida Instrução dispõe que "*o ofertante deverá oferecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores*" e entre as obrigações do intermediário líder, como dispostas no art. 11 daquela Instrução, estaria a de assegurar que referidas informações permitam uma tomada de decisão de investimento fundamentada. Adicionalmente, o líder deve divulgar eventuais conflitos de interesse aos investidores. É o teor do dispositivo:

Art. 11. São deveres do intermediário líder da oferta:

I – tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e

suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta;

II – divulgar eventuais conflitos de interesse aos investidores;...

Nesse contexto, entende a SSA que, embora seja possível ao analista entregar tais apresentações aos investidores, devem elas – e também manifestações não escritas com o mesmo teor – ser entendidas como relatórios de análise para os efeitos da Instrução CVM nº 483/10, uma vez que se enquadrariam na definição de seu artigo 1º:

Art. 1º. – (...) a expressão "relatório de análise significa quaisquer textos, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento".

Um ponto importante segundo a interpretação da SSA é a constatação de que, uma vez consideradas como relatórios de análise, essas manifestações e apresentações passam a se sujeitar às regras da Instrução CVM nº 483/10, e por consequência, a elas se aplicariam as declarações obrigatórias ("disclaimers") previstas nos artigos 17 e 18, e a obrigação de explicitar quaisquer conflitos de interesses a que o analista eventualmente se sujeite, como corroborado pela exigência do mencionado art. 11 da Instrução CVM nº 476/09.

Nesse sentido, convém lembrar a existência de precedentes da CVM que já definiram os elementos básicos que permitiriam caracterizar um estudo, análise ou documento congêneres como um relatório de análise. É, por exemplo, o teor da decisão do Processo CVM PAS nº RJ-2006-4321, julgado em 10/7/2007:

5. O exame dos relatórios de análise produzidos pelo indiciado não deixa dúvida de que ele, de fato, exerceu irregularmente a atividade de analista. Foram ao todo três relatórios - cobrindo Braskem S.A. (BKRM5, fls. 08 e 09), Natura.S.A. (NATU3, fls. 10 e 11) e Lochpe-Maxion S.A. (MYPK4, fls. 12 e 13) - todos contendo preço alvo, indicação de decisão de investimento (respectivamente, no caso dos autos, "compra", "venda" e "recomendada a participação visando apenas ganho de curto prazo") e informações detalhadas de cada empresa coberta. [Voto do Pte. Rel. Marcelo Trindade]

Ainda nesse sentido, também a decisão do Processo CVM nº RJ-2006-1216, de 20/6/2007:

7. São três, portanto, os aspectos elementares ao exercício da atividade de analista de valores mobiliários: (i) a realização de avaliação de valores mobiliários; (ii) o caráter profissional no exercício de tal atividade; e (iii) a divulgação ao público de informações destinadas a auxiliar na tomada de decisão de investimento [Voto do Pte. Rel. Marcelo Trindade].

Como conclusão, ciente de que a definição do relatório de análise previsto na Instrução CVM nº 483/10 não difere na essência daquele previsto na Instrução CVM nº 388/03, vigente na época daquelas decisões, é possível concluir que um estudo será considerado como relatório de análise quanto envolver a (1) publicação ao público de um (2) trabalho profissional que envolve (3) uma avaliação de valores mobiliários, avaliação essa que deve conter ao menos (4) uma recomendação e informações detalhadas sobre a empresa coberta.

Assim, de um lado reconhecemos que o entendimento da APIMEC é consistente com as obrigações previstas na Instrução CVM nº 476/09; porém, de outro entendemos que seria necessário limitar o escopo de alcance da Deliberação Interpretativa nº 2/2011, de modo que apenas se apliquem a trabalhos que, em linha com o exposto acima, possam ser considerados como um relatório de análise.

Já mais recentemente (em 9/5/2011) também foi apresentada para análise da CVM a Deliberação Interpretativa CSA nº 3, de 5 de maio de 2011, editada basicamente para esclarecer ao mercado o alcance da Instrução CVM nº 483/10 aos analistas de valores mobiliários que se dedicam à elaboração de relatórios que não se destinam à publicação ou divulgação a terceiros, o que é o caso, por exemplo, daqueles que compõem exclusivamente o departamento técnico de análise de administradores de carteiras credenciados na CVM segundo a Instrução CVM nº 306/99, os chamados analistas *buy side*.

