



EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 04/2007

Prazo: 04 de maio de 2007.

Objeto: Dever de verificar a adequação.

1. Introdução

A CVM reconhece, em diversas normas, diferenças de tratamento e, notadamente, de intensidade na tutela regulatória, associadas ao grau de qualificação dos investidores, isto é, ao seu nível, efetivo ou presumido, de conhecimento financeiro. Essa classificação dentre os investidores de acordo com seu grau de qualificação pode ser encontrada na maior parte dos mercados de capitais e assenta-se sobre a idéia de que certos indivíduos e instituições devem ter a opção de abrir mão de parte das regras desenhadas para proteção dos demais investidores. Isto porque tais indivíduos – seja por sua natureza, por sua experiência e qualificação técnica, seja, ainda, pelo montante de recursos que têm sob gestão ou titularidade – teriam condições de analisar sozinhos, ou com menor intervenção regulatória, os riscos e vantagens inerentes a determinadas decisões de investimento.

Independentemente do grau de qualificação do investidor, do critério utilizado para presunção desse nível de qualificação (*proxy*), e do valor mobiliário que se pretenda negociar, é comum que, adicionalmente, se imponha à instituição intermediária da operação o dever de verificar a adequação da recomendação de investimento àquele investidor específico (*suitability test*). As regras de *suitability* estão centradas na medida de risco que se entende apropriada a cada tipo de investidor. Essa medida de risco não é dada apenas pelas características pessoais do investidor (decorrentes do seu grau de experiência e entendimento financeiro, real ou presumido), mas também pelos atributos de seu conjunto de ativos financeiros, razão pela qual é freqüente que a adequação seja julgada também à luz do grau de diversificação da carteira de investimentos específica de cada investidor.

Neste edital de audiência pública se pretende discutir a possibilidade de aperfeiçoamento da regulamentação brasileira no tocante ao dever de verificar a adequação que recai sobre as instituições encarregadas da distribuição de valores mobiliários em mercados primários ou secundários. A origem desta iniciativa foram as discussões que sucederam a audiência pública nº 03/2006, que propôs alterações à Instrução 409/04. O item 2.5 do edital dessa audiência levantou a questão da adequação do requisito de montante financeiro mínimo de R\$ 300 mil reais, utilizado no Brasil como critério de aferição da qualificação dos investidores (cf. art. 109, IV, da Instrução 409/04).

As discussões que daí decorreram, entretanto, se estenderam para além de uma simples avaliação e eventual revisão daquele valor mínimo arbitrado pela CVM. Percebeu-se que, mais do que revisar aquele valor mínimo, era preciso aperfeiçoar e reforçar os deveres de conduta já existentes na regra brasileira, deixando clara a responsabilidade dos intermediários de verificar se o investimento oferecido se enquadra no perfil do investidor, e, quando se tratar de investidores qualificados, examinando, no caso concreto, se o valor mínimo estabelecido na norma é suficiente para permitir ao investidor abrir mão de parte da tutela regulatória desenhada para os investidores em geral.

O presente edital divide-se em três partes, além desta introdução. Na primeira, será feita uma exposição de como os padrões de qualificação dos investidores e os correspondentes deveres de verificação são disciplinados nos Estados Unidos, Europa e, ainda no âmbito Europeu, no Reino Unido, mercados que,



pela sua representatividade no cenário internacional, foram escolhidos para auxiliar a reflexão sobre o regime brasileiro. Na segunda, serão descritos os requisitos exigidos pela regulamentação brasileira vigente para que um investidor seja considerado qualificado, bem como os deveres impostos às instituições responsáveis pela distribuição de cotas de fundos de investimento e demais valores mobiliários. A terceira e última parte explicitará os pontos de aperfeiçoamento da regulamentação brasileira que gostaríamos de submeter ao mercado e sobre os quais esperamos receber comentários.

2. Parâmetros de qualificação e dever de verificar a adequação em outras jurisdições

São dois os principais parâmetros utilizados internacionalmente para aferição do grau de qualificação do investidor: (a) parâmetro objetivo: apoiado em um requisito objetivamente verificável e, em geral, associado a montantes mínimos de recursos sob titularidade, gestão ou administração, ou ao porte e natureza do investidor; e (b) parâmetro subjetivo: associado a uma avaliação subjetiva, feita no caso concreto pela instituição intermediária, do grau de conhecimento e experiência do investidor.

A maior parte das jurisdições adota uma abordagem mista desses dois critérios, combinando elementos comuns ao parâmetro objetivo com o dever de verificar, no caso concreto, o grau de qualificação do investidor. Este é o tratamento vigente, por exemplo, nos Estados Unidos e na União Européia, onde a obrigação de verificar individualmente a adequação de determinado produto financeiro ao investidor específico (*suitability and appropriateness test*) integra os deveres de conduta da instituição intermediária, juntamente com os demais deveres de diligência (*duty of care*) e de conhecimento do cliente (*know your client*)¹.

