



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 11/16 – Processo CVM nº RJ/2006-5754

Objeto: Regulamentação da atividade de consultoria de valores mobiliários.

Introdução

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, para apresentar ao Colegiado as sugestões enviadas na Audiência Pública nº 11/16, que recebeu comentários do público entre os dias 21 de dezembro de 2016 e 20 de março de 2017.

A audiência teve como objeto duas minutas de instrução e uma minuta de deliberação, que, em conjunto, regulamentam a atividade de consultoria de valores mobiliários e introduzem pequenas alterações na regulamentação específica sobre as atividades de agente autônomo de investimento (AAI) e de administração de carteiras de valores mobiliários.

A primeira minuta de instrução (“Minuta A”) propõe regulamentar a atividade de consultoria de valores mobiliários, com fundamento nos arts. 1º, VIII; 8º, I; e 27 da Lei nº 6.385, de 1976, e revoga a Instrução CVM nº 43, de 5 de março de 1985. Tal “Minuta A” abarca temas como o escopo de atuação de tais participantes, autorização para o exercício da atividade, prestação de informações pelos consultores de valores mobiliários, regras de conduta e vedações.

A segunda minuta (“Minuta B”) altera pontualmente alguns dispositivos das Instruções CVM nº 497, de 3 de junho de 2011, e nº 558, de 26 de março de 2015, no sentido de, basicamente, alinhar a redação de tais normas a alguns dispositivos trazidos pela regulamentação dos consultores de valores mobiliários. Adicionalmente, em função da análise dos comentários recebidos durante a audiência e das opções regulatórias deles decorrentes, foi alterada pontualmente a Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013.

Por fim, a minuta de deliberação (“Minuta C”) elenca os exames a serem aprovados pela CVM para a comprovação de qualificação técnica no processo de obtenção de autorização para a atividade de consultoria de valores mobiliários.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

As propostas visam atualizar e substituir o marco normativo dos consultores de valores mobiliários, atualmente regidos pela Instrução CVM nº 43, de 1985, em linha com as regulamentações editadas nos últimos anos para outros participantes de mercado e passam a prever uma série de obrigações para este tipo de participante.

Como as manifestações recebidas na audiência pública estão disponíveis na íntegra na página da CVM na rede mundial de computadores¹, todos os comentários e sugestões tempestivamente apresentadas são citados neste relatório de forma resumida. Sugestões relativas a alterações ortográficas e a ajustes meramente redacionais não estão citadas, mas foram levadas em consideração na elaboração da proposta definitiva de instrução.

Para melhor descrever e comentar as sugestões recebidas, o relatório está organizado da seguinte forma:

Conteúdo do relatório:

1. Participantes da audiência pública	5
2. Comentários à “Minuta A”	5
2.1. Escopo de atuação do Consultor de Valores Mobiliários (art. 1º e § 1º)	5
2.2. Indicativos do caráter profissional do serviço de consultoria (art. 1º, § 2º).....	13
2.3. Exceções à aplicação da norma (art. 1º, § 3º, novo § 2º)	16
2.4. Atuação dos AAI e outros (art. 1º, §§ 5º e 6º, atuais §§ 4º e 5º).....	20
2.5. Inclusão de dispositivos sobre a atuação dos consultores de valores mobiliários em comitês ou como procurador/implementador de ordens de seus clientes (novos §§ ao art. 1º)	24
2.6. Requisitos de autorização para os consultores de valores mobiliários (art. 3º).....	28
2.7. Acumulação de atividade de consultor de valores mobiliários e de administrador de carteiras (art. 4º)	32
2.8. Objeto Social (art. 4º, II).....	34
2.9. Diretores responsáveis (art. 4º, III e IV e rebatimento no § 2º)	34

¹ Vide http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm1116.html



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.10. Requisitos de sócios controladores diretos e indiretos (art. 4º, V)	36
2.11. Recursos humanos e computacionais (art. 4º, VI)	37
2.12. Aptidão para o exercício da atividade (art. 4º, VII)	37
2.13. Prazo de comunicação de impedimento dos diretores responsáveis (art. 4º, § 3º)	38
2.14. Cumulação de atividades por diretor responsável (art. 4º, § 5º).....	38
2.15. Manutenção de registro como consultor e como AAI (art. art. 4º, § 7º).....	39
2.16. Manutenção por prazo de 5 (cinco) anos de registros para auditoria e inspeção (art. 4º, § 8º, II).....	40
2.17. Inserção de novo parágrafo com previsão de dispensa de exigências (art. 4º, novo §)	40
2.18. Inserção de novo parágrafo que trata de autorização específica para consultor constituído no exterior que preste serviços no Brasil (art. 4º, novo §)	41
2.19. Prazo para cumprimento de exigências (art. 6º, § 4º)	41
2.20. Suspensão da autorização (arts. 7º e 8º)	41
2.21. Possibilidade de suspensão para consultoria PJ (novo art. 8º).....	43
2.22. Ampliação de prazo para defesa ou regularização do registro (art. 9º).....	44
2.23. Prestação de Informações – Regras gerais (art. 11)	44
2.24. Informações - Política de negociação de valores mobiliários (art. 13, IV e inserção de §)	45
2.25. Diferenciação das informações periódicas (art. 14, novo §)	46
2.26. Regras de Conduta e vedações (art. 15 a 17)	46
2.26.1. Comentários gerais ao Capítulo V	46
2.26.2. Regras de Conduta – interesses do cliente (art. 15, I).....	47
2.26.3. Regras de Conduta – perfil do cliente (art. 15, II).....	47
2.26.4. Regras de Conduta – conteúdo do contrato (art. 15, III).....	49
2.26.5. Regras de Conduta – transferência ao cliente de benefício ou vantagem decorrente da condição de consultor (art. 15, VII)	51
2.26.6. Regras de Conduta – dever de informar à CVM (art. 15, XI)	53
2.26.7. Regras de Conduta – orientação sobre prestadores de serviços (novo inciso XII ao art. 15)	55



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.26.8. Regras de Conduta – taxa de performance (inserção de novos §§ ao art. 15)	55
2.26.9. Criação da “classe” de consultores de valores mobiliários independentes (inserção de novo § ao art. 15).....	56
2.26.10. Obrigações do consultor autorizado a repassar ordens de seus clientes (inserção de novo § ao art. 15).....	57
2.26.11. Obrigações adicionais de suitability (inserção de novo § ao art. 15).....	57
2.26.12. Regras de Conduta – Proteção ao consultor (inserção de novo § ao art. 15).....	58
2.27. Robo Advisors (art. 16)	59
2.28. Vedações (art. 17)	60
2.28.1. Vedação à estruturação, originação e possibilidade de recomendação de valores mobiliários objetos de distribuição pública (art. 17, I e parágrafo único)	60
2.28.2. Vedação à modificação relevante na prestação de serviços (art. 17, inciso II).....	60
2.28.3. Vedação a garantias dadas pelo consultor (art. 17, inciso III).....	61
2.28.4. Vedação adicional para venda casada (art. 17, novo inciso).....	61
2.28.5. Remuneração (questões mais gerais sobre remuneração, art. 17, V e parágrafo único e outros dispositivos).....	62
2.28.6. Possibilidade de recomendação de valores mobiliários objetos de distribuição pública por partes relacionadas e conglomerados financeiros (inserção de novo §) 71	
2.29. Regras, Procedimentos e Controles Internos (art. 18)	72
2.30. Segregação de atividades (art. 19 e parágrafo único – atual art. 20 - e eventual rebatimento no art. 18, V).....	73
2.31. Manutenção de arquivos (arts. 20 e 21 – atuais 21 e 22).....	77
2.32. “Anexo 14-I e 14-II”	78
2.32.1. Outras formas de remuneração não recebida dos clientes (4.2.c) e (9.2.c)	78
2.32.2. Reputação ilibada	78
2.32.3. Taxa de Performance (4.2.b) e (9.2.b).....	78
2.33. “Anexo 17”	79