Entendemos, nesse particular aspecto, que a interpretação dada pela APIMEC ao trabalho dos analistas de valores mobiliários é compatível e guarda coerência com a definição prevista no artigo 1º da Instrução CVM nº 483/10, que define o analista de valores mobiliários, para os efeitos de sua incidência, como a "pessoa natural que, em caráter profissional, elabora relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros".

4. Caso Petrobrás

Como sabido, por meio de notícia divulgada inicialmente pelo Jornal O Estado de São Paulo em 14/10/2010, foi levado a público que analistas de valores mobiliários vinculados a intermediários participantes da oferta pública de ações da companhia Petrobrás S/A teriam promovido alterações de recomendação para as ações de emissão daquela companhia imediatamente após o encerramento do processo de oferta pública.

Primeiramente, enviamos o Ofício/CVM/SIN/GIR 3.267, de 14/10/2010 (fl. 23) à APIMEC, no qual solicitamos informações sobre as providências adotadas pela APIMEC, nos termos do artigo 7º da Instrução CVM nº 483/10, para a verificação de eventuais infrações que pudessem ter sido cometidas pelos analistas envolvidos, seja contra a referida norma, seja contra o Código de Conduta da própria APIMEC.

Igualmente, remetemos os Ofícios CVM/SIN/GIR/nº 3.261 e 3.262, ambos de 14/10/2010, à Morgan Stanley CTVM e Itaú Corretora de Valores S/A, respectivamente, solicitando esclarecimentos sobre o teor e cronologia da divulgação dos relatórios de análise envolvidos na questão, conforme tratado e analisado no âmbito do Processo CVM nº RJ-2010-17101, que segue anexo a este processo para subsídios.

A APIMEC informou (fls. 15/16) que, como providências, confirmou o credenciamento dos analistas veiculados na imprensa, solicitou aos analistas envolvidos o envio de todos os relatórios emitidos com recomendações sobre valores mobiliários de emissão da Petrobras S/A; e ainda, procedeu à análise de aderência dos relatórios então recebidos às normas e procedimentos exigidos pela regulação vigente, em especial a Instrução CVM nº 483/10 e as normas de autorregulação da própria entidade.

Em resumo, a SSA concluiu que a maioria dos analistas citados na imprensa estava credenciada e, portanto, aptos a exercer a atividade de analista de valores mobiliários. Havia também profissionais não credenciados envolvidos na elaboração dos relatórios porque residiam em outras jurisdições. Entretanto, mesmo nesses casos, teria sido observadas as exigências dos artigos 17, 18 e 20 da ICVM 483/10.

Os principais argumentos técnicos utilizados pelos analistas de valores mobiliários questionados para as alterações de recomendação, assim como para a revisão do valor justo dos valores mobiliários de emissão da Petrobras S/A foram "um maior custo de capital médio ponderado (WACC) para refletir a nova estrutura de capital", a "aquisição dos cinco bilhões de boe a US\$ 8,51/boe, preço acima das projeções anteriores", "a exclusão do campo de Júpiter e a redução da avaliação do campo de Lara", a "diluição após a capitalização, já incluindo o exercício do green shoe", "ajustes contábeis sob as IFRS", e ainda, "a rolagem do valor justo para o final de 2011".

Entretanto, sem prejuízo desses argumentos, a APIMEC informa ainda (fl. 16) que as instituições questionadas informaram ter retomado a cobertura sobre a Petrobrás somente após o período de restrição imposto pela capitalização para atender, segundo a interpretação delas, exigências da "legislação interna e internacional".

Em consequência do argumento exposto, em reunião realizada na CVM em 26/10/2010 com a presidente da APIMEC, esta Superintendência ressaltou seu entendimento de que a regulamentação não proíbe a divulgação de relatórios durante o chamado "período de silêncio", mas apenas determina que as instituições intermediárias envolvidas na oferta pública apresentem à CVM as pesquisas e os relatórios públicos sobre a companhia e a operação que eventualmente elaborem.

A APIMEC, nesse sentido, manifestou seu entendimento de que " *está em linha com o entendimento da CVM*", e de que seria positivo " *ratificar tal entendimento para as instituições às quais os analistas estão vinculados, para que esta interrupção não volte a ocorrer em futuras ofertas públicas de ações*".

