

Rio de Janeiro, 28 de julho de 2017.

OF. DIR – 054/2017

Exmo. Sr.

Antonio Carlos Berwanger

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM 03/2017 – Regulamentação da atividade de analista de valores mobiliários.

Prezados Senhores,

A Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) agradece a oportunidade de contribuir para o processo de consulta pública sobre a regulamentação da atividade de analista de valores mobiliários e parabeniza a CVM pela iniciativa.

A Associação considerou oportunas e adequadas as sugestões propostas pelo presente Edital, entendendo que complementam e aperfeiçoam a atual normatização, de modo a responder às lacunas registradas pela CVM na apresentação do documento e promover harmonização regulatória entre os diversos participantes do mercado de capitais. Foram assim entendidas como positivas a exigência de cadastramento de analistas de valores mobiliários pessoas jurídicas e a aplicação de regras robustas para a divulgação de informações, evitando comunicações e publicidade inadequadas e que não estejam baseadas na excelência técnica que deve caracterizar o exercício dessa função.

Nesse sentido, as sugestões da ANBIMA no âmbito dessa consulta pública têm o intuito de evitar impactos, em nosso entender não intencionais, da minuta sobre as instituições integrantes do sistema financeiro que já estão engajadas na atividade de análise, tais como sobreposições de responsabilidades e dúvidas de interpretação. Para simplificar, as referidas sugestões estão agrupadas em três seções: as duas primeiras buscam responder os questionamentos dispostos pela CVM na apresentação do edital, com relação às regras de credenciamento das pessoas jurídicas e às regras de conduta, e, ao final, são sugeridos demais ajustes.

1. Regras de credenciamento de analista de valores mobiliários pessoa jurídica

A CVM apresenta na introdução do edital as linhas gerais de um modelo “em duas linhas de defesas” para estabelecer as responsabilidades referentes à atividade de analista de valores mobiliários, a partir da introdução da figura da pessoa jurídica analista nessa normatização. A ANBIMA entende que os responsáveis propostos pela CVM para atender à nova estrutura de participantes, quais sejam o diretor responsável (“Diretor 483”) e o analista responsável (“Analista 483”), são apropriados, mas que a divisão de



responsabilidades entre essas duas figuras, bem como entre elas e o analista natural, deve ficar disposta na norma de forma mais clara que a proposta no Edital, com o objetivo principal de preservar a independência do analista natural.

É importante notar que as instituições integrantes do sistema de distribuição que atuam na atividade de análise organizaram estruturas, procedimentos e controles internos para garantir a independência desses profissionais, segregar as atividades de análise dos demais serviços prestados ao mercado e identificar e administrar conflitos de interesse. Entendemos que tais atribuições, estabelecidas em conformidade com a Instrução CVM 483 (ICVM 483), já refletiam uma divisão de responsabilidades adequada, e que o cadastramento de analista de valores mobiliários pessoa jurídica não deveria, nesse sentido, significar a criação ou exigência de um controle dessas instituições, ou de seus administradores, sobre o mérito e a substância dos relatórios de análise emitidos.

Com as alterações propostas no Edital, o analista pessoa jurídica deverá credenciar-se, estabelecer e assegurar o cumprimento de uma política formal para o exercício da atividade por meio da figura do Diretor 483 e nomear um Analista 483. Dessa forma, a inclusão da figura de pessoa jurídica analista de valores mobiliários busca, em nosso entendimento, a adequação dos controles, mas preserva a independência do analista natural de valores mobiliários no que diz respeito aos seus relatórios, frente à pessoa jurídica, ao Diretor 483 e ao Analista 483. Com isso, entendemos que o Diretor 483 de que trata a minuta não deverá ser responsável pelo conteúdo técnico ou por verificar a metodologia utilizada no relatório de cada analista natural, mas tão somente pela aplicação prática das políticas de controles internos da instituição.

Com relação aos analistas naturais de valores mobiliários, a ANBIMA entende que cada um deverá ser responsável pelas suas análises e recomendações de forma individual. Ademais, o Analista 483 deve ter como função supervisionar de forma complementar a consistência com as diretrizes e metodologia propostas, sem a obrigação de avaliar o mérito das análises emitidas. Com isso, sugerimos a exclusão da menção, no artigo 10, § 6º, à obrigação de o Analista 483 verificar a “consistência e conformidade dos relatórios com as premissas da instituição”.

