



EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 05/10

Prazo: 22 de setembro de 2010

Assunto: Alteração na Instrução que dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários

1. Introdução

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM submete à audiência pública, nos termos do art. 8º, § 3º, inciso I, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, minuta de Instrução propondo alteração na Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010, que dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários (“Minuta”).

O principal objetivo da alteração é inserir, entre as vedações previstas no art. 4º da referida Instrução, a proibição à participação do analista de valores mobiliários em atividades relacionadas à oferta pública de valores mobiliários e, nesse contexto, ao esforço de venda de produtos e serviços.

2. Introdução de vedações (art. 4º)

Durante a fase de exame dos comentários recebidos por ocasião da Audiência Pública nº 03/2008, que deu origem à Instrução nº 483, de 2010, a CVM verificou que três importantes situações relacionadas à imparcialidade da análise de valores mobiliários não foram contempladas pela Instrução CVM nº 483, de 2010, a saber:

- i) a participação do analista de valores mobiliários em atividades relacionadas à oferta pública de valores mobiliários e, em tal contexto, ao esforço de venda de produtos e serviços;
- ii) a divulgação do relatório de análise para pessoa que não faz parte da equipe de análise, em especial, o emissor objeto da análise, antes de sua publicação, divulgação ou distribuição por meio dos canais adequados; e
- iii) a revisão do relatório de análise por pessoa que não faz parte da equipe de análise, em especial, o emissor objeto da análise.

De modo geral, a CVM entende que as situações de conflito de interesses experimentadas pelo analista de valores mobiliários devem ser tratadas e reguladas de acordo com a sua gravidade. Dessa forma, algumas situações podem ser objeto de divulgação, conforme o disposto nos arts. 17 e 18 da Instrução CVM nº 483, de 2010, ao passo que outras, por serem mais graves, devem ser expressamente vedadas.

Alguns dos participantes da Audiência Pública nº 03/2008 chamaram a atenção da CVM para a inexistência de vedação à participação do analista nas atividades relacionadas à oferta pública de valores mobiliários, tais como o esforço de venda dos valores ofertados e de outros serviços.

No entanto, a experiência tem mostrado que é comum a participação de analistas, em especial aqueles ligados a bancos de investimento, em “**road shows**”, reuniões com investidores e outras ações de divulgação de ofertas de valores mobiliários. Assim como é frequente, também, sua presença em reuniões com potenciais clientes na busca de mandatos para a prestação de serviços de banco de investimento ou outros serviços financeiros, tais como o assessoramento em operações societárias¹. A CVM entende que essa é uma prática indesejável e que pode interferir de forma decisiva na imparcialidade da análise.

A vedação ora proposta pela CVM está em linha com a regulação internacional sobre o assunto, a qual tem vedado práticas que sejam inconsistentes com a manutenção da imparcialidade da análise. Nesse sentido, merecem destaque as normas norte-americanas², europeias³ e inglesas⁴, as quais vedam

¹ Vide o relatório intitulado “**Report on Analyst Conflicts of Interest**”, da **International Organization of Securities Commissions - IOSCO**, datado de setembro de 2003.

² Vide **Rule n. 2711**, da **Financial Industry Regulatory Authority - FINRA**, na qual se lê:

“(a) Definitions

For purposes of this rule, the following terms shall be defined as provided.

(...)

(3) "Investment banking services" include, without limitation, acting as an underwriter or participating in a selling group in an offering for the issuer; acting as a financial adviser in a merger or acquisition; providing venture capital, equity lines of credit, private investment, public equity transactions (PIPEs) or similar investments; or serving as placement agent for the issuer.

(...)

(c) Restrictions on Communications with the Subject Company

(...)

(4) No research analyst may participate in efforts to solicit investment banking business. Accordingly, no research analyst may, among other things, participate in any "pitches" for investment banking business to prospective investment banking clients, or have other communications with companies for the purpose of soliciting investment banking business.

(5) A research analyst is prohibited from directly or indirectly:

(A) participating in a road show related to an investment banking services transaction; and

(B) engaging in any communication with a current or prospective customer in the presence of investment banking department personnel or company management about an investment banking services transaction. (...)