Nesse ponto, vale ainda mencionar o entendimento da Itaú Corretora (fls. 104/107 do Processo CVM nº RJ-2010-17101) de que:

Nesse sentido, gostaríamos de ressaltar que, aparentemente, tal restrição [de divulgação de relatórios em períodos de oferta pública da qual a instituição participe] tem como objetivo evitar a ocorrência de potenciais conflitos de interesses que porventura possam surgir no curso de uma oferta pública, notadamente nos casos em que a opinião dos analistas é favorável à oferta ou à Companhia emissora.

Ainda, ao propor suas sugestões no âmbito da Audiência Pública CVM nº 05/10 (que tem por objetivo a alteração da Instrução CVM nº 483/10), ao citar a regra americana Rule nº 139 como uma referência positiva, argumentou – em defesa de situações como a que enfrentou no caso – que (fls. 145/149):

Finalmente, gostaríamos de mencionar o normativo americano conhecido como regra 139 que permite expressamente que os analistas de valores mobiliários vinculados a uma determinada instituição financeira continuem a escrever sobre uma companhia ainda que a mesma esteja realizando uma oferta pública de valores mobiliários utilizando os serviços de tal instituição financeira, desde que a companhia já seja coberta pelo analista e ainda tenha um número mínimo de ações no mercado.

Assim, em que pesem as considerações do mercado em resposta aos questionamentos da CVM e da APIMEC, que alegam terem restringido a divulgação de relatórios no período de oferta de ações da companhia para cumprir exigências da "legislação interna e internacional", entende esta Superintendência que, se essa restrição pode fazer sentido nos casos "em que a opinião dos analistas é favorável à oferta ou à Companhia emissora", como alegado por uma das instituições, ela perde seu fundamento em uma situação inversa como a presente, onde a opinião dos analistas é desfavorável à companhia, e onde a supressão da divulgação é que acaba por evidenciar uma aparência de conflitos indesejável.

Dessa forma, a conclusão da área técnica é de que a determinação das instituições empregadoras a seus analistas de não divulgar os relatórios no período da oferta vai contra a responsabilidade, prevista no artigo 12, II, da Instrução CVM nº 483/10, dessa instituição de "identificar, administrar e eliminar eventuais conflitos de interesses que possam afetar a imparcialidade dos analistas e elas vinculados e dos seus relatórios de análise".

Por essa razão, é proposta da área técnica a emissão de Carta de Alerta às instituições envolvidas com a manifestação desse entendimento, e a solicitação de providências e esclarecimentos para a adequação às normas regulamentares aplicáveis ao caso, como previsto na Deliberação CVM nº 542/08, além da proposta de uma manifestação formal desta Superintendência quanto a essa interpretação da norma, a ser consubstanciada em Ofício Circular ao mercado.

5. Certificação

Com relação aos Exames de Certificação aplicados pela APIMEC, no ano de 2010 foram realizados 545 exames de certificação, distribuídos da seguinte maneira:

CB: 300 candidatos, 177 aprovados = 59,0%

CG1: 168 candidatos, 59 aprovados = 35,1%

CT1: 77 candidatos, 39 aprovados = 50,6%

Já no primeiro trimestre de 2011, 178 analistas realizaram esses mesmos exames de certificação, cujo resultado ficou distribuído como segue:

CB: 82 candidatos, 60 aprovados = 74,4%

CG1: 69 candidatos, 18 aprovados = 26,0%

CT1: 27 candidatos, 20 aprovados = 74,1%

Os números apresentados parecem indicar que as provas aplicadas têm seguido grau de dificuldade compatível e adequado, salvo no que se refere à prova CG1, que aprovou um percentual substancialmente baixo de candidatos ao credenciamento especificamente nesses dois últimos exames aplicados.

Como justificativa para números tão baixos, a Associação informou (fls. 143/144) que " *o motivo da baixa aprovação está centrado nas questões relativas à nova contabilidade (IFRS)*", uma vez que " *das 60 questões que compõem o exame, 30 estão relacionadas a análise das demonstrações financeiras e IFRS*".

Assim, como solução para a questão, a APIMEC consigna que está ajustando " *o grau de dificuldade das questões, sem que comprometa a qualidade e o objetivo do exame*", que " *está promovendo ampla divulgação à classe de analista quanto a necessidade de preparação prévia*", e ainda, a adoção de " *postura de apresentar workshops nas principais regionais da Apimec com o objetivo de esclarecer dúvidas*".