Também se considerou importante manter a vedação da acumulação de funções para o Analista 483, exceto para o mesmo exercício em outras instituições do grupo. Isso não se aplica ao caso do Diretor 483, que poderá ser responsável por outras funções de controle na instituição, sendo adequado não limitar suas funções àquelas tão somente relacionadas à atividade de análise. Com isso, e com o intuito de esclarecer essa diferenciação, sugerimos que o § 4º trate das condições aplicáveis ao Analista 483 e que o § 5º seja voltado ao Diretor 483.

Ainda com relação à estrutura e às responsabilidades das pessoas jurídicas, a letra “a” incluída no artigo 15, I, estipula que elas devem desenvolver e implementar regras, procedimentos e controles internos adequados para garantir o cumprimento do disposto na instrução. A letra “e” do mesmo dispositivo já estabelecia que essas pessoas devem garantir que os comandos dos artigos 18 a 23 sejam obedecidos em todos os relatórios de análise publicados, divulgados ou distribuídos. Aparentemente, as obrigações exigidas no artigo 15, I, “e” já estão englobadas pela regra genérica da letra “a”. Dessa forma, sugerimos excluir a letra “e” do artigo 15, I, apenas adequando o referido dispositivo à inclusão da letra “a”.



Com relação ao artigo 15, III, a ANBIMA sugere ajuste de redação de forma a harmonizar tal obrigação com regras mais recentes da CVM, como a ICVM 505 (artigo 32, IV), que indicam a obrigação do intermediário de informar a ocorrência ou indícios de violação da legislação que incumba à CVM fiscalizar, no prazo de até cinco dias úteis da ocorrência ou identificação do ato. Além disso, sugerimos o retorno da redação a respeito da conduta “dos analistas a elas vinculados”, conforme redação da ICVM 483, de forma a deixar claro quais atos devem ser informados.

Propõe-se, sinteticamente, os seguintes ajustes no artigo 10 da minuta:

Art. 10. Para conceder e manter o credenciamento a que se refere o art. 4º, a entidade credenciadora deve exigir do analista de valores mobiliários pessoa jurídica os seguintes requisitos mínimos:

(...)

*IV – atribuir a responsabilidade pela atividade de análise de valores mobiliários a um analista de valores mobiliários **pessoa natural** credenciado por entidade autorizada pela CVM nos termos do art. 4º;*

V – atribuir a responsabilidade pela implementação e cumprimento das regras, procedimentos e controles internos ~~e das normas estabelecidos~~ por esta Instrução a um diretor estatutário;

(...)

*§ 4º A pessoa responsável de que trata o inciso IV do caput não pode ser responsável por qualquer outra atividade que limite a sua independência, na instituição ou fora dela, **podendo ser responsável pela mesma atividade em sociedades controladoras, controladas, coligadas ou sob controle comum.***

*§ 5º ~~Sem prejuízo do disposto no § 4º deste artigo, os~~ **O diretor** responsáveis de que tratam os incisos IV e V do caput, ~~só podem~~ ser responsáveis pela mesma atividade em sociedades controladoras, controladas, coligadas ou sob controle comum.*

*§ 6º É atribuição **exclusiva** da pessoa responsável de que trata o inciso IV a definição e a supervisão das diretrizes e das metodologias adotadas nas análises e respectivos relatórios, ~~assim como a verificação da sua consistência e conformidade com as premissas da instituição.~~*

(...)

Art. 15. O analista de valores mobiliários pessoa jurídica deve:

I – desenvolver e implementar regras, procedimentos e controles internos adequados para:

a) garantir o cumprimento do disposto nesta Instrução;

(...)

~~e) garantir que os comandos dos arts. 18 a 23 sejam obedecidos em todos os relatórios de análise publicados, divulgados ou distribuídos;~~



(...)