2.1. Estados Unidos

O *Investment Company Act*, de 1940², estabelece que a pessoa física ou jurídica pode ser considerada como *qualified purchaser* se tiver pelo menos 5 milhões de dólares em investimentos (cf. *Section 2(51)1A* “i” e “ii”³). Da mesma forma, o *Securities Act*, de 1933⁴, estabelece o conceito de *accredited investor*, que, ao lado de indivíduos considerados como tal por sua natureza (como bancos e seguradoras), compreende também “qualquer pessoa que, com base em fatores como sofisticação financeira, patrimônio líquido, conhecimento e experiência em matéria financeira, ou montante de ativos sob gestão, qualifique-se como investidor credenciado segundo as regras que vierem a ser

¹ Para sermos rigorosos, o *suitability* é na verdade um dever mais específico — comparativamente ao dever geral de agir sempre em defesa dos interesses dos clientes, e de forma honesta, equitativa e profissional — e que está ligado ao dever de conhecer o cliente. Com efeito, o conhecimento da situação financeira do cliente e de sua experiência e objetivos em matéria de investimento financeiro é premissa para o aconselhamento adequado sobre a adequação dos investimentos pretendidos.

² Disponível para consulta em <http://www.sec.gov/about/forms/regd.pdf>, acesso em 27 de fevereiro de 2007.

³ (51) 1(A) “*Qualified purchaser*” means— (i) any natural person (including any person who holds a joint, community property, or other similar shared ownership interest in an issuer that is excepted under section 3(c)(7) with that person’s qualified purchaser spouse) who owns not less than \$5,000,000 in investments, as defined by the Commission; (ii) any company that owns not less than \$5,000,000 in investments and that is owned directly or indirectly by or for 2 or more natural persons who are related as siblings or spouse (including former spouses), or direct lineal descendants by birth or adoption, spouses of such persons, the estates of such persons, or foundations, charitable organizations, or trusts established by or for the benefit of such persons; (iii) any trust that is not covered by clause (ii) and that was not formed for the specific purpose of acquiring the securities offered, as to which the trustee or other person authorized to make decisions with respect to the trust, and each settlor or other person who has contributed assets to the trust, is a person described in clause (i), (ii), or (iv); or (iv) any person, acting for its own account or the accounts of other qualified purchasers, who in the aggregate owns and invests on a discretionary basis, not less than \$25,000,000 in investments.”

⁴ Disponível para consulta em <http://www.sec.gov/about/forms/regd.pdf>, acesso em 27 de fevereiro de 2007.



editadas pela Comissão”⁵ (cf. Section 2, (15)⁶). Essa previsão genérica contida na lei é complementada pela *Rule 501*, da *Regulation D*⁷, editada pela *Securities and Exchange Commission* (“SEC”) que, dentre outros, no que é relevante para este documento, considera como *accredited investor*: (a) “a pessoa física cujo patrimônio individual, ou detido em conjunto com seu cônjuge, supere \$ 1 milhão, à data da aquisição” e (b) “a pessoa física cuja renda supere \$200.000 em cada um dos dois últimos anos, ou cuja renda conjunta com a de seu cônjuge supere \$300.000 para aqueles anos, e que, para o ano atual, tenha uma expectativa razoável quanto à manutenção daquele mesmo nível de renda”.

Associados a esses conceitos, coube principalmente à auto-regulação editada pela *National Association of Securities Dealers – NASD* e pela *New York Stock Exchange – NYSE* incluir e detalhar, dentre os deveres de conduta dos intermediários, a obrigação de verificar a adequação do produto financeiro oferecido ao investidor. Como se verá abaixo, tal análise não se restringe àqueles considerados *qualified purchasers* ou *accredited investors*, mas se aplica a quaisquer investidores.

A NASD editou a *Rule 2310 (Recommendations to Customers – Suitability)*, *2310-2 (Fair Dealing with Customers)* e *2310-3 (Suitability Obligations to Institutional Customers)*⁸ que disciplinam os deveres de conduta de seus membros no momento da recomendação de compra ou venda de quaisquer valores mobiliários a investidores, sejam ou não considerados institucionais (*institutional accounts*).