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.34. Novo “Anexo 15” - Termo de declaração de independência	80
3. Comentários à “Minuta B”.....	80
4. Comentário à Minuta “C”	81
5. Outros comentários	83
5.1. Esclarecimentos - Obrigações aplicáveis ao administrador de carteiras	83
5.2. Credenciamento de consultores de valores mobiliários por entidade autorreguladora.....	85
6. Proposta definitiva de instrução.....	85

1. Participantes da audiência pública

Os seguintes participantes manifestaram-se na audiência pública: (i) Associação das Consultorias de Investimento e de Previdência (“ACINPREV”); (ii) Aditus; (iii) ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (“ANBIMA”); (iv) APIMEC – Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (“APIMEC”); (v) Benzecry e Pitta Advocacia Especializada (“Benzecry e Pitta”); (vi) Bichara Advogados; (vii) CFA Society Brazil (“CFA”); (viii) Furriela Advogados; (ix) Icatu Consultoria de Investimentos Ltda (“Icatu”); (x) Jerffeson T. de Souza; (xi) PLANEJAR – Associação Brasileira de Planejadores Financeiros (“Planejar”); (xii) PLMJ Sociedade de Advogados (“PLMJ Advogados”); (xiii) Renato M. de Almeida; (xiv) Rodrigues Rosa Advogados; (xv) Sicherle Advogados; (xvi) Souza, Cescon, Barriou & Flesch Advogados (“Souza Cescon”); e (xvii) Velloza & Giroto Advogados Associados (“Velloza & Giroto”).

2. Comentários à “Minuta A”

2.1. Escopo de atuação do Consultor de Valores Mobiliários (art. 1º e § 1º)

Muitos participantes elogiaram a iniciativa da CVM de regular a matéria, especificamente a delimitação e a definição do escopo de atuação do consultor de valores mobiliários. Os comentários dessa seção tratam desse tema.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Segundo ACINPREV, diferentemente do analista de valores mobiliários que está habilitado a fazer recomendações públicas de investimento, as consultorias estão habilitadas a fazer recomendações em âmbito privado.

A participante opina que, visando evitar a alegação ou suposição de atuação irregular na distribuição de produtos no mercado, as consultorias, na prática, têm receio de recomendar aos seus clientes alternativas de investimentos específicas de que tenham conhecimento, restringindo-se apenas a emitir opiniões exclusivamente sobre produtos que tenham sido solicitados ou indicados pelos próprios clientes.

Em outras palavras, tendo em vista as interpretações possíveis da atual regulamentação, as consultorias atualmente têm receio de buscar alternativas de alocação que sejam compatíveis com os perfis dos seus clientes, fato este manifestamente incompatível com a necessidade atual do mercado.

Assim, ACINPREV sugere que o art. 1º, § 1º reflita, em sua redação, que a prestação do serviço possa abranger as modalidades lá elencadas, independentemente de solicitação específica dos seus clientes.

A CVM entende que a atuação do consultor de valores mobiliários não possui natureza reativa, tão somente. Dessa forma, sua prestação de serviços não se circunscreve a apenas orientar, recomendar ou aconselhar os seus clientes mediante prévio questionamento.

Faz parte do escopo da atividade de consultoria, tanto quanto a referida atuação em resposta a solicitações de seus clientes, ser pró-ativo na identificação de oportunidades e aconselhamento acerca investimentos e alocação de portfólio seus clientes, desde que esteja exercendo uma atividade prevista em seu contrato de prestação de serviços e que não esteja sendo remunerado pela distribuição.

Reitera-se, ademais, que o consultor deve pautar sua atuação no devido dever fiduciário para com seus clientes, devendo observar, ainda, a adequação de tal investimento ao perfil de cada cliente, nos termos da Instrução CVM nº 539, de 2013.

Considerando que a redação do art. 1º já reflete esse posicionamento, e tendo em vista o



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

posicionamento exarado no presente relatório, a sugestão do participante de alteração textual não foi entendida como necessária.

ANBIMA entende que as regras ora sugeridas promovem a reformulação do arcabouço regulatório da atividade, ao mesmo tempo em que dispõem sobre as condições e limites adequados à convivência com os demais participantes de mercado, já devidamente regulamentados e exalta as premissas consideradas no Edital no sentido de buscar estabelecer uma linha divisória entre as atividades de consultoria e as demais atividades reguladas pela CVM, especialmente as atividades de administração de recursos de terceiros, distribuição de valores mobiliários e análise de valores mobiliários.

Não obstante, ANBIMA sugere ajuste na redação do **caput** do art. 1º para introduzir menção a que o serviço de consultoria é prestado de forma “individualizada”, no qual o profissional habilitado deve atuar no melhor interesse do cliente, de modo a atender aos objetivos de investimento deste, levando em consideração sua situação financeira e seu perfil.

Adicionalmente, na medida em que o Edital ressalta a premissa de que o consultor de valores mobiliários não tem discricionariedade para investir em nome do cliente, propõe alteração no texto do **caput** também com o objetivo de ratificar o entendimento de que a decisão sobre a efetivação do aconselhamento é exclusivamente realizada pelo investidor. Nesse sentido, propõe a seguinte substituição de redação: “...*cuja adoção e implementação fiquem a exclusivo critério sejam exclusivas do cliente*”.

A CVM entende que a obrigação de **suitability** é inerente à atividade de consultoria de valores mobiliários e reveste a sua atuação. Assim, o consultor deve, para cada cliente, adequar as recomendações ao seu perfil específico.

Tal constatação se dá, sem prejuízo, por óbvio, de que o consultor possa orientar de forma semelhante ou idêntica vários de seus clientes se assim entender adequado e tendo em vista o melhor interesse deles. Assim, para dar maior clareza a tal entendimento, acatou-se a introdução da expressão “individualizada” no art. 1º.

Também foi acatada a sugestão sobre a implementação exclusiva por parte do cliente,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

pois a redação sugerida deixa mais clara a restrição quanto à implementação, pelo consultor, das operações que refletem as estratégias recomendadas.

Tal autorização geraria uma atuação que, ainda que fossem previstas autorizações específicas dos clientes, se sobreporia de alguma forma à atuação dos administradores de carteira e daria margem a uma arbitragem regulatória não desejada entre as duas atividades. Ver também comentários ao item 2.5.

