

SICHERLE ADVOGADOS

São Paulo, 14 de fevereiro de 2012

À
Comissão de Valores Mobiliários
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM)
Por e-mail: audipublica1411@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM Nº 14/11 – Encaminhamento de comentários e sugestões

Prezados Senhores,

Reportamo-nos ao Edital de Audiência Pública SDM Nº 14/11 ("**Edital**") para encaminhar a V.Sas. nossos comentários e sugestões acerca da minuta de Instrução que regulará a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários ("**Minuta**"), substituindo a Instrução CVM 306 de 5 de maio de 1999 ("**ICVM 306**").

Primeiramente, gostaríamos de felicitar a Comissão de Valores Mobiliários ("**CVM**") pelos esforços empreendidos no sentido de adequar a regulamentação existente às transformações do mercado ocorridas nos últimos anos, bem como alinhar e harmonizar regras e práticas com aquelas de demais instituições do mercado de capitais nacional e internacional.

Abaixo, nossos comentários e sugestões sobre algumas questões e pontos específicos do Edital:

I. Acumulação das atividades de administração de carteiras de valores mobiliários e consultoria de valores mobiliários– Art. 2º

- 1.1. Não há, hoje, uma definição precisa da atividade de consultoria de valores mobiliários ou mesmo uma distinção objetiva entre esta atividade e outras correlatas, como a de análise de valores mobiliários ou, mesmo, a de administração não-discricionária de carteiras (esta última sendo aquela em que o cliente é reponsável pela efetiva decisão de investimento/desinvestimento de ativos), apesar de parecer bastante pacífico que aquele que administra com poderes discricionários ou não, deve ter, pelo menos, a mesma capacitação técnica daquele dá conselhos ou recomendações sobre investimentos. Apenas quem administra deve possuir a mais, a capacidade material e técnica de efetivamente administrar (consolidar carteiras, passar ordens, controlar fluxo, etc), e ainda, o dever fiduciário (e portanto, a responsabilidade decorrente) de quem gere coisa alheia.
- 1.2. Observamos que CVM vem, há algum tempo, abandonando a tradicional noção de que "quem pode o mais, pode o menos" (no sentido de que quem tem qualificação para administrar, bem poderia dar consultoria, havendo apenas que se observar determinados preceitos éticos para administrar corretamente eventuais conflitos de interesse), dando lugar a uma posição precaucionária de segregar as duas atividades – impedindo cumular credenciamentos, no caso das pessoas físicas e de exigir a separação física/fiduciária das atividades, no caso de pessoas jurídicas que prestem ambos os serviços.

SICHERLE ADVOGADOS

- 1.3. Sem entrar no mérito de uma ou outra opção (até por acreditar que se bem implementadas e reguladas, ambas podem funcionar), temos, tão somente, a sugerir que, uma vez decidindo-se pela segregação de atividades, a norma ganharia muito em clareza se ficasse caracterizado (i) na Instrução em tela, que a atividade de administrar inclui, obrigatoriamente, os poderes para comprar e vender ativos da carteira (se com ou sem poderes discricionários, um problema resolúvel entre cliente e administrador, por contrato) e (ii) quando da regulação da atividade de consultoria (a ser postada em breve para audiência pública segundo se tem notícia), que aqueles que exercem a atividade de consultor não possam, ainda que graciosamente, receber poderes de seus clientes para comprar ou vender ativos em seu nome (sic. dos clientes).
- 1.4. Dessa forma, reconciliar-se-ia a questão da responsabilidade e conflito de interesses no caso das pessoas jurídicas que prestam ambos os serviços: se esta atua como consultora, não pode administrar carteira de um mesmo cliente (no sentido de estar autorizada a cursar ordens em nome deste). Se, por outro lado, for interesse do cliente receber este serviço, que contrate a pessoa jurídica como administradora, ainda que sem poderes discricionários.

II. Limitação do pedido de registro à determinados grupos de ativos financeiros – Art. 3º

- 2.1. A CVM ao possibilitar a limitação do pedido de credenciamento à grupos de ativos específicos (art. 3º), determinou três grupos de ativos (crédito, imobiliário e cinematográfico) previstos no item 7 do Anexo 15-I e no item 13 do Anexo-II, e questiona sobre a conveniência e necessidade de prever um quarto grupo de atuação relativo à indústria de *private equity* e *venture capital*.
- 2.2. Entendemos ser oportuna e necessária a criação deste quarto segmento, haja vista a relevância dessa indústria e a quantidade de profissionais com expertise para lidar com produtos que apresentam essas características, sem, no entanto, necessariamente conhecer de atividades típicas de mercado de capitais.
- 2.3. Além disso, entendemos ser inadequado limitar os segmentos de atuação para credenciamento específico, haja vista a inconsistência com a abrangente definição legal de "valores mobiliários". Lembramos que o conceito de valores mobiliários previsto no art. 2º da Lei nº 6.385/1976 foi ampliado pela Lei nº 10.303/2001 com a inclusão de uma hipótese genérica (inciso IX) para, justamente, manter o conceito adequado às constantes inovações e mutações do mercado.
- 2.4. A grande velocidade com que o mercado cria novos produtos de investimento leva à formação de profissionais com expertise nos mais diversos segmentos de atuação de maneira imprevisível. Citamos como exemplo alguns produtos de investimento que podem formar ou formam carteiras de valores mobiliários com características bastante diferenciadas das carteiras mais usuais do mercado e que não figuram nos quatro grupos estabelecidos no Edital: ativos ambientais, títulos do agronegócio, direitos sobre passe de atleta profissional entre outros.