Ao recomendar investimentos a investidores que não sejam institucionais, o intermediário deve ter base razoável para acreditar que sua recomendação é adequada ao cliente. Como regra geral, esse juízo de adequação é feito a partir das informações, prestadas pelo próprio investidor quanto aos demais valores mobiliários que possua, bem como quanto à sua situação financeira e necessidades de investimento (cf. *Rule 2310, “a”*). O nível de informações que o intermediário é obrigado a obter é mais aprofundado quando se tratar de produtos outros que não “*money market mutual funds* (fundos de menor risco, que só podem aplicar em ativos de maior liquidez e menor prazo), sendo certo que, neste caso, as informações não necessariamente provêm do potencial investidor, devendo ser obtidas por meio de esforço razoável do intermediário (cf. *Rule 2310, “b”*).

Deveres análogos permeiam as relações dos intermediários com os investidores considerados institucionais. De acordo com as regras da NASD, a presunção de que tais investidores possuem capacidade diferenciada de análise e compreensão de produtos financeiros não afasta o dever dos intermediários de conduzir a oferta de produtos financeiros de acordo com as melhores práticas comerciais e no melhor interesse do investidor (cf. *Rule 2310-3*). Assim, nas recomendações de

⁵ Os trechos transcritos no corpo do documento foram objeto de tradução livre.

⁶ “(15) The term ‘accredited investor’ shall mean— (i) a bank as defined in section 3(a)(2) whether acting in its individual or fiduciary capacity; an insurance company as defined in paragraph (13) of this subsection; an investment company registered under the Investment Company Act of 1940 or a business development company as defined in section 2(a)(48) of that Act; a Small Business Investment Company licensed by the Small Business Administration; or an employee benefit plan, including an individual retirement account, which is subject to the provisions of the Employee Retirement Income Security Act of 1974, if the investment decision is made by a plan fiduciary, as defined in section 3(21) of such Act, which is either a bank, insurance company, or registered investment adviser; or (ii) any person who, on the basis of such factors as financial sophistication, net worth, knowledge, and experience in financial matters, or amount of assets under management qualifies as an accredited investor under rules and regulations which the Commission shall prescribe.”

⁷ Disponível para consulta em <http://www.sec.gov/about/forms/regd.pdf>, acesso em 27 de fevereiro de 2007.

⁸ Disponível para consulta em http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&element_id=1159000500, acesso em 27 de fevereiro de 2007.



investimento dirigidas a investidores institucionais, o dever de verificar a adequação que recai sobre o intermediário está ligado ao exame da capacidade do cliente de avaliar, de forma independente, o risco do investimento e as recomendações recebidas do próprio intermediário⁹.

Por seu turno, as regras editadas pela NYSE, embora conceitualmente alinhadas àquelas da NASD, têm escopo mais restrito, pois não se aplicam a todos os valores mobiliários, mas apenas às operações com certos derivativos, em especial opções e *warrants* (cf., respectivamente, a Rule 723 e 414). A Rule 723 estabelece que *“Nenhuma organização-membro ou membro, membro associado ou funcionário de tal organização-membro poderá recomendar a um cliente o início de uma negociação com qualquer contrato de opção, salvo quando a pessoa que fizer a recomendação tenha fundamento razoável para acreditar, na data em que fizer a recomendação, que o cliente tem conhecimento e experiência em matéria financeira tais que se possa razoavelmente presumir sua capacidade de avaliar os riscos da negociação recomendada, e sua capacidade financeira de arcar com os riscos da posição recomendada quanto ao contrato de opções”*¹⁰. Da mesma forma que nas regras editadas pela NASD, o dever de verificação da Rule 723 alcança a relação dos intermediários com os investidores em geral, sejam ou não considerados qualificados.

2.2. Europa

De acordo com a Diretiva Européia de Mercados e Instrumentos Financeiros (Diretiva 2004/39/CE, de 21 de Abril de 2004, “Diretiva MIFID”¹¹) existem três categorias de clientes: (a) os não profissionais; (b) os profissionais; e (c) as contrapartes elegíveis. Esta distinção é acompanhada pela imposição de dever aos intermediários financeiros adotarem políticas e procedimentos internos e informarem os seus clientes da sua classificação e, se aplicável, da possibilidade de que solicitem tratamento diferenciado.

A categoria dos clientes não profissionais é a que se beneficia do nível mais elevado de proteção e sua definição é feita por oposição à dos clientes profissionais (cf. art. 4º, nº 1, (12) da Diretiva MIFID¹²).