APIMEC acredita que a atividade de consultoria pode somente orientar e aconselhar valores mobiliários desde que esteja amparada em relatório de análise elaborado por analista de valores mobiliários conforme estabelecido na Instrução CVM nº 483, de 2010. Adicionalmente, sugere que seja retirada a palavra “recomendação”, uma vez que, a princípio, o único profissional que pode realizar tal prática é o analista de valores mobiliários.

A CVM entende que, além dos relatórios de análise elaborados por analistas de valores mobiliários, outras fontes de informação podem ser utilizadas pelo consultor de valores mobiliários para elaborar suas recomendações, e assim a sugestão não foi acatada.

Com relação à eliminação do termo “recomendação”, a CVM acredita que o dever de **suitability** como elemento caracterizador da atividade de consultoria clarifica a diferenciação entre a atividade do consultor, voltada para as necessidades do seu cliente a partir do dever de **suitability**, daquela exercida pelo analista, voltada para os ativos analisados e que não considera as particularidades de cada cliente.

Vale dizer, ainda, que o termo recomendação é utilizado na Instrução CVM nº 539, de 2013. Desse modo, considera-se que a utilização do termo “recomendação” no art. 1º não traz redundâncias e tampouco está restrita a apenas um participante de mercado. Por isso, não foi acatada a proposta.

Benzecry e Pitta sugere que se acrescente, na redação do **caput** do art. 1º, menção à prestação de serviços, de forma complementar, em investimentos em ativos financeiros, na medida em que há ativos que não se enquadram no conceito de valor mobiliário mas que são também incluídos nas recomendações feitas aos clientes. O participante, salienta que os



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

consultores de investimento que atuam fora do mercado de valores mobiliários devem também observar os requisitos da norma para fins de se evitar concorrência desigual.

Entende que eventuais consultores de investimentos que trabalham, por exemplo, com títulos de emissão de instituições financeiras, títulos públicos federais, investimentos imobiliários que não se caracterizem como oferta pública de valor mobiliário, planos de previdência (VGBL ou PGBL) ou, ainda, títulos de dívida, em especial privada, que também não assumam características de valor mobiliário, em especial pela sua forma de colocação privada, acabam possuindo um grau de liberdade maior do que aqueles que optarem por atuar também na recomendação de valores mobiliários aos seus clientes.

Segundo Benzecry e Pitta há um problema que precisa ser enfrentado: a Lei limita mais o regulador do que o regulado, na medida em que o consultor de valores mobiliários pode analisar e recomendar ativos financeiros e oportunidades de investimento das mais variadas, ao passo que a CVM, por força da Lei 6.385, de 1976, não tem competência para regular a atuação que envolva outros ativos não abarcados pelo conceito de valor mobiliário, sendo neste caso a consultoria uma mera consultoria em investimentos.

Diante desta limitação técnica e prática, opina que deve haver muito cuidado na regulação da atividade de consultor de valores mobiliários, sob pena de proliferação de “consultores de investimentos” que atuem na esfera não compreendida pela CVM, reduzindo o número de profissionais que se dedicam aos valores mobiliários e um crescimento desenfreado e sem a existência de regulação ou boas práticas da oferta de serviços de “consultoria” que se limitem a analisar ativos como: títulos de emissão de instituições financeiras, títulos públicos federais, determinados investimentos imobiliários etc.

Benzecry e Pitta conclui no sentido de que somente uma norma simples, objetiva e que aposte no relacionamento transparente com o investidor pode resolver a questão colocada acima e atrair os bons profissionais à submissão de suas atividades à CVM como um diferencial competitivo.

Como mencionado pelo participante, algumas modalidades de investimento não são inculpidas como valores mobiliários na Lei 6.385, de 1976, e, desse modo, a atuação de pessoas físicas e jurídicas cuja consultoria se circunscreva exclusivamente a tais ativos estão



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

fora do alcance da norma. No entanto, nesses casos, sua atuação ficaria limitada a tais ativos, o que a restringiria demais, não sendo possível, por exemplo, a recomendação de fundos de investimento.

A minuta estabelece um marco regulatório desejável e necessário para a atividade de consultoria dentro dos limites legais e, por óbvio, traz deveres e obrigações aos consultores de valores mobiliários que, no entender da CVM, se fazem cabíveis e necessários para conferir maior transparência e permitir uma supervisão mais efetiva de tal participante.

Bichara Advogados, por sua vez, sugere que seja incluída, na redação do **caput** e do § 1º do art. 1º, menção a que a definição do escopo da atividade de consultoria abarca os mercados “nacional e estrangeiro”, tendo em vista casos concretos já analisados pela CVM no passado.

Souza Cescon, por sua vez, embasa sua sugestão fazendo alusão ao disposto no Parecer de Orientação CVM nº 33, de que trata das condições impostas para o registro como integrante do sistema de distribuição brasileiro, inclusive no que se refere à necessária obtenção de autorização especial para o exercício dessa atividade no Brasil por pessoa jurídica constituída no exterior, quanto a operações realizadas por investidores residentes no Brasil.

Segundo o proponente, deve se aplicar à atividade de consultores de valores mobiliários o mesmo racional que permeia o Parecer de Orientação nº 33, notadamente no que se refere à necessidade de obtenção de autorização especial para exercício da atividade de consultoria de valores mobiliários por pessoas físicas ou jurídicas que, ainda que residentes ou sediadas no exterior, caso prestem serviços de consultoria de valores mobiliários a investidores residentes no Brasil. Desse modo, sugere que se insira no **caput** do art. 1º menção de que a prestação de serviços é aquela oferecida a investidores residentes no Brasil.

A norma estabelece que a realização da atividade requer o registro junto à CVM e a Autarquia entende que casos concretos que suscitem dúvidas deverão de ser analisados caso a caso, considerando como balizadores fatores como o local de residência dos investidores, localização em que se verifica a prestação do serviço de consultoria ou a oferta de tal prestação, a sede do prestador de serviços ou dos emissores dos valores mobiliários objeto das recomendações, bem como o local de negociação de tais valores mobiliários.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Cabe ressaltar que o § 6º do art. 9º da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, estabelece que a CVM será competente para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que: (i) seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido; e (ii) os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional.

A CVM entende que tentar, no texto da norma, prever todas as situações relacionadas à localização dos ativos, dos clientes, do prestador, em que tal registro seja necessário junto à CVM, e de que forma tal registro se daria, seria um exercício demarcatório infrutífero o qual, fatalmente, poderia ser testado ou transposto.

Planejar sugere que seja excluída do **caput** do art. 1º a menção de que a prestação do serviço de consultoria se dê “de forma profissional” como inerente da atividade do consultor na medida em que, no limite, o próprio requisito da “profissionalidade” já está embutido na noção de “prestação de serviços”. Sugere ainda excluir o inciso IV do §1º.

O intuito da expressão “de forma profissional” é diferenciar a atividade regular, organizada, recorrente e remunerada daquela feita de maneira eventual, não remunerada e que não se caracterize como uma prestação de serviços contínua e estruturada. Considerou-se que a sua supressão pode gerar mais dúvidas do que benefícios.