³ Vide a Diretiva nº 2006/73/CE, na qual se lê: “**(36) Financial analysts should not become involved in activities other than the preparation of investment research where such involvement is inconsistent with the maintenance of that person's objectivity. The following involvements should ordinarily be considered as inconsistent with the maintenance of that person's objectivity: participating in**



expressamente a participação de analistas de valores mobiliários em atividades próprias de banco de investimento (**investment banking**), incluindo a participação em atividades ligadas à oferta pública de valores mobiliários.

No processo de pesquisa em legislações estrangeiras, a CVM identificou outras duas omissões dentre as vedações discutidas na Audiência Pública nº 03/2008, quais sejam: a vedação à prévia divulgação do relatório de análise a pessoas não ligadas à elaboração do relatório e à revisão do relatório de análise por pessoa que não faz parte da equipe de análise, em especial, pelo emissor objeto da análise. Tais vedações estão presentes, por exemplo, nas regras norte-americanas⁵.

investment banking activities such as corporate finance business and underwriting, participating in "pitches" for new business or "road shows" for new issues of financial instruments; or being otherwise involved in the preparation of issuer marketing."

⁴ Vide o capítulo 12 do **Conduct of Business Sourcebook**, da **Financial Services Authority – FSA**, no qual se lê: **"12.2.9 A financial analyst should not become involved in activities other than the preparation of investment research where such involvement is inconsistent with the maintenance of the financial analysts objectivity. The following should ordinarily be considered as inconsistent with the maintenance of a financial analyst's objectivity: (1) participating in investment banking activities such as corporate finance business and underwriting; or (2) participating in 'pitches' for new business or 'road shows' for new issues of financial instruments; or (3) being otherwise involved in the preparation of issuer marketing."**

⁵ Vide **Rule n. 2711**, da **FINRA**, na qual se lê:

"(b) Restrictions on Relationship with Research Department

(...)

(2) Except as provided in paragraph (b)(3), no employee of the investment banking department or any other employee of the member who is not directly responsible for investment research ("non-research personnel"), other than legal or compliance personnel, may review or approve a research report of the member before its publication.

(3) Non-research personnel may review a research report before its publication as necessary only to verify the factual accuracy of information in the research report or identify any potential conflict of interest, provided that:

(A) any written communication between non-research personnel and research department personnel concerning the content of a research report must be made either through authorized legal or compliance personnel of the member or in a transmission copied to such personnel; and

(B) any oral communication between non-research personnel and research department personnel concerning the content of a research report must be documented and made either through authorized legal or compliance personnel acting as intermediary or in a conversation conducted in the presence of such personnel."

"(c) Restrictions on Communications with the Subject Company

(1) Except as provided in paragraphs (c)(2) and (c)(3), a member may not submit a research report to the subject company before its publication.

(2) A member may submit sections of such a research report to the subject company before its publication for review as necessary only to verify the factual accuracy of information in those sections, provided that:

A divulgação do relatório de análise a quem não seja parte da equipe de análise, além de aumentar o risco de eventual negociação de valores mobiliários com base em informações privilegiadas (**insider trading**), pode contribuir para que outras áreas dos grupos financeiros aos quais se vinculam as equipes de análise tentem, de alguma forma, influenciar os analistas a mudarem suas opiniões. O mesmo ocorre em relação ao emissor que pode, antes do relatório ser divulgado para o público em geral, tentar reverter uma opinião que lhe seja desfavorável.

Na Minuta, a exceção à vedação da divulgação antecipada do conteúdo do relatório seria somente em relação àquelas partes do relatório que tratam exclusivamente de informação factual, quando pode ser necessário que o emissor ou outras áreas do grupo financeiro ao qual pertence o analista confirmem certas informações.

Em vista do exposto, e considerando a relevância da mudança ora proposta, a CVM decidiu realizar a presente consulta pública a fim de receber comentários do mercado a respeito das práticas mencionadas neste Edital e se elas devem ser efetivamente vedadas ao analista de valores mobiliários.