⁹ A capacidade de avaliar de forma independente o risco do investimento é feita considerando: *“(a) the use of one or more consultants, investment advisers or bank trust departments; (b) the general level of experience of the institutional customer in financial markets and specific experience with the type of instruments under consideration; (c) the customer's ability to understand the economic features of the security involved; (d) -the customer's ability to independently evaluate how market developments would affect the security; e (e) the complexity of the security or securities involved”*. Já a crítica às recomendações provenientes do intermediário toma por base: *“(a) any written or oral understanding that exists between the member and the customer regarding the nature of the relationship between the member and the customer and the services to be rendered by the member; (b) the presence or absence of a pattern of acceptance of the member's recommendations; (c) the use by the customer of ideas, suggestions, market views and information obtained from other members or market professionals, particularly those relating to the same type of securities; e (d) the extent to which the member has received from the customer current comprehensive portfolio information in connection with discussing recommended transactions or has not been provided important information regarding its portfolio or investment objectives.”*

¹⁰ Nesse mesmo sentido, dispõem as Rules 724, 725 e 726, que tratam, respectivamente, da realização de operações com opções nas quais os intermediários disponham de poderes discricionários sobre as contas de seus clientes; da necessidade de envio de confirmação de operações realizadas com opções para os investidores; e da entrega, aos clientes, de documentos que proporcionem maiores esclarecimentos acerca do funcionamento e riscos do mercado de opções. Tais normas podem ser consultadas em

<http://rules.nyse.com/NYSETools/ExchangeViewer.asp?selectednode=chp%5F1%5F10%5F16&manual=%2Fnyse%2Fnyse%5Frules%2Fnyse%2Drules%2F>, acesso em 27 de fevereiro de 2007.

¹¹ Disponível para consulta em http://europa.eu.int/eur-lex/pri/pt/oj/dat/2004/l_145/l_14520040430pt00010044.pdf, acesso em 27.02.2007.

¹² *“1. Para efeitos da presente Directiva, entende-se por: (...) 12) «Cliente não profissional»: um cliente que não é um cliente profissional;”*



Caso incidam em algum dos requisitos qualificadores dos clientes profissionais, é permitido aos não profissionais instruírem seus intermediários para serem tratados como clientes profissionais “mediante pedido”, renunciando assim ao benefício de uma parte substancial da proteção que lhes é conferida.

Os clientes profissionais são aqueles que “*dispõem da experiência, dos conhecimentos e da competência necessários para tomar as suas próprias decisões de investimento e ponderar devidamente os riscos em que incorre*”(cf. art. 4.º, nº 1, (11) e Anexo II da Diretiva MIFID). Existem os clientes profissionais (a) “*por natureza*”, que equivalem às instituições normalmente consideradas investidores institucionais¹³ e (b) “*mediante pedido*”, que compreendem todos os demais clientes, que podem ser tratados como profissionais desde que cumpram determinados critérios.

O pedido de migração de um cliente não profissional para a categoria de profissional não atesta, por si só, que o requerente possua conhecimento ou experiência comparáveis aos profissionais “*por natureza*”. Assim, ao receber um pedido de tratamento como profissional — pedido este que pode se referir à generalidade das situações, ou a serviços, produtos ou transações específicas — o intermediário financeiro deve recusá-lo caso não sejam observados pelo menos dois dos seguintes critérios: (a) durante o ano, o cliente deve ter efetuado em média dez transações por trimestre; (b) o valor da carteira de instrumentos financeiros do cliente deve ser superior a €500.000 euros (incluindo depósitos bancários); e (c) o cliente deve ocupar ou ter ocupado, durante um ano, um cargo no setor financeiro (cf. item II.1, do Anexo II da Diretiva MIFID).

Da mesma forma, clientes elegíveis à categoria dos profissionais têm a possibilidade de abdicar dessa sua condição, para beneficiar-se do nível mais elevado de proteção dos não profissionais.

Ainda de acordo com a Diretiva MIFID, “*Qualquer renúncia à proteção proporcionada pelas normas gerais de conduta só será considerada válida caso uma avaliação adequada da competência, experiência e conhecimentos do cliente, realizada pela empresa de investimento, dê garantias razoáveis de que o cliente tem capacidade para tomar as suas próprias decisões de investimento e para compreender os riscos incorridos, tendo em conta a natureza das transações ou serviços previstos*”.

No menor nível de intervenção regulatória estão as chamadas contrapartes elegíveis¹⁴. Nas operações com contrapartes elegíveis os intermediários estão dispensados de observar os deveres de conduta a que estão sujeitos nas operações com as demais categorias de clientes. As contrapartes elegíveis também podem solicitar, de forma geral ou em uma situação específica, que sejam tratadas como clientes profissionais, ou até como não profissionais.