Quanto ao inciso IV, busca-se estabelecer que o rol dos incisos I ao III não é exaustivo e que outras formas de consultoria, mais especificamente, outros objetos sobre os quais tal consultoria pode se dar, a depender de cada caso concreto, poderão ser igualmente alcançados pela definição do **caput** do art. 1º.

Velloza e Giroto sugere que seja inserida no texto do **caput** do art. 1º menção a que a prestação de serviços de consultoria de valores mobiliários será “fundamentada na análise de perfil e objetivos de investimentos do cliente nos termos da regulamentação específica” pois entende que este é um elemento essencial da atividade regulada pela norma.

O participante também sugere alterações no § 1º, de natureza redacional e ainda com o objetivo de, segundo o proponente, esclarecer um pouco mais o escopo abarcado pelos incisos I e II.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Sugere, ainda, a exclusão do inciso III, porque a consultoria sobre prestadores de serviço, segundo entende, não deve ser incluída como rol de atividades reguladas pertencentes ao conceito de “consultoria”, inclusive pelo fato de que tais prestadores de serviço são entes regulados em si, com suas próprias obrigações legais na sua relação com seus clientes.

Com relação à primeira sugestão do Vellozo e Giroto, a CVM entende como cabível e oportuno mencionar que a atuação do consultor deve ser fundamentada na análise de perfil e objetivos de investimentos do cliente nos termos da regulamentação específica, remetendo à norma de **suitability** na medida em que tal avaliação personalizada é importante delimitador da fronteira entre tal atividade e aquela exercida pelos analistas de valores mobiliários.

Nesse mesmo sentido, como já dito, foi inserido trecho no **caput** do art. 1º sugestão para esclarecer que a atividade de consultoria deve ser realizada de forma individualizada. Não obstante, em linha com o comentário do participante, foi feita alteração no art. 15, II, que trata das regras de conduta.

Faz-se pertinente também comentar que tanto o consultor de valores mobiliários quanto o intermediário possuem dever de adequar a recomendação de produtos ao perfil de seus clientes (**suitability**). Daí decorre a situação em que um investidor, após passar por todos os procedimentos de **know your client** e **suitability** junto ao consultor de valores mobiliários, deverá passar pelo mesmo processo junto ao intermediário, quando da implementação das recomendações obtidas.

Para endereçar essa situação e evitar duplicidades de deveres, foi feita alteração pontual na Instrução CVM nº 539, de 2013, para determinar que a obrigatoriedade de verificação da adequação do produto, serviço ou operação não se aplica ao intermediário quando o investidor tiver contratado um consultor de valores mobiliários e esteja no processo de implementação das recomendações fornecidas por este profissional. Nesses casos, o intermediário deverá exigir e o cliente deverá apresentar a avaliação de seu perfil feita pelo consultor de valores mobiliários.

Foi também inserido no art. 1º da “Minuta A” um dispositivo que permite que sejam estabelecidos canais de comunicação e ferramentas entre o consultor de valores mobiliários, o intermediário e os seus clientes em comum para facilitar a implementação das ordens



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

decorrentes das recomendações profissionais do consultor.

Assim, são considerados procedimentos válidos o “de acordo” do cliente após envio de e-mail por parte do consultor diretamente para o intermediário, com o cliente em cópia, com a solicitação da execução das ordens que reflitam sua recomendação ou a realização de ligações em conferência entre intermediário, consultor e cliente, bem como outras formas de facilitar a implementação das ordens pelo cliente que deixem claramente consignado que o cliente determinou a realização de tais operações.

Já no que tange a exclusão do inciso III, considerou-se que a consultoria acerca de prestadores de serviços, ainda que os mesmos sejam entes regulados pela CVM e tenham seus deveres e obrigações próprios, é uma prática que já existe e é objeto da atividade dos consultores. Nesse contexto, é comum que os consultores visitem, entrevistem e conheçam com profundidade a estrutura, a equipe e o funcionamento de tais prestadores de serviços de forma a orientar seus clientes quanto à escolha dos prestadores que oferecem os melhores produtos. Dessa forma a sugestão não foi acatada.

2.2. Indicativos do caráter profissional do serviço de consultoria (art. 1º, § 2º)

Aditus propõe que seja acrescido ao rol de indicativos de que trata o § 2º a execução do serviço de forma organizada e/ou empresarial, uma vez que, segundo a proponente, uma das características precípua do caráter profissional de um serviço é ser prestado como atividade econômica organizada, que dispõe de fatores de produção destinados a uma atividade específica, revestindo-se de características tipicamente empresariais, tal como sede, contar com a participação de colaboradores e demais elementos típicos que se verificam na legislação civilista.

Já ANBIMA, com relação aos elementos indicativos da atividade de consultoria de valores mobiliários constantes do § 2º, art. 1º, entende que eles não são taxativos, podendo ser verificados de forma cumulativa ou não e nesse sentido sugere pequena alteração na redação.

ANBIMA sugere que, tendo em vista que uma das diretrizes consideradas no Edital para a caracterização da atividade de consultoria de valores mobiliários é a remuneração “paga pelo cliente”, manifesta-se pela inclusão de tal expressão ao final do inciso I do § 2º.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Benzecry e Pitta manifesta-se no sentido de que a remuneração de que trata o inciso I do § 2º a ser considerada como caracterizadora da atividade de consultoria inclua a forma direta ou indireta.

Planejar opina que, sendo a consultoria de valores mobiliários uma atividade regulada, o seu exercício depende, antes de mais nada, da obtenção do respectivo registro na CVM. Por mais que remuneração, habitualidade e número de “clientes” possam ser considerados “indicativos” da profissionalidade, estes critérios, segundo a proponente, ainda são bastante vagos e nenhum desses “indicativos” deve ofuscar o fato de que a presença de qualquer um deles, mesmo em níveis bastante conservadores, caracteriza, na imensa maioria dos casos, o próprio exercício dessa atividade regulada. Assim sugere a exclusão do § 2º.

Velloza e Giroto também propõe a exclusão do § 2º por três motivos: i) o conceito de “caráter profissional” da prestação de serviço já é definido em direito comercial como soma de três atributos: habitualidade, pessoalidade e monopólio das informações sobre o produto ou serviço de sua empresa²; ii) os indicadores adotados parecem conflitar com a definição doutrinária, sendo que remuneração e número de clientes não parecem espelhar a realidade da indústria de consultoria de valores mobiliários (ver adiante a discussão sobre remuneração e sobre número de clientes); e iii) a redação do §2º parece implicar linguagem de “**safe harbor**” ou de “exclusão de abrangência” do serviço, ou seja, caso algum dos itens indicados não se verificasse na prática, haveria uma presunção de que o serviço prestado não se qualificaria como consultoria.

Alternativamente, caso a sugestão de exclusão não seja acatada, Velloza e Giroto sugere alterar a redação dos incisos I e III de forma a prever a pessoalidade (a prestação é responsabilidade de empresário) na prestação do serviço e o monopólio das informações sobre o serviço prestado (o empresário tem todas as informações e é o responsável último sobre a forma de prestar o serviço oferecido), além da habitualidade de que trata o inciso II, como caracterizador do caráter profissional, em linha com o argumento mencionado no parágrafo anterior.