III – comunicar à CVM, ~~tão logo tenham conhecimento~~ **em até 5 (cinco) dias úteis**, condutas dos **analistas a elas vinculados** que possam configurar indício de infração às normas emitidas pela CVM;

2. Regras de conduta

Deveres e vedações dos analistas de valores mobiliários

O artigo 12 da minuta estabelece as vedações aplicáveis aos analistas de valores, pessoas físicas e jurídicas, “bem como aos demais profissionais que fazem parte do departamento de análise das pessoas jurídicas”. A menção genérica a profissionais de um departamento suscitou dúvidas, sendo considerada 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 Finra¹ (Rule 2241. Research Analysts and Research Reports) e indicaria de forma objetiva as pessoas abarcadas pelas vedações do referido artigo.

O inciso II do artigo 12 reproduz o texto constante do atual artigo 4º, II, da ICVM 483. Entretanto, a minuta objeto de consulta dispõe vedações aplicáveis a pessoas físicas e a pessoas jurídicas, alcançando um universo bem mais abrangente que inclui departamentos de análise vinculados a conglomerados financeiros. No que se refere a conflitos de interesse, a ANBIMA entende que o objetivo da vedação indicada é evitar que conflitos sejam omitidos nos relatórios de análise de valores mobiliários, em seu conceito amplo, evitando que os leitores desses relatórios tomem decisões mal ou inadequadamente informados. Entendemos que não era a intenção da CVM que fosse realizada uma verificação de conflito em relação às demais atividades desenvolvidas pela instituição. Refletindo esse entendimento, propomos ajuste na redação do mencionado dispositivo.

Com relação às demais vedações dispostas no artigo 12, a CVM incluiu no inciso VI a vedação referente à “participação na estruturação de ativos financeiros e valores mobiliários”. O significado dessa vedação também gerou dúvidas: entendemos que a provável intenção da CVM seria evitar situações em que o analista participe diretamente da estruturação de produtos de maneira a comprometer sua imparcialidade, mas o dispositivo é genérico – e não esclarece as situações consideradas indevidas. Ademais, o artigo não deixa claro a partir de que momento se configura a estruturação de ativos financeiros. Ao que tudo indica, a intenção da CVM é impedir que o analista participe do esforço de venda de eventual valor mobiliário, a exemplo do inciso V do mesmo artigo 12, ou que se coloque em posição que comprometa a sua imparcialidade, mas não parece com isso impedir que ativos financeiros e valores mobiliários sejam estruturados com base em relatórios de análise emitidos ou que analistas sejam incluídos no processo de

¹ “Research analyst” means an associated person who is primarily responsible for, and any associated person who reports directly or indirectly to a research analyst in connection with, the preparation of the substance of a research report, whether or not any such person has the job title of “research analyst.”



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.

Foi observado que a CVM contemplou a dificuldade, no caso de conglomerados financeiros, em atender às vedações dispostas no artigo 12 para o conjunto de suas atividades. Nesse caso, a minuta inseriu o § 4º desse artigo, indicando que tais conglomerados poderão realizar uma série de atividades vedadas aos analistas de valores mobiliários, desde que haja a adequada segregação de atividades. Entretanto, o inciso VII (“participar, direta ou indiretamente, de qualquer atividade ligada à consultoria financeira em operações de fusões e aquisições”) não foi incluído no § 4º. Observou-se que tal atividade, da mesma forma que as demais contempladas nesse parágrafo, poderia ser realizada por conglomerado financeiro, desde que promovida a devida segregação, sugerindo-se a inclusão do inciso VII dentro das exceções consideradas.

Quanto à necessidade de constituição de “plena segregação de atividades”, parece-nos que tem por objetivo a desvinculação da área ou de atividades de análise de valores mobiliários de outras áreas ou atividades que tratem com informações confidenciais acerca de operações. Em função do exposto, a identificação da forma de segregação de atividades deve levar em consideração o porte e a estrutura da pessoa jurídica além de quais atividades devem ser segregadas, o que pode ser diferente em cada caso.

Em função de todo o exposto, sugerimos os seguintes ajustes na redação do artigo 12:

Art. 12. É vedado ao analista de valores mobiliários, pessoa natural e jurídica, bem como aos demais profissionais ~~que fazem parte do departamento de análise das pessoas jurídicas~~ **que efetivamente participem da formulação dos relatórios de análise:**

(...)

II – omitir, **nos relatórios de análise**, informação sobre conflito de interesses;

(...)

VI – participar da estruturação de ativos financeiros e valores mobiliários, **de maneira a comprometer a imparcialidade do analista;**

(...)