A entidade autorreguladora informa ainda que renovou o banco de questões das provas CB e CG1, e também elaborou questões para o banco da prova CR, que corresponde ao Conteúdo de Reciclagem. O número de questões – nesse processo e segundo informado – foi ampliado com o objetivo de conferir maior qualidade e diversidade ao banco, e assim, desde 22/1/2011 todas as provas já contam com questões de conteúdo atualizado.

Também foi apresentado à CVM novo Manual de Candidatura e Certificação (fls. 150/168), com informações sobre os requisitos necessários para os candidatos que desejam realizar o exame de certificação, as características e diferenças entre os exames, exemplos de bibliografia recomendada, o critério utilizado para aprovação no exame e, o que consideramos importante, como o candidato poderá interpor recurso caso se sinta prejudicado. A APIMEC informa ainda que o manual está sujeito a um processo de atualização constante.

Na avaliação desta área técnica, o novo Manual apresentado parece adequado, dado que (i) prevê com suficiente detalhe todas as informações relativas ao procedimento de certificação, com informações inclusive sobre o PEC e as hipóteses possíveis (exames ou cursos), e o tratamento para eventuais discordâncias; (ii) apresenta conteúdo programático compatível com os fins a que se propõe; (iii) há previsão expressa e em destaque de meios de comunicação com a entidade organizadora em casos de dúvidas, sugestões ou reclamações que não sejam tratadas em sede de recurso; e (iv) o Manual é compatível com o PEC apresentado no âmbito do Processo CVM nº RJ-2010-1108, que autorizou a APIMEC a atuar como entidade autorreguladora.

Vale dizer ainda que, em março de 2011, também foi concluído o modelo do Relatório Individual do Programa de Educação Continuada ("RIPEC"), cuja meta é permitir ao analista de valores mobiliários credenciado na APIMEC um registro e controle facilitado dos créditos adquiridos no PEC em seu próprio portal (www.apimec.com.br), com previsão de disponibilização a todos os credenciados a partir de maio próximo.

Em resposta datada de 20/6/2011 (fls. 169/173) a questionamentos complementares efetuados por esta área técnica, a APIMEC informou que tal sistema "foi elaborado com o objetivo de facilitar o credenciado no apontamento de créditos necessários ao programa (PEC)", e ainda, que "seu preenchimento é feito através dos espaços pré-estabelecidos [pela APIMEC] e os créditos calculados automaticamente de acordo com a quantidade de horas apontada pelo analista".

Como meio de verificação da consistência das informações fornecidas pelo analista, a entidade autorreguladora informa que:

...os analistas credenciados estão orientados a manter original dos documentos comprobatórios para apresentá-los quando requisitados pela Superintendência de Certificação [o que], inicialmente, faremos de forma aleatória, com amostragem que deverá se situar entre 50 e 60% dos credenciados.

6. Alterações no Código de Condutas

Atualmente, os artigos 29 e 30 do Código de Conduta disciplinam as condições para a suspensão, a pedido, do credenciamento dos analistas de valores mobiliários na APIMEC, conforme segue transcrito:

Art. 29 – O Analista pode suspender seu credenciamento por período de até 3 (três) anos, ficando livre do pagamento das taxas e das demais responsabilidades previstas no presente Código.

§ 1º – Em caso de suspensão do credenciamento, o analista fica impedido de desempenhar as atividades privativas dos analistas credenciados.

§ 2º – Após o período de 3 (três) anos o Analista que não enviar carta à APIMEC solicitando o cancelamento de seu credenciamento será automaticamente reabilitado.

Art. 30 – O Analista que for designado como diretor responsável por pessoa jurídica administradora de carteira de valores mobiliários, deverá solicitar a suspensão de seu credenciamento por tempo indeterminado.

§ 1º – Em caso de suspensão do credenciamento pelo exercício da função de diretor, prevista no caput deste artigo, o analista ficará impedido de desempenhar as atividades privativas dos analistas credenciados e de assinar relatórios de análise, mesmo que acompanhado de um analista responsável.

§ 2º – Ao término do exercício da função de diretor, prevista no caput deste artigo, o Analista deverá comunicar o fato à APIMEC para que esta promova a revalidação do credenciamento.