Alega que vincular profissionalismo ao fato do serviço ser remunerado não parece ser útil do ponto de vista de política pública. Em primeiro lugar porque as obrigações e deveres de

² Vide por exemplo COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva, 2009, Vol. I; Mamede, Gladston. *Direito Empresarial Brasileiro*. Editora Atlas. 4ª Edição, 2010. Vol. I; e DÓRIA, Dylson. *Curso de Direito Comercial*. 14ª ed. São Paulo: Saraiva, 2000, Vol. III.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

profissionalismo não dependem de o serviço ser ou não remunerado, e não se extinguem com a ausência de remuneração. Enquanto a remuneração refere-se ao arranjo da prestação, o caráter profissional é predicado do prestador.

Em segundo lugar, prossegue, unir o caráter profissional da prestação com remuneração poderia dar margem a entendimentos de que, na ausência de remuneração, não estaria sendo prestado serviço de consultoria. Isso seria, na opinião do proponente, equivocado.

Em terceiro lugar, além da discussão sobre existência de profissionalismo mesmo na ausência de remuneração, existe a discussão sobre serviços interligados, remuneração indireta e a necessidade da remuneração provir diretamente do cliente. Entender que na ausência de remuneração paga diretamente pelo cliente não haveria consultoria de valores mobiliários seria deixar de fora a possibilidade de que a remuneração de um consultor poderia estar sendo arcada por terceiro, e não pelo cliente dela beneficiário.

O arranjo que se tem em mente, prossegue Velloza e Giroto, é aquele do distribuidor, remunerado pelo emissor do valor mobiliário, que presta ele mesmo consultoria, se encontra associado ou pertence ao mesmo grupo de empresa que presta serviços de consultoria. Nesse quadro, a ausência de remuneração do consultor pelo cliente pode mascarar um conflito de interesse importante. Haveria aconselhamento, orientação e recomendação de valores mobiliários, mas não haveria prestação de consultoria na forma regulada em vista da referida presunção.

Em outras palavras, o problema é, segundo o proponente, justamente a possibilidade de confusão entre distribuição e consultoria, e a prestação de serviço de consultoria por distribuidores: porque distribuidores são remunerados pelo emissor ou coordenador de distribuição, haveria brecha para que prestassem serviços que se caracterizariam como consultoria, mas seriam excluídos da regulação já que gratuitos. Isso tornaria muito difícil a diferenciação, para os investidores, entre as atividades permitidas a distribuidores, e atividades proibidas, mesmo em vista do § 5º deste artigo 1º.

Em relação ao inciso III, segundo Velloza e Giroto, PLMJ e Icatu, o número de clientes tampouco parece influenciar o caráter profissional da atividade. Para o primeiro, **single family offices** e consultores que prestam serviços para poucas famílias abastadas são um nicho de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

mercado nada desprezível, provavelmente representando uma parcela importante da indústria, comenta.

PLMJ pondera que há muitos exemplos internacionais de situações de fraude em que o prestador do serviço financeiro estrutura a sua operação de forma a ter um número reduzido de clientes diretos, sendo que presta serviços de forma indireta a um número bastante superior de clientes.

Já a Icatu cita o caso de uma companhia seguradora pertencente ao mesmo grupo econômico da consultora, que atua exclusivamente na prestação de serviços para fundos de investimentos nos quais a seguradora figure como cotista exclusiva, esse requisito ficaria prejudicado.

O proponente entende inequívoco o caráter profissional de tal estrutura, uma vez que a dimensão da operação não se traduz apenas pela quantidade de clientes, mas, também, em razão da qualificação desses clientes e do patrimônio sob o escopo da prestação do serviço. Sugere, portanto, a exclusão do referido inciso III ou a inserção, ao final da redação do citado inciso, de “ou o patrimônio objeto da prestação do serviço”.

A intenção do § 2º foi a de tentar balizar alguns elementos como caracterizadores da prestação do serviço de consultoria de forma profissional e dar mais clareza da necessidade de autorização para aqueles que viessem a atuar sem o registro e de maneira irregular. Não obstante, tendo em vista que tais parâmetros não foram bem compreendidos e trouxeram mais dúvidas do que nortes, a CVM optou por eliminar o § 2º do art. 1º.

2.3. Exceções à aplicação da norma (art. 1º, § 3º, novo § 2º)

Furriela Advogados comenta que a Minuta afastou os conceitos de analista do de consultor de valores mobiliários, onde este último presta um serviço mais pessoal e individualizado, analisando o perfil de seu cliente e as regras de **suitability** ao passo que o analista realiza uma análise mais técnica, com base em relatórios matemáticos.

Não obstante, prossegue o participante, muitas “casas de análise” (pessoas jurídicas) têm registro de consultor pois a Instrução CVM nº 483, de 2010, prevê que apenas pessoas naturais



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

possam exercer tal atividade e pelo fato do consultor ter um conceito que até então se aproximava do conceito de analista.

Assim, o participante sugere que seja atualizada a supracitada Instrução, de modo a permitir que pessoas jurídicas pratiquem a atividade de analista de valores mobiliários, passando a prever a “pessoa jurídica analista”. Caso contrário muitas sociedades constituídas por analistas, que funcionam com o registro de consultoria, teriam que se enquadrar à Minuta em questão, o que causaria grandes transtornos ao mercado.

Cabe dizer que a CVM colocou em audiência proposta de alteração da Instrução CVM nº 483, de 2010, que, entre outras alterações, prevê a figura do analista pessoa jurídica.

Segundo Planejar, o profissional CFP avalia os objetivos, expectativas e necessidades de cada cliente a fim de desenvolver, apresentar e executar estratégias de planejamento financeiro adequadas ao seu perfil.

Por ser multiespecialista, este profissional possui competências relacionadas não apenas à consultoria de valores mobiliários (assessorando o cliente em investimentos dessa natureza, por exemplo), mas também a atividades que extrapolam a atuação da CVM – relacionadas, por exemplo, a seguros, previdência, planejamento sucessório e tributário. Em todos os casos, cumpre ressaltar, sempre que tal profissional desenvolver alguma atividade regulamentada, ele deverá dispor dos correspondentes registros e se submeter às regras aplicáveis.

Velloza e Giroto entende ser positiva a preocupação da CVM em estabelecer **safe harbors** para prestadores de planejamento financeiro, fornecedores de sistemas de consolidação e análise de performance, e consultores de fundos de investimento, mas opina que o texto pode ser aprimorado.

Em relação ao inciso I manifesta que o termo “planejamento financeiro” é bastante amplo e não foi definido com precisão no § 3º e sugere que o inciso mencione a consultoria sobre planejamento sucessório, produtos de previdência, administração de finanças em geral, excluídos investimentos e alocação de carteira de valores mobiliários ou qualquer outro serviço que caracterize a consultoria descrita no **caput**.