3. Encaminhamento de sugestões e comentários

As sugestões e comentários deverão ser encaminhados, por escrito, até o dia 22 de setembro de 2010 à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado, preferencialmente pelo endereço eletrônico audpublica0510@cvm.gov.br ou para a Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar, Rio de Janeiro – RJ, CEP 20050-901.

As sugestões e comentários recebidos pela CVM serão considerados públicos a não ser que o participante expressamente solicite que a CVM os trate como reservados.

A Minuta está disponível para os interessados na página da CVM na rede mundial de computadores (www.cvm.gov.br), podendo também ser obtida nos seguintes endereços:

-
- (A) the sections of the research report submitted to the subject company do not contain the research summary, the research rating or the price target;**
(B) a complete draft of the research report is provided to legal or compliance personnel before sections of the report are submitted to the subject company; and
(C) if after submitting the sections of the research report to the subject company the research department intends to change the proposed rating or price target, it must first provide written justification to, and receive written authorization from, legal or compliance personnel for the change. The member must retain copies of any draft and the final version of such a research report for three years following its publication.”.



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 05/10

Centro de Consultas da Comissão de Valores Mobiliários
Rua Sete de Setembro, 111, 5º andar
Rio de Janeiro – RJ

Centro de Consultas da Comissão de Valores Mobiliários em São Paulo
Rua Cincinato Braga, 340, 2º andar
São Paulo – SP

Superintendência Regional de Brasília
Qd. 2, Bloco A, 4º andar – Sala 404, Edifício Corporate Financial Center
Brasília – DF

Rio de Janeiro, 23 de agosto de 2010.

Original assinado por

MARIA HELENA DOS SANTOS FERNANDES DE SANTANA

Presidente

INSTRUÇÃO CVM Nº [●], DE [●] DE [●] DE 2010

Altera a Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010, que dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários.

A **PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM** torna público que o Colegiado, em reunião realizada em [●] de [●] de 2010, tendo em vista o disposto nos art. 1º, inciso VIII; 8º, incisos I e III; 18, inciso I, alínea "b"; e 27 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, **APROVOU** a seguinte Instrução:

Art. 1º O art. 4º da Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010, passa a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 4º.

.....

[III – negociar, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, valores mobiliários objeto dos relatórios de análise que elabore ou derivativos lastreados em tais valores mobiliários por um período de 30 (trinta) dias anteriores e 5 (cinco) dias posteriores à divulgação do relatório de análise sobre tal valor mobiliário ou seu emissor;

IV – negociar, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, valores mobiliários objeto dos relatórios de análise que elabore ou derivativos lastreados em tais valores mobiliários em sentido contrário ao das recomendações ou conclusões expressas nos relatórios de análise que elaborou por:

a) 6 (seis) meses contados da divulgação de tal relatório; ou

b) até a divulgação de novo relatório sobre o mesmo emissor ou valor mobiliário;]⁶

V – participar, direta ou indiretamente, de qualquer atividade relacionada à oferta pública de distribuição de valores mobiliários, incluindo:

a) esforços de venda de produto ou serviço no âmbito do mercado de valores mobiliários; e

⁶ Texto original, inserido somente para modificação de pontuação.



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 05/10

b) esforços para angariação de novos clientes ou trabalhos;

VI – participar, direta ou indiretamente, de qualquer atividade ligada à consultoria financeira em operações de fusões e aquisições; e

VII – divulgar o relatório de análise ou seu conteúdo, ainda que parcialmente, para pessoa que não faz parte da equipe de análise, em especial, o emissor objeto da análise ou cujos valores mobiliários sejam objeto da análise, antes de sua publicação, divulgação ou distribuição por meio dos canais adequados.

.....

§ 2º O disposto no inciso VII do **caput** não se aplica aos casos em que as partes estritamente factuais do relatório tenham sido divulgadas a terceiros com o objetivo de verificar a veracidade das informações ali contidas.

.....” (NR)

Art. 2º Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação.

MARIA HELENA DOS SANTOS FERNANDES DE SANTANA

Presidente