Ocorre que, na visão da APIMEC, o termo "suspensão" tem gerado levado o mercado a confundir tal conceito com aquele previsto no Capítulo VI – Das Penalidades e das Circunstâncias Agravantes e Atenuantes, do Código de Processos, que faz referência à penalidade de suspensão em função de descumprimento das normas vigentes. Por essa razão, sugere que o termo "suspensão" previsto nos citados artigos 29 e 30 seja substituído pelo termo "licença".

Por outro lado, propõe também substituir o termo "reabilitado" previsto no artigo 29, § 2º; e artigo 30, § 2º; pelo termo "restabelecido", e ainda acrescentar dois novos parágrafos (§§ 3º e 4º) ao artigo 29, com o objetivo de limitar a possibilidade de um novo pedido de licença, conforme segue:

Art. 29 – O Analista credenciado poderá licenciar-se pelo período de até 3 (três) anos, ficando isento do pagamento das taxas e das demais responsabilidades previstas no presente Código.

§ 1º – Em caso de ~~suspensão do credenciamento~~ concessão da licença requerida, o analista fica impedido de desempenhar as atividades privativas dos analistas credenciados.

§ 2º – Após o período de 3 (três) anos o Analista que não enviar carta à APIMEC solicitando o cancelamento de seu credenciamento ~~será automaticamente reabilitado~~ terá o seu credenciamento restabelecido automaticamente.

§ 3º - O Analista cujo credenciamento foi restabelecido somente poderá requerer nova concessão de licença após 1 (um) ano contado da data do restabelecimento.

§ 4º - O Analista cujo credenciamento foi restabelecido deverá atender a todas as exigências da condição de credenciado, tais como o pagamento da taxa de fiscalização e do PEC – Programa de Educação Continuada da Apimec.

Art. 30 – O Analista que for designado como diretor responsável por pessoa jurídica administradora de carteira de valores mobiliários, deverá ~~solicitar a suspensão de seu credenciamento~~ licenciar-se por tempo indeterminado.

§ 1º – Em caso de ~~suspensão do credenciamento~~ concessão de licença pelo exercício da função de diretor, prevista no caput deste artigo, o analista ficará impedido de desempenhar as atividades privativas dos analistas credenciados e de assinar relatórios de análise, mesmo que acompanhado de um analista responsável.

§ 2º – Ao término do exercício da função de diretor, prevista no caput deste artigo, o Analista deverá comunicar o fato à APIMEC para que esta promova ~~a revalidação do~~ o restabelecimento do seu credenciamento.

Quanto às propostas de alteração do Código de Conduta, entende essa área técnica que a substituição do termo "suspensão" por "licença" não modifica o mérito das questões ali tratadas, e pode de fato ajudar a diferenciar os profissionais que sofreram penalidades em função de descumprimento das normas daqueles que preferiram, por qualquer razão, não exercer em certo período a atividade de analista de valores mobiliários.

Quanto aos propostos § 3º do artigo 29, argumenta a APIMEC que tal dispositivo:

...foi criado para evitar que o § 2º não ficasse sem efeito, pois o analista teria, após o vencimento do período, a possibilidade de voltar a se credenciar, recolher um trimestre de taxa de fiscalização, e novamente solicitar o licenciamento, o que daria uma conotação de tempo indeterminado para o período de licenciamento.

Entretanto, na opinião desta área técnica não nos parece viável impor um período mínimo intercorrente para a concessão de nova licença pela APIMEC, já que tamanha medida cercearia a liberdade do profissional nela credenciado de solicitá-la a qualquer momento, e acabaria impondo um pedágio injustificado para o analista que não exerce qualquer atividade de análise no mercado.

Assim, a princípio não concorda a SIN com essa específica alteração proposta para o Código de Condutas, pois acabaria provocando uma distorção representada pela existência imposta de analistas de valores mobiliários que, mesmo sem exercer a atividade, continuariam com credenciamento ativo na Associação e permaneceriam devedores de taxas periódicas à APIMEC.

Entretanto, ao analisar o fundamento da APIMEC para a proposta de inclusão do artigo 29, § 3º, do Código de Condutas (qual seja, a possibilidade de suspender indefinidamente o credenciamento), ao que tudo indica a entidade autorreguladora parte do princípio de que, uma vez esgotado o prazo de 3 anos, a qualquer momento ele se renovaria para uma nova contagem.