No âmbito da União Europeia, a disciplina do dever de verificar a adequação tem como principal fonte a própria Diretiva, e não a auto-regulação, como nos Estados Unidos. Assim, paralelamente à classificação acima referida, recai sobre os intermediários o dever de adequação do investimento em causa ao perfil do

¹³ Tais como instituições financeiras, sociedades de investimento, seguradoras, administradoras de carteira de valores mobiliários, etc. Aqui se incluem também os governos nacionais ou regionais, o Tesouro, instituições públicas que administrem a dívida pública nacional, Bancos Centrais, assim como grandes empresas que cumpram ao menos dois dos seguintes critérios quantitativos (a) total do balanço de 20 000 000 EUR; (b) volume de negócios líquido de 40 000 000 EUR; e (c) fundos próprios de 2 000 000 EUR.

¹⁴ De acordo com a Diretiva MIFID, são consideradas contrapartes elegíveis: (a) algumas instituições normalmente consideradas investidores institucionais (cf. art. 24, nº 2); (b) as assim classificadas pelo direito interno de cada Estado-membro; (c) as empresas que cumpram determinados critérios e que tenham assentido em serem tratadas como contrapartes elegíveis (cf. art. 24º, nº 3).



cliente. Buscando evitar que o atendimento do dever de verificação acarrete custos injustificados e desproporcionais, a Diretiva prevê três níveis de exigência distintos:

- (i) o *suitability test* aplica-se na prestação dos serviços de consultoria de investimento e de administração de carteiras, sendo que, na ausência de prestação, pelo cliente, de informação sobre os seus conhecimentos e experiência, situação financeira e objetivos de investimento, o intermediário não pode prestar o serviço;
- (ii) a obtenção de informação e a subsequente apreciação do caráter adequado da operação não são exigíveis na prestação exclusiva do serviço de execução de ordens ou de recepção e transmissão (execution-only), desde que: (a) a transação diga respeito a instrumentos financeiros considerados não complexos (cf. art. 38 da Diretiva 2006/73/CE, de 10 de agosto de 2006¹⁵); (b) o serviço seja prestado por iniciativa do cliente; (c) o cliente tenha conhecimento da atuação exigível do intermediário financeiro nestas circunstâncias e seja informado de eventuais conflitos de interesses;
- (iii) em todas as outras situações, o intermediário financeiro tem apenas a obrigação de solicitar informações sobre o conhecimento e experiência do cliente e, na ausência de tais informações, não deixa de poder prestar o serviço, ainda que tenha que, previamente, informar o cliente da impossibilidade de verificar sua adequação.

2.3. Reino Unido

O dever de verificar a adequação de um determinado valor mobiliário ao potencial investidor também está presente nas normas editadas pela Financial Services Authority (FSA) do Reino Unido.

Dentre os 11 princípios regulatórios¹⁶ que conformam a atuação dos intermediários nos mercados sob jurisdição da FSA (que, como se sabe, é o regulador único de todo sistema financeiro), destaca-se o princípio nº 9 (“Customers: relationships of trust”), segundo o qual *“uma empresa deve tomar cuidados razoáveis para assegurar que suas recomendações e decisões discricionárias são adequadas a qualquer cliente que esteja autorizado a confiar em seu julgamento”*¹⁷

O conteúdo desse princípio é dado pelo Conduct of Business Sourcebook - COB¹⁸, também emanado da FSA, em especial pelo disposto no capítulo 5 (*Advising and selling*)¹⁹, item 5.3 (Suitability)²⁰, segundo o qual, previamente à execução de uma operação, a instituição intermediária deve obter informações suficientes do investidor (inclusive daqueles que já sejam seus clientes), de forma que sua atuação esteja sempre adequada aos objetivos, prioridades e necessidades dele, bem como seja

¹⁵ Disponível para consulta em http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/pt/oj/2006/l_241/l_24120060902pt00260058.pdf. Tal Diretiva dispõe sobre os requisitos de organização e condições de exercício da atividade das empresas de investimento, e é em geral considerada em conjunto com a Diretiva MIFID.

¹⁶ *The FSA Principles for Businesses*, disponível para consultar em www.fsa.gov.uk, acesso em 27 de fevereiro de 2007.

¹⁷ Merecem ser mencionados, além do Princípio 9, os Princípios 6 (“Customers’ interests: A firm must pay due regard to the interests of its customers and treat them fairly”) 7 (“Communications with customers: A firm must pay due regard to the information needs of its customers, and communicate information to them in a way which is clear, fair and not misleading”) e 8 (“Conflicts of interest: A firm must manage conflicts of interest fairly, both between itself and its customers and between one customer and another”).

¹⁸ Normativo que estabelece comandos e orientações de conduta específicas para as instituições intermediárias.

¹⁹ Merecem também ser lidos os capítulos 3 (*Financial promotion*) e 4 (*Accepting customers*).