A CVM entende que o tratamento dado pelo art. 1º, § 3º aos planejadores financeiros se



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

coaduna com a descrição da atividade por eles exercida feita pela Planejar, ou seja, quando a atuação do planejador financeiro não contemplar as atividades de que trata o **caput** e o § 1º do art. 1º, ela não está abarcada pela norma, ao passo que se contemplar tais atividades, ainda que de maneira não preponderante, o profissional deverá observar o disposto pela norma e obter o registro correspondente junto à CVM.

O comentário do Velloza e Giroto ajuda a delimitar o escopo de atuação do planejador financeiro para fins de enquadramento ou não de suas atividades no escopo desta Instrução e foi parcialmente acatado. Desse modo foi introduzida alteração na redação do inciso I do § 3º, fazendo-se menção ao planejamento sucessório, produtos de previdência e administração de finanças em geral.

Icatu pondera que a exclusão de “*elaboração de relatórios gerenciais ou de controle que objetivem, dentre outros, retratar a rentabilidade, composição e enquadramento de uma carteira de investimento à luz de políticas de investimento, regulamentos ou da regulamentação específica incidente sobre determinado tipo de cliente*” (art. 1º, §3º, II da Minuta) do escopo da atividade de consultoria esvazia a atuação de diversos prestadores de serviço cujas atividades assim se definem, sobretudo nos mercados de Seguros, Capitalização e Previdência Aberta, tratando-se de uma das principais formas de remuneração desse mercado específico.

Assim, propõe que o referido inciso seja excluído da Minuta, de modo a inserir a atividade supramencionada no rol dos serviços de “orientação, recomendação e aconselhamento”.

Também em relação ao inciso II, Velloza e Giroto sugere a adoção de texto que mencione “*consolidadores de informações de investimentos, elaboração de relatórios gerenciais ou de controle, desde que apenas compilem informações fornecidas por terceiros ao cliente, ofereçam ferramentas analíticas para rentabilidade, composição e enquadramento em limites objetivos de composição de uma carteira de investimento*”. Segundo Velloza e Giroto, a referência a “enquadramento de carteira” à “política de investimento” pode gerar dúvidas quanto a certas atividades de **compliance** e risco que tem natureza mais subjetiva, por isso sugere incluir “limites objetivos de composição” na redação.

Quanto ao comentário do Icatu, tais atividades não estarão proibidas de serem realizadas, nem mesmo por quem já atue nesse ramo. Aquelas consultorias que tenham por



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

escopo de atuação exclusivamente aquele citado no trecho destacado não serão alcançadas pela norma e não se submeterão às regras da instrução, inclusive do registro como consultor de valores mobiliários. Cabe ainda realçar que os mercados de seguros, capitalização e previdência aberta são regulados pela SUSEP.

Quanto ao comentário do Velloza e Giroto, a CVM entende que a alteração não se faz pertinente na medida em que a redação constante da Minuta dispõe claramente sobre os limites do **safe harbor** que incide sobre os profissionais que atuem tão somente na produção de relatórios da espécie.

Benzecry e Pitta opina que o inciso III do § 3º, ao invés de mencionar tão somente os consultores especializados que atuem nos termos de regulamentações específicas sobre fundos de direitos creditórios e fundos de investimento imobiliário, deveria abarcar outras modalidades de consultoria caso o objeto da consultoria não contemplasse o mercado de valores mobiliários ou quaisquer ativos assim caracterizados.

O proponente argumenta que há outros consultores especializados que podem atender a fundos como os de participação (FIP) ou mesmo os fundos regidos pela Instrução CVM nº 555, de 2014, que poderiam ser contratados e remunerados pelo fundo exercendo atividades que não envolvam o mercado de valores mobiliários, em áreas como inovação, propriedade intelectual, meio ambiente, sustentabilidade, **endowment**, crédito, imobiliário, energia, infraestrutura e que não seria adequado citar algumas exceções mencionando os FIDC e FII em particular se há outros fundos que se utilizam de consultores especializados em matérias fora do mercado de valores mobiliários.

Velloza e Giroto, no mesmo sentido, sugere que se inclua no inciso III os consultores de FIPs e outros fundos de investimento regidos pela Instrução CVM nº 555, de 2015, já que tais consultores estão na mesma situação por serem contratações diretas de fundos de investimento reguladas em normas específicas.

A CVM mencionou estas consultorias especializadas, pois elas aparecem expressamente nas Instruções CVM nº 356 e nº 472 como “consultores” e, portanto, buscou-se deixar clara a sua exclusão da abrangência da norma. De modo a deixar claro que estes são apenas exemplos



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

de consultores que, por não ter por objeto o mercado de valores mobiliários ou as atividades de que trata o caput e o seu § 1º e que outras formas de consultoria especializadas em matérias fora do mercado de valores mobiliários estão fora da abrangência da norma, o texto do inciso III foi alterado pontualmente.

2.4. Atuação dos AAI e outros (art. 1º, §§ 5º e 6º, atuais §§ 4º e 5º)

ACINPREV cita que a Minuta reconhece a impossibilidade do exercício concomitante das atividades de consultoria de valores mobiliários e de AAI, mencionando trechos do Edital e o art. 1º, §§ 5º e 6º. Entretanto, aduz que, não obstante o dever de lealdade previsto no art. 10 da Instrução CVM nº 497, de 2011, não é incomum a prática de mercado dos AAI que envolva a oferta gratuita de serviço de consultoria envolvendo os ativos financeiros que estão sendo por eles distribuídos.

A entidade comenta que não há clareza na distinção da atividade do AAI com a de consultoria de valores mobiliários e que, na prática, os primeiros tem prestado um serviço de consultoria, ainda que de maneira informal e não remunerada como tal.

Argumenta, ademais, que a utilização da redação que trata do escopo de atuação dos AAI que cita “*atividades de suporte e orientação*” no parágrafo único do art. 1º da Instrução CVM 497, de 2011, agora reproduzido no § 6º do art. 1º da “Minuta A”, acaba contribuindo para a referida confusão de atividades, notadamente pelo uso do verbo “*orientar*” que é central para a atividade de consultor de valores mobiliários, conforme consta no **caput** do art. 1º da “Minuta A”.

Nesse sentido, sugere que o § 6º do art. 1º preveja que a prestação de informações a que se refere o § 5º inclui apenas aquelas inerentes à relação comercial com os clientes, e não inclui atividades de orientação em relação à análise e avaliação pelos clientes dos produtos oferecidos e dos serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado.

Nesse mesmo sentido de circunscrever a atuação dos AAI, sugere alterações aos arts. 1º e 13 da Instrução CVM nº 497, de 2011, as quais são mencionadas no correspondente item deste relatório.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Aditus, também na linha de evitar que a atividade de AAI seja executada de forma ampla, fora dos limites que foram definidos na regulamentação específica, entende necessário delimitar que o seu campo de atuação está restrito, tão somente, à abordagem dos produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição pela qual trabalha ou tenham sido contratados e propõe a inserção da expressão “*exclusivamente*” na redação do § 5º, após o termo “*informações*”.

Com isso, a nova redação dificultaria possíveis excessos do serviço de aconselhamento por parte de tais AAI, que, afirma a entidade, é comum no mercado e se assemelha ao serviço de consultoria profissional.