Em nossa avaliação esse entendimento não é correto e deve ser objeto de esclarecimentos à APIMEC. Quando da aprovação do atual artigo 29 para o Código de Condutas, o pressuposto da CVM sempre foi o de adotar, via autorregulação, o mesmo modelo de suspensão (ou, em termos atuais, licenciamento) outrora adotado pela então vigente Instrução CVM nº 388/03, que previa a possibilidade de obtenção de um período máximo de suspensão de 3 anos, findo o qual o analista ou mantinha o seu credenciamento ativo, ou solicitava o cancelamento de seu credenciamento. Era como dispunha o artigo 14 daquela norma:

Art. 14. A CVM poderá suspender, ou cancelar, o registro de que trata esta Instrução, a pedido do interessado.

§ 1º A suspensão do registro deverá ser requerido à CVM, por um período não superior a 12 (doze) meses, renováveis no máximo duas vezes.

Essa abordagem, ao ver da SIN, tinha o objetivo de exigir daquele analista que deixasse de atuar por grandes períodos de tempo a obtenção de novo credenciamento, exigência essa que não faria sentido ao profissional que permanecesse atuando no mercado, a quem um escrutínio mais simples como aquele previsto no PEC se mostraria suficiente para evidenciar a constante atualização de conhecimentos que o analista está obrigado a cumprir.

Dessa forma, com o objetivo de deixar clara a permanência, para a questão, da mesma lógica antes adotada na Instrução CVM nº 388/03, propõe a SIN que a redação do artigo 29 do Código de Condutas preveja termos como os seguintes:

Art. 29 – O Analista credenciado poderá licenciar-se pelo período total e improrrogável de até 3 (três) anos, ficando isento do pagamento das taxas e das demais responsabilidades previstas no presente Código.

Acredita a área técnica que uma nova redação como a exposta ratificaria o entendimento da CVM quando da aprovação do Código de Condutas, o que serviria de norte adequado ao tratamento futuro que a APIMEC deverá dar para essa possibilidade.

7. Programa de Educação Continuada ("PEC") e analistas suspensos

Por meio de mensagem eletrônica datada de 14 de junho de 2011, questionamos a APIMEC quanto à sistemática que aquela entidade viria adotando quanto à aplicação do Programa de Educação Continuada para os analistas que estivessem com seu credenciamento suspenso nos termos do artigo 29 de seu Código de Condutas.

Em respostas datadas de 14 e 17/6/2011, a Associação informou que o transcurso de períodos de suspensão (ou licenciamento) a pedido não suspende a contagem do prazo previsto no PEC, que é de cinco anos, embora especificamente o cumprimento do PEC não seja exigido no período de suspensão^[2]. Ainda demonstrou esse entendimento por meio de exemplos concretos.

Segundo a APIMEC, tal interpretação seria a mais adequada para evitar abusos por parte de analistas na aplicação do PEC.

Entretanto, esta Superintendência entende que referida interpretação não atende o disposto no artigo 29 do Código de Condutas, que expressamente dispõe que "*O Analista credenciado... fica... isento do pagamento das taxas e das demais responsabilidades previstas no presente Código*", nem tão pouco a regra que o inspirou, o art. 14, § 3º, da Instrução CVM nº 388/2003, reproduzido a seguir:

Art. 14. A CVM poderá suspender, ou cancelar, o registro de que trata esta Instrução, a pedido do interessado.

(...)

§3º Enquanto suspenso o registro, o analista ficará impedido de exercer a atividade, exonerando-se do cumprimento das obrigações previstas nesta Instrução, bem como das obrigações tributárias para com a CVM.

Conseqüentemente, é proposta da SIN a prestação de esclarecimentos à APIMEC, no sentido de que a suspensão do analista não só o impede de exercer a atividade durante o período suspenso, mas também o exonera, nesse mesmo período, do cumprimento de todas as obrigações previstas na Instrução CVM nº 483/10 e nos códigos da APIMEC.

8. Conclusão

Como conclusão geral dos relatórios apresentados pela APIMEC, vale mencionar ainda a manifestação da entidade de que (fl. 24) "*não identificamos irregularidades nas normas legais e regulamentares, bem como nas normas do Código de Conduta*".

No entendimento desta Superintendência, as informações prestadas pela APIMEC até o momento parecem satisfatórias para atender o exigido pelo artigo 11 da ICVM 483/10.