²⁰ Disponível para consulta em <http://fsahandbook.info/FSA/print/handbook/COB/5/3>, acesso em 27 de fevereiro de 2007.



condizente com as particularidades do produto financeiro oferecido. Os deveres do intermediário dependerão ainda do tipo de relação mantida com o investidor, particularmente se a instituição apenas apresenta recomendações de investimento, ou se tem poderes de gestão discricionária sobre os recursos financeiros do cliente (cf. COB 5.3.4).

Quanto à recomendação, o artigo 5.3.5 do COB prescreve que o intermediário deve tomar medidas razoáveis para certificar-se de que a recomendação em questão é a mais adequada para seu cliente, considerando, para tanto, fatos ou informações, prestadas por ele, ou que sejam ou devessem ser de conhecimento dele, intermediário. O juízo quanto à adequação deve englobar o perfil do investidor, suas necessidades e os custos incorridos para efetivação do investimento. Adicionalmente, ao oferecer “produtos empacotados” (*packaged products*), como é o caso das cotas de fundos de investimentos, é dever do intermediário recomendar aquele que seja mais adequado às condições do investidor, dentre aqueles oferecidos. Se nenhum produto puder ser considerado adequado, dentre os disponíveis à venda pelo intermediário, este deverá abster-se de qualquer recomendação (cf. COB 5.3.5.2).

Ainda segundo o regime inglês, o intermediário deve enviar ao investidor, após a primeira operação realizada, uma carta de adequação (*suitability letter*) apresentando, de forma resumida, as razões pelas quais entende que a operação é adequada ao cliente e descrevendo os principais benefícios e contingências que dela possam derivar.

Finalmente, os intermediários têm o dever de revisão periódica dos objetivos do cliente frente às políticas do fundo, devendo, no mínimo anualmente, manifestar-se sobre a conveniência da manutenção ou desinvestimento, neste último caso, recomendando a substituição do investimento alienado por outro, a seu juízo mais adequado àquele cliente.

II - Parâmetros de qualificação e dever de verificar a adequação no Brasil

No Brasil, o dispositivo que dispõe sobre a qualificação dos investidores é o art. 109 da Instrução 409²¹, segundo o qual são considerados investidores qualificados:

- I. instituições financeiras;*
- II. companhias seguradoras e sociedades de capitalização;*
- III. entidades abertas e fechadas de previdência complementar;*
- IV. pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo I;***
- V. fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; e*
- VI. administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e*
- VIII. regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios.” (grifou-se)*

²¹ Esse dispositivo já existia na Instrução 302/99, cujo art. 99 incluía no rol de investidores qualificados: “*investidores individuais que possuam carteiras de valores mobiliários e/ou cotas de fundos de investimentos de valor superior a R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais)*” (cf. inc. V); ou “*pessoas físicas com patrimônio superior a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) comprovados através da declaração de bens apresentada por ocasião da última declaração de imposto de renda*” (cf. inc. VII, acrescentado pela Instrução CVM nº 326, de 11 de fevereiro de 2000).



Como visto, analogamente às jurisdições antes estudadas, o Brasil trata da qualificação do investidor como um atributo relacionado ao montante de recursos sob responsabilidade ou titularidade do investidor (inc. IV, acima), ou à natureza de sua atividade (cf. demais incisos do art. 109). Vale notar que a importância do montante financeiro como parâmetro objetivo de aferição da qualificação do investidor foi agora reforçada com a alteração promovida pela Instrução 450, de 30 de março de 2007. Nesse sentido, o art. 110-B, introduzido com a reforma, afasta, para aqueles que invistam em produtos com limite mínimo de investimento de R\$ 1 milhão regras protetivas fundamentais da disciplina dos fundos de investimento, como as relativas aos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo.

Como antes mencionado, o edital de audiência pública que propôs alterações à Instrução CVM nº 409 buscou levantar este tema para debate²². Entretanto, os comentários recebidos não forneceram maiores subsídios para análise, tendo se concentrado na introdução dos fundos para investidores qualificados com investimento mínimo de R\$ 1 milhão, e em geral manifestando-se de forma contrária a tal figura que, entretanto, acabou sendo acolhida com variação (isto é, ao invés de criar-se uma segunda categoria de investidores qualificados, permitiu-se a renúncia a certas proteções caso o investimento mínimo no produto seja de pelo menos R\$ 1.000.000,00)²³.

Também no Brasil, da mesma forma que nas jurisdições antes referidas, o grau de qualificação dos investidores não afasta os deveres impostos aos intermediários, inclusive o de verificar a adequação do investimento oferecido aos seus clientes.

A Instrução 387, de 28 de abril de 2003, contém uma seção específica sobre as regras de conduta a serem observadas pelas corretoras no relacionamento com seus clientes e demais participantes do mercado (art. 3º), determinando como princípio mínimo de tais regras a obrigação das corretoras de obter e apresentar a seus clientes informações necessárias ao cumprimento de ordens, inclusive sobre riscos envolvidos nas operações do mercado (inc. VI).