ANBIMA sugere alterações de redação nos §§ 5º e 6º de forma a compatibilizar a redação de tais parágrafos com o disposto na Instrução CVM 539, de 2013, e de reforçar o entendimento de que os distribuidores também podem “recomendar” produtos, nos termos da referida instrução.

Benzecry e Pitta sugere a exclusão dos §§ 5º e 6º, pois já há regulamentação suficiente para as atividades de distribuição e intermediação que deixa claro o limite de atuação desses profissionais e o seu dever de prestar informações ao cliente sem que pratiquem a atividade de consultor.

O § 5º, prossegue, ao citar os “gerentes de investimentos”, atividade não regulada e cujo escopo não resta claro, entende que se poderia estar validando a atuação dos “assessores de investimento” que atuam como consultores, mas são remunerados pelas instituições financeiras das quais são contratados, em muitos dos casos com remuneração atrelada a metas de vendas.

Adicionalmente, Benzecry e Pitta, pontua que seria de suma importância resgatar o mecanismo presente na já revogada Instrução CVM 434³, pelo qual a vedação ao agente autônomo de prestar consultoria não lhe atingia, se ele fosse habilitado para tanto.

A norma de agente autônomo mudou radicalmente com a Instrução CVM nº 497, de 2011, sob o argumento de más condutas de agentes, mas, segundo a proponente, não há nenhum

³ “Art.16. É vedado ao agente autônomo de investimento: (...) IV – contratar com investidores a prestação de serviços de:
a) análise ou consultoria de valores mobiliários, salvo se estiver autorizado pela CVM a exercer tais atividades; e”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

caso concreto de punição de agente autônomo que atuasse, com a devida habilitação, prestando os serviços de intermediação em conjunto com a consultoria de valores mobiliários.

Os casos problemáticos, alega, foram de agentes que mesmo sabendo de sua limitação legal, e até técnica, incentivavam os clientes a realizar operações para ganho de corretagem ou, pior, geriam recursos de terceiros sem a devida autorização, por meio de senhas de **home broker** ou passando ordens não recebidas previamente dos clientes. Ou seja, os bons profissionais tiveram seu direito ceifado pela má conduta de outros.

Segundo Benzecry e Pitta, alguns anos depois da publicação da Instrução 497, de 2011, não há um mecanismo eficiente pelo qual um consultor independente, não ligado a grandes conglomerados, possa atuar de forma transparente com seus clientes e investidores e, ao mesmo tempo, permitir que todos os benefícios normalmente praticados pelo mercado se revertam em favor destes clientes.

O participante comenta que, do ponto de vista operacional, afastar o consultor do intermediário que pode realizar a efetiva aplicação é complicado, pois o tempo hoje é um dos bens mais importantes e preciosos para qualquer pessoa, enquanto o mercado de capitais muitas vezes exige movimentos rápidos. Logo, exigir que a pessoa se reúna com o consultor, receba recomendações e depois tenha de buscar outros profissionais para executar as operações tem um custo muito alto.

Benzecry e Pitta ilustra seu comentário fazendo um paralelo entre a situação do cliente e do consultor com a de um cliente que contrate um projeto com um arquiteto e ele não possa ser o responsável pela sua obra, dentre outros exemplos. Tal como qualquer profissão o importante é atuar de forma justa e transparente com o cliente e receber punições rápidas e adequadas, sempre que houver desvios de conduta e especialmente quando da atuação dolosa em desfavor dos clientes.

O participante conclui no sentido de que, ao menos para o segmento de investidores qualificados, seria de suma importância retomar esta possibilidade, ainda que adicionada de um relatório pormenorizado das remunerações advindas de cada atividade e, como proposto no comentário do participante ao art. 15, podendo os ganhos na intermediação ser abatidos (revertidos como desconto) dos serviços de consultoria.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Velloza e Giroto sugere ajustes redacionais e também a inclusão de texto no sentido de que a prestação de informações de que trata o § 5º se dê desde que vinculada à realização da análise prévia de adequação dos referidos produtos ao perfil de investimento do cliente.

Adicionalmente, o participante sugere a inserção de um dispositivo com uma série de obrigações a serem adotadas pelas pessoas jurídicas autorizadas a distribuir valores mobiliários e que também prestem o serviço de consultoria, relacionados à transparência em relação às formas de remuneração, segregação física e qualificação técnica de tais instituições.

Entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários possuem, por sua natureza e objeto, o papel de distribuir e negociar valores mobiliários para os seus clientes. Possuem, é certo, deveres e obrigações em face da regulamentação aplicável, inclusive no tocante a evitar e, quando não for possível, dar conhecimento aos seus clientes de quaisquer situações que se configurem conflito de interesses e também pautar sua atuação no dever fiduciário para com seus clientes.

Não obstante, fato é que tais intermediários, assim como seus prepostos e funcionários, possuem remuneração decorrente da venda de produtos e serviços, fato este que pode, potencialmente, afetar sua independência e o seu dever fiduciário para com os investidores.

Dessa forma, as atividades de recomendação por eles eventualmente praticadas, à luz, inclusive, do disposto no art. 1º da Instrução CVM nº 539, de 2013, possuem usualmente escopo mais restrito aos produtos da prateleira da instituição para a qual trabalham e não tem um alcance ou uma visão do portfólio total de investimentos do seu cliente.

Os profissionais alocados na atividade de distribuição tendem a pautar e limitar a prestação de seus serviços aos produtos oferecidos pela entidade à qual estão vinculados, ainda que busquem, dada esta restrição, oferecer produtos que entendam ser os mais adequados aos seus clientes.

Tais recomendações são, na linha do comentário dado ao item 2.7 do presente relatório em relação aos gestores de recursos, incidentais e associadas às suas respectivas atividades de distribuição de valores mobiliários e, nesse sentido, as pessoas e entidades que elas



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

representam, quando não possuam na consultoria de valores mobiliários uma linha de negócios independente de sua atividade de venda, não estão incluídas no alcance da presente norma. Nesse sentido, cabe dizer, foi acrescido como elemento caracterizador da atividade de consultoria regulada pela norma a expressão “independente” no caput do art. 1º.

Adicionalmente, tais entidades devem evitar a utilização de nomenclaturas que induzam o investidor a erro sobre a real natureza da prestação do serviço e sobre a independência de quem presta as recomendações e, nessa linha, foi introduzido novo parágrafo ao art. 1º (novo § 6º).

Por outro lado, aquelas entidades integrantes do sistemas de distribuição que possuam na consultoria de valores mobiliários uma “linha de negócios” distinta de seus canais de venda e distribuição e que se apresentem como consultorias que possuam independência na sua atividade de recomendação de produtos de investimento, sendo, inclusive, remuneradas pelo cliente por tal serviço, deverão segregar a atividade de tal linha de negócios e seguir a regulamentação destinada aos consultores de valores mobiliários.

Dessa forma, os comentários não foram acatados.