Sem prejuízo do exposto e de reconhecer que a entidade autorreguladora se encontra em período de considerável transição, consolidação e estruturação de suas atividades, entendemos como indispensável um acompanhamento próximo do cumprimento dos planos apresentados pela APIMEC para o ano de 2011, como resumidos às fls. 41/44, especialmente no que se refere à finalização dos critérios de supervisão baseada em risco para a análise dos relatórios a ela submetidos.

Nesse sentido, a própria instituição informa às fls. 140/142 que pretende incorporar tais critérios definitivamente à rotina de supervisão até o 3º trimestre de 2011, razão pela qual é proposta desta área técnica estabelecer tal prazo à APIMEC, sugerindo que ao final de tal período ela apresente os resultados da implementação dessa abordagem no trabalho de supervisão.

Diante de todo o exposto, propomos o encaminhamento deste Memo para a apreciação do Colegiado das atividades realizadas pela APIMEC, no âmbito da autorregulação, desde a entrada em vigor da Instrução CVM 483/10, e especialmente as seguintes propostas da área técnica:

1. Estabelecimento de prazo até 15/10/2011 (data limite de entrega do relatório trimestral referente ao 3º trimestre de 2011) para a implementação de uma rotina de supervisão que leve em conta todos os critérios já informados pela Associação.
2. Não objeção ao teor das Deliberações Interpretativas nº 1, 2 e 3 de 2011, do Conselho de Supervisão de Analistas – CSA, salvo proposta à APIMEC de alteração da redação proposta para a Deliberação Interpretativa nº 2/2011, para que deixe claro o alcance de seus termos aos estudos, pareceres e análises que possam ser considerados relatórios de análise nos termos dos precedentes da CVM contidos nos Processos CVM nº RJ-2006-4321 e RJ-2006-1216.
3. Oportunidade e conveniência da expedição de Carta de Alerta às instituições emissoras dos relatórios da Petrobras S/A, com a interpretação de que a não divulgação dos relatórios no decorrer da oferta pública da companhia está em desacordo com o disposto no artigo 12, II, da Instrução CVM nº 483/10, assim como quanto à expedição de Ofício Circular ao mercado com tal interpretação.
4. Acompanhamento do percentual de aprovação nos exames mantidos pela Associação, com o objetivo de observar se a certificação cumpre seu papel de efetivo teste para a capacidade e aptidão no exercício da atividade, sem que se transforme em uma barreira de entrada desproporcional para os profissionais desse mercado.
5. Aprovação da proposta apresentada de alteração do Código de Condutas, com exceção ao seu novo artigo 29, § 3º.
6. Proposta de inclusão do termo " *total e improrrogável*" na redação do artigo 29, *caput*, do Código de Condutas, para deixar clara a possibilidade de suspensão (ou licenciamento) por um período máximo de 3 anos, vedada sua ampliação a qualquer título.
7. Esclarecimentos à APIMEC sobre a interpretação do art. 29 do Código de Condutas, com o entendimento de que não deve ser aplicado o PEC sobre o analista suspenso, nem mesmo para os efeitos de contagem do tempo previsto naquele Programa.

Por todo o exposto, é que se propõe o encaminhamento deste processo para apreciação do Colegiado, com proposta de que sua relatoria seja conduzida por esta SIN/GIR.

Atenciosamente,

Daniel Walter Maeda Bernardo

Gerente de Registros e Autorizações – GIR

De acordo. Ao SGE.

Francisco José Bastos Santos

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais

[1] Tal Conselho é formado por três representantes da APIMEC: Francisco Petros, que também atua como Presidente, Milton Luiz Milioni e Eduardo Boccuzzi; e ainda, quatro representantes de outras entidades: Antonio Castro, como representante da ABRASCA, Walter Mendes, representando a AMEC, Alexandre Gartner, que representa a ANBIMA, e Adriane Almeida, representando o IBGC. Há, ainda, dois membros escolhidos em função de sua experiência no mercado de capitais: Edison Arisa e Francisco da Costa e Silva

[2] Nesses casos, a Associação aguarda a conclusão do período de suspensão para então exigir a comprovação de atendimento ao PEC. Tal comprovação no momento de retorno do analista à ativa, vale dizer, também não impacta a cobrança do PEC no próximo período de 5 anos, que continuaria sendo contado a partir do alegado "*aniversário da data do PEC*".