Além disso, a Instrução 306/99 — cujas normas de conduta aplicam-se aos administradores de carteira de valores mobiliários e aos administradores e gestores de fundos de investimento (cf. art. 21-A) — contempla como regra autônoma, distinta do dever genérico de diligência (art. 14, inc. II), o dever de verificar a adequação do produto financeiro ao perfil do investidor. Segundo o art. 14 da referida Instrução, os administradores e gestores de fundos de investimento devem desempenhar suas atribuições de modo a atender aos objetivos de investimento do titular da carteira (inc. I), assegurando-se de que a

²² “Desse modo, CVM também está especialmente interessada em receber sugestões sobre a definição de investidores qualificados a ser aplicada. (...) [O]o foco da preocupação da Comissão está na proteção daqueles investidores do inciso IV, que possuem investimentos no mínimo de R\$ 300 mil, e que atestem de próprio punho sua condição de qualificados. Como subsídio, convém lembrar que na Instrução nº 215, com a redação dada pela Instrução nº 254, a exigência para se atingir o patamar de investidor qualificado era bastante superior (principalmente se considerarmos a inflação no período de quase 10 anos): “investidores que detenham carteiras de valores mobiliários em montante superior a R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais), administradas, discricionariamente, por administrador autorizado pela CVM a prestar serviços de administração de carteira”6. Tal mudança sugere questionamento sobre qual valor “mediria” o grau de sofisticação desses investidores que não são nem institucionais, nem profissionais do ramo, mas que por seu volume de patrimônio poderiam: a) arcar com os custos de um adequado assessoramento no destino de seus recursos, ou b) têm capacidade própria de avaliar os riscos de um determinado investimento.”

²³ Dentre as sugestões mais próximas ao cerne do tema em discussão, destaca-se a do Banco Central, que defendia a eliminação do requisito quantitativo e a adoção de um critério puramente subjetivo, pelo qual os investidores seriam considerados como qualificados ou não em função de seu conhecimento sobre o mercado financeiro e de capitais.



política de investimentos a ser adotada esteja de acordo com o perfil do investidor, sua situação financeira e objetivos (cf. inc. III, “a”).

3. Propostas de aperfeiçoamento

A despeito do que foi dito, a CVM entende que o regime brasileiro pode ser aperfeiçoado, não apenas pela melhor explicitação dos deveres de *suitability* hoje existentes nas Instruções 387/03 e 306/99, mas sobretudo se as previsões genéricas nelas contidas fossem descritas em procedimentos mais específicos de verificação da adequação, a serem seguidos pelos responsáveis pela distribuição de valores mobiliários.

No entender da CVM, esse aperfeiçoamento serviria para que as obrigações impostas aos intermediários ganhassem maior concretude e aplicabilidade prática, facilitando o trabalho de fiscalização das áreas técnicas competentes da CVM e dos próprios intermediários, quando diante de situações que os obriguem a administrar as pretensões e expectativas de investidores cujo nível de experiência financeira aparente não seja compatível com o montante de recursos sob sua titularidade. Assim, a proposta da CVM é de que seja editado um normativo específico sobre *suitability*, cujo teor proposto está descrito na minuta de Instrução ora apresentada à audiência pública.

Contudo, seja porque, como se viu acima, há mais de uma forma pela qual esse aprimoramento possa ser feito, seja porque ele trará novos custos aos agentes de mercado — que se espera, entretanto, sejam superados pelos benefícios que se busca atingir —, a CVM entende ser o caso de se obter comentários adicionais a respeito da matéria, em especial quanto às questões abaixo formuladas:

1. O inciso VI, art. 3º, da Instrução 387/03, e os incisos I e III, “a”, do art. 14 da Instrução 306 já são suficientes para, isoladamente, instarem os intermediários a criarem procedimentos operacionais voltados ao cumprimento de seu dever de verificar a adequação do investimento ao perfil dos investidores quanto às recomendações de investimento que lhes sejam dirigidas, tornando desnecessária a edição de novo normativo pela CVM?
2. Caso se responda afirmativamente à questão anterior, de que forma o dever de verificar a adequação deve ser atendido? Quais são, quais deveriam ser, como são obtidas e como deveriam ser obtidas as informações relativas aos investidores (questionários, fichas cadastrais, cartas posteriores aos investimentos, entrevistas, assinatura de termos de ciência de risco, etc)?
3. Especificamente nos casos dos investidores considerados qualificados pelo inc. IV do art. 109 da Instrução 409, quais são, e quais deveriam ser, as informações exigidas pelos intermediários para se assegurar de que os valores mobiliários que estejam distribuindo sejam adequados ao grau de entendimento financeiro e às necessidades e objetivos de investimento do investidor em questão? Tais informações deveriam, por exemplo, incluir dados sobre a estrutura interna de análise e decisão de investimento utilizada pelo investidor qualificado?
4. O detalhamento das condutas a serem adotadas pelos agentes obrigados a realizar a verificação da adequação deve ser feito no âmbito da própria regulação, ou basta que esta discipline de forma genérica a existência do dever — como se propõe na minuta apresentada —, deixando-se que os detalhes sejam tratados pela auto-regulação?