2.5. Inclusão de dispositivos sobre a atuação dos consultores de valores mobiliários em comitês ou como procurador/implementador de ordens de seus clientes (novos §§ ao art. 1º)

Aditus sugere que o art. 1º passe a prever que prestação de serviços de consultoria de valores mobiliários em comitês consultivos instituídos por fundos de investimentos seja vedada, pois tal prática constituiria, em última análise, em compartilhamento de gestão.

Outrossim, sugere que as atividades que a própria minuta não caracteriza como sendo da consultoria fossem permitidas no âmbito de tais comitês, tais como, a elaboração de relatórios gerenciais ou de controle que objetivem, dentre outros, retratar a rentabilidade, composição e enquadramento de uma carteira de investimento à luz de políticas de investimento, regulamentos ou da regulamentação específica incidente sobre determinado tipo de cliente.

Adicionalmente, Aditus sugere que os consultores de valores mobiliários possam participar de comitês destinados à governança de investimentos quando instituídos por



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

investidores qualificados ou profissionais, nos quais a remuneração do consultor é paga integralmente pelo investidor, sugerindo para tanto a necessária adoção e implementação das decisões compartilhadas com o cliente.

Não há restrição para o exercício das atividades citadas, logo, elas são permitidas, desde que constem do contrato de prestação de serviços e do formulário de referência, não sendo necessária autorização expressa no texto da norma. Quanto à sugestão de vedação de que participem de comitês consultivos, a CVM entende que essa atuação deve ser objeto de estipulação entre as partes envolvidas, não havendo obrigatoriedade de contratação, aceitação e, portanto, não vê motivos para uma proibição expressa na norma.

ANBIMA, manifestou concordância com o dispositivo que determina que o consultor de valores mobiliários não possa implementar as recomendações sugeridas a seus clientes, devendo o investidor decidir se irá efetivar a recomendação e de que forma.

Entende que, caso seja facultado ao consultor de valores mobiliários receber procuração do cliente para implementar as recomendações de investimentos ou mesmo repassar ordens a membros do sistema de distribuição, uma linha divisória muito tênue estaria diferenciando as atividades de consultoria e a de administrador de carteira de valores mobiliários, dando margem, na prática, a arbitragem regulatória.

A proponente faz menção ao Relatório de Audiência Pública 03/10 em que a CVM entendeu por bem vedar a outorga de procuração pelo cliente ao agente autônomo de investimento (“AAI”), no âmbito da edição da Instrução CVM nº 497, de 2011.

O recebimento de procuração, alega ANBIMA, além de impossibilitar a verificação da efetiva ordem do cliente por parte dos intermediários, reduz a distinção entre a atividade do AAI e a dos administradores de carteira de valores mobiliários.

Da mesma forma, prossegue a associação, uma vez que o consultor de valores mobiliários não poderá realizar a administração discricionária da carteira de clientes, caso fosse possibilitada a outorga de procuração por parte do cliente em favor do consultor de valores mobiliários, criar-se-ia a possibilidade de o consultor exercer a atividade de administração discricionária de carteiras de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

valores mobiliários sem a obtenção do respectivo registro, possibilitando uma assimetria regulatória no exercício de tal atividade.

Deve-se considerar, ainda segundo ANBIMA, que o consultor de valores mobiliários não está sujeito à fiscalização de nenhum outro agente de mercado (ao contrário do AAI, por exemplo, que está sujeito à fiscalização da instituição integrante do sistema de distribuição a que está vinculado), o que traz preocupação sobre como assegurar que a não discricionariedade de um consultor com procuração será observada.

Dessa forma, considerando o risco de que consultores ajam como efetivos gestores e tendo em vista a potencial dificuldade na supervisão e no controle desses agentes, a entidade sugere inserir novo § ao art. 1º vedando ao consultor de valores mobiliários atuar como procurador ou representante de seus clientes para quaisquer fins.

CFA e Velloza e Giroto, ao contrário, entendem que se deve incluir a possibilidade de o consultor dar sequência a uma ordem do cliente que reflita suas recomendações.

A primeira alega que esta faculdade não tornará a atividade do consultor próxima à do distribuidor, pois este não possui a visão do portfólio, e nem tampouco não a tornará próxima à atividade do gestor, que possui discricionariedade em suas decisões de seleção e alocação de ativos. CFA faz menção aos conceitos de “**discretionary management**” e “**advisory management**” existente no Reino Unido.

Para CFA, tal permissão, que se daria por meio da outorga de uma procuração que poderia ser até mesmo incluída no contrato de prestação de serviços firmado com o cliente, facilitaria o processo de investimento pelo lado do investidor e agregaria uma função à figura do consultor que auxiliaria o investidor em mais uma atividade através da execução das ordens de investimento aprovadas onde o investidor também definiria os detalhes da execução como qual corretora utilizar, preço por ordem e etc.

Tal execução não discricionária das decisões de investimento é, segundo a CFA, um pressuposto para a viabilização da função. Esse aumento do espectro de atuação do profissional deve ser acompanhado, segundo a entidade, de um controle rígido do consultor de forma que ele tenha de manter um registro de cada ordem do cliente que será repassada a um distribuidor para



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

execução. A decisão de investir, finaliza CFA, continuará sendo do cliente, cabendo ao consultor tão somente a execução de sua vontade de forma previamente acordada.

Velloza e Giroto sugere igual possibilidade visando ampliar o grau de conforto do cliente, na medida em que entende que já há maturidade no mercado para que se permita ao cliente determinar que o consultor que sugeriu determinada operação seja mandatado para executá-la, desde que certas providências sejam tomadas para garantir a legitimidade das ordens e produzir o **paper track** necessário para eventuais auditorias. O proponente não entende que tal relação de mandato traga riscos à relação íntegra entre consultor e cliente, já que se exigiria a comprovação da aprovação pelo cliente previamente à execução.

Propõe ainda que a procuração para execução de ordens ou estratégias tenha validade de no máximo dois anos e que a ordem ou estratégia deve ser aprovada por escrito e deve conter a identificação do ativo específico, quantidade e valor ou parâmetros para execução.

Sicherle Advogados, por seu turno, pondera que a norma proposta determina que, uma vez feita a recomendação de investimento pelo consultor, fica a exclusivo critério do cliente sua adoção e implementação. Em princípio, prossegue, a norma não veda que o investidor mandate terceiro para conduzir os atos formais de execução dos investimentos recomendados, ou exige qualquer tipo de qualificação deste terceiro para que execute a sua instrução.

Nesse sentido, o participante interpreta que a norma permite aos consultores que executem as eventuais ordens recebidas de seus clientes, desde que expressamente mandatados e autorizados pelo cliente (mandato **execution only**) e questiona o entendimento da CVM a respeito e, em caso afirmativo, quais as formas válidas para que o consultor possa evidenciar sua ausência de discricionariedade na escolha.

A CVM entende que a possibilidade de implementação das ordens pelo consultor de valores mobiliários, ainda que se dê mediante procuração que se exija autorização específica para cada operação dos seus clientes, aproximaria sua atividade daquela exercida pelo administrador de carteira, criando uma arbitragem regulatória indesejada entre tais atividades.

Além disso, a obtenção de uma procuração para a implementação de cada recomendação realizada ensejaria dificuldades operacionais que apenas estimulariam o seu não cumprimento