§ 4º O disposto nos incisos III, IV, V, e VI **e VII** do caput não se aplica às operações e atividades realizadas por outros departamentos da pessoa jurídica, desde que seja assegurada a ~~plena~~ **segregação das atividades em relação ao departamento de análise, conforme os controles internos de cada instituição.**

Formas de comunicação

Tomando por base a apresentação do edital e a estrutura da norma (que estabelece em seu artigo 18 disposições específicas aplicáveis aos relatórios), entendemos que os artigos 13 e 14 referem-se às informações e aos materiais de cunho publicitário e às informações em geral relacionadas às atividades de analistas, excetuados os relatórios de análise. Ocorre que o caput dos referidos artigos refere-se



genericamente a informações, comunicações e publicidade, sem esclarecer o alcance desses conceitos. Dessa forma, sugerimos que seja incluído parágrafo excluindo expressamente a aplicação das respectivas disposições aos relatórios de análise de valores mobiliários. Além disso, a ANBIMA entende que comunicações devem ser completas e consistentes com relação aos respectivos relatórios de análise emitidos pelos analistas naturais da instituição.

Com relação ao relatório de análise, propomos a inclusão de um parágrafo 3º no artigo 18 dispendo sobre o cuidado e diligência esperados desses profissionais na respectiva elaboração.

Art. 13. As informações **ou comunicações de cunho publicitário relativas à prestação do serviço de divulgadas pelo analista** de valores mobiliários devem ser:

- I – **ser** verdadeiras, completas, consistentes e não induzir o investidor a erro; **e**
- II – **utilizar** ~~escritas em~~ linguagem simples, clara, objetiva, serena e moderada.

Parágrafo **Primeiro**. As informações, comunicações e publicidade relativas à prestação do serviço de analista de valores mobiliários não podem conter promessa de rentabilidade futura ou assegurar ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou a isenção de risco para o investidor.

Parágrafo Segundo. Os relatórios de análise não estão incluídos nas informações e comunicações de que trata esse artigo.

Art. 14 - Caso as informações **ou comunicações de cunho publicitário, a que se refere o artigo 13,** apresentem incorreções ou impropriedades que tenham a intenção de induzir o investidor a erro, a CVM pode exigir:

- I – a cessação da divulgação da informação; e
- II – a veiculação, com igual destaque e por meio do veículo usado para divulgar a informação original, de retificações e esclarecimentos, devendo constar, de forma expressa, que a informação está sendo republicada por determinação da CVM e, de forma destacada, qual é a informação que está sendo retificada ou esclarecida.

(...)

Art. 18. Os relatórios de análise devem ser escritos em linguagem clara e objetiva, diferenciando dados factuais de interpretações, projeções, estimativas e opiniões.

(...)

§3º - Os relatórios de análise devem ser elaborados pelo analista, empregando todo o cuidado e diligência esperado de um profissional probo na sua posição.

3. Demais ajustes.



No artigo 17, a CVM 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 a interrupção desse serviço. Observou-se que tal dispositivo cria nova obrigação para o analista de forma bastante ampla – em especial, sem que se defina “prestação de serviços técnicos” – e muitas vezes não poderia ser atendido por analistas que disponibilizam relatórios a terceiros. A observância dessa regra seria, portanto, onerosa para o analista de valores mobiliários e, aparentemente, não traria benefícios para a respectiva atividade ou para os controles associados à entidade credenciadora. Ademais, do lado do administrador de recurso, a matéria já é objeto de regulamentação pela Instrução 558. Em função disso, sugerimos a exclusão do artigo 17.

Por fim, deve ser realizado ajuste no artigo 10, VI, que faz menção aos incisos V a VII do artigo 9º, sendo o inciso VII inexistente, conforme a seguir:

VI – seus sócios controladores diretos ou indiretos devem atender aos requisitos previstos pelos incisos V ~~e~~ VII do art. 9º; e

Sendo o que nos cumpre para o momento, agradecemos mais uma vez a oportunidade de comentar a normatização ora proposta e permanecemos à disposição para esclarecimentos adicionais.

Atenciosamente,

ORIGINAL ASSINADO POR

Sérgio Mychkis Goldstein

Presidente do Comitê de Finanças Corporativas da
ANBIMA