5. A minuta submetida à presente audiência propõe que o dever de verificar a adequação do investimento incida qualquer que seja a categoria do investidor, qualificado ou não; qualquer que seja o investimento mínimo no produto; e qualquer que seja o meio de colocação, isto é, oferta registrada, com registro automático ou com dispensa de registro (sem que essa proposta impeça que os procedimentos de verificação de adequação, a serem estabelecidos pela auto-regulação e pelos próprios agentes, possam variar conforme varie o grau de sofisticação do investidor). Essa solução é adequada, ou se deveria dispensar, agravar ou amenizar, em certas situações, o dever de verificar a adequação do investimento? Em caso de resposta afirmativa, quais seriam esses casos e esses modelos?

4. Prazo para Apresentação de Comentários

As sugestões e comentários sobre a minuta proposta e para apresentação de respostas às perguntas acima formuladas deverão ser encaminhados, por escrito, até o dia 04 de maio de 2007, através do e-mail: audpublica0407@cvm.gov.br, ou, diretamente, à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado, na Rua Sete de Setembro, 111/23º andar - Centro - Rio de Janeiro - CEP 20050-901.

A minuta de Instrução está à disposição dos interessados no site da CVM (www.cvm.gov.br), podendo ser também obtida nos seguintes endereços:

- SEDE - Centro de Informações - Rua Sete de Setembro, 111/5º andar - Centro - Rio de Janeiro - RJ.
- SRS - Superintendência Regional de São Paulo - GRS - Gerência de Administração - Rua Cincinato Braga, 340 – 2º, 3º e 4º andares - São Paulo - SP.
- SRB - Superintendência Regional de Brasília - SCN - Qd. 2 - Bloco A – 4º andar - Sala 404 - Edifício Corporate Financial Center - Brasília - DF.

As sugestões e comentários recebidos pela CVM são considerados de acesso público.

Rio de Janeiro, 30 de março de 2007.

Original assinado por
MARCELO FERNANDEZ TRINDADE
Presidente

INSTRUÇÃO CVM Nº XX, DE XX DE XXXXXXXX DE 2007

Minuta de Instrução Específica com requisitos de *suitability*.

O **PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM** torna público que o Colegiado, em reunião realizada nesta data, tendo em vista o disposto no art. 18 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, resolveu baixar a seguinte Instrução:

DO DEVER DE VERIFICAR A ADEQUAÇÃO

Art. 1º As entidades integrantes do sistema de distribuição, os administradores de carteira, os analistas e os consultores de valores mobiliários não podem ofertar ou recomendar produtos, efetuar operações ou prestar serviços no âmbito deste mercado sem que verifiquem sua adequação aos objetivos, conhecimento e experiência financeira do investidor que pretenda, ou com que se pretenda, negociar.

§ 1º As pessoas mencionadas no caput deverão adotar procedimentos que sejam suficientes para lhes permitir:

I - informar-se apropriadamente, antes da realização de quaisquer operações, sobre a situação financeira do investidor, sua experiência em matéria de investimentos e objetivos visados com a contratação de seus serviços;

II - atualizar periodicamente as informações obtidas; e

III - monitorar a composição dos investimentos do cliente que estejam sob sua responsabilidade, de forma a assegurar que suas recomendações e operações continuem adequadas aos objetivos de investimento por ele informados.

§2º O disposto neste artigo se aplica, inclusive, à oferta de produtos e serviços a investidores considerados qualificados nos termos do art. 109 da Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, independentemente do valor mínimo de investimento no produto a ser adquirido.

§3º O disposto neste artigo também se aplica às entidades não integrantes do sistema de distribuição que sejam autorizadas por normas específicas editadas pela CVM a realizar a distribuição de produtos e a prestação de serviços de recomendação de investimentos no mercado de valores mobiliários.

§ 4º O disposto neste artigo também se aplica às colocações de valores mobiliários que sejam realizadas por integrantes do sistema de distribuição com dispensa de registro ou com registro automático.

Art. 2º Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação no Diário Oficial da União.

MARCELO FERNANDEZ TRINDADE
Presidente