SICHERLE ADVOGADOS

- 2.5. Assim, acreditamos que a CVM deva ter discricionariedade para analisar caso a caso os pedidos de credenciamento focados em segmentos específicos, tendo poderes para circunscrever qualquer outro segmento de atuação que o requerente venha a apresentar. Nesse sentido, sugerimos a inclusão de um novo grupo no item 7 do Anexo 15-I e no item 13 do Anexo-II, conforme sugestão abaixo:

[x]. Grupo [y]: outro(s) grupo(s) de ativos de segmento(s) definido(s) a critério da CVM.

III. Requisitos de registro de pessoa jurídica – Art. 4º

- 3.1. No Edital, a CVM questiona sobre a necessidade do cumprimento dos requisitos referidos nos incisos IV a VII do art. 4º da Minuta pelos demais sócios da pessoa jurídica e não apenas pelo diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários.
- 3.2. Entendemos razoável a exigência do cumprimento desses requisitos por todos os sócios da pessoa jurídica, e não apenas para o sócio controlador, uma vez que a exigência apenas para o controlador (controle societário) poderia implicar na realização das atividades de administração de carteira por sócio não controlador inidôneo (que poderia, inclusive, no caso das sociedades limitadas, receber maior parcela do lucro distribuído mediante distribuição desproporcional).

IV. Da possibilidade de suspensão da autorização

- 4.1. Gostaríamos de propor a inclusão na Minuta da possibilidade de o administrador de carteiras solicitar a suspensão da sua autorização, desde que por motivo justificado.
- 4.2. Levamos em consideração (i) a grande mobilidade internacional dos profissionais que atuam com administração de carteiras, seja acadêmica, seja profissional, e (ii) a ausência de linearidade e de constância da carreira de profissionais desse mercado o que, em ambos os casos, os levam muitas vezes a passar determinados períodos sem exercer referida atividade.
- 4.3. A possibilidade de suspensão evitaria o pagamento de taxas anuais e a prestação de informações periódicas por parte do administrador cadastrado, enquanto este não estiver exercendo a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários. Evitaria ainda a necessidade de realizar um novo registro na CVM para voltar a exercer essa atividade.
- 4.4. Entendemos, ainda, desnecessária a previsão de um prazo para referida suspensão. Caso a CVM determine que o exame de certificação seja periodicamente renovável (conforme exposto no Edital, mas não especificado na Minuta), o administrador terá de que refazer o exame quando voltar a exercer a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários, comprovando que ainda se encontra apto a exercer tal atividade, sem ter que passar por todo o processo de registro já realizado anteriormente.

SICHERLE ADVOGADOS

- 4.5. Deste modo, propomos a inclusão de uma "Seção III – Suspensão da autorização" no Capítulo III da Minuta, sugerido a seguinte redação:

Seção III – Suspensão da autorização

Art. X. A CVM poderá suspender a autorização para o exercício da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários do profissional que assim o requerer, por motivo justificado.

§1º. O pedido de suspensão da autorização para o exercício da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários deve ser feito nos moldes da Seção II deste Capítulo e seguirá o mesmo rito previsto no artigo 10º.

V. Previsão expressa da possibilidade do pagamento de "rebates"

- 5.1. Entendemos que a edição desta norma seria a ocasião para, de uma vez por todas, tornar explícita a possibilidade de administradores de carteiras de valores mobiliários receberem remunerações indiretas de parceiros de mercado (os tais "rebates" de taxas e comissões), desde que devidamente conhecido e expressamente autorizado pelo cliente.
- 5.2. Na Minuta, o inciso VII do art. 17 leva a entender que a remuneração pela modalidade de rebate é permitida, desde que o rebate não seja a finalidade das negociações que o administrador realizar com os valores mobiliários das carteiras que administre. Que fique claro, então, que esta forma de remuneração indireta, intencional ou não, está permitida desde que contratada de forma transparente e clara com o cliente (até para que este saiba quanto "paga" a título de rebate e assim possa efetivamente precaver-se do "portfolio churning", não obstante a vedação à prática do artigo 17, VII). Ausente previsão contratual expressa e mesmo no caso de rebates não intencionais, que tais valores sejam incorporados à carteira do cliente, conforme prescrito pelo artigo 16, inciso VI.
- 5.3. Nesse sentido, sugerimos a seguinte modificação na redação do Art. 16, inciso II, alínea c da Minuta:

*c) descrição detalhada da remuneração cobrada **direta ou indiretamente** pelos serviços, **inclusive com relação à rebates e receitas de corretagem.***

Sendo esses os nossos comentários e sugestões, colocamo-nos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários (e-mails: camillo@sicherle.com.br e mmacchione@sicherle.com.br).

Atenciosamente,


Sicherle Advogados

Por: Camillo Stefano Maria Sicherle
OAB/SP nº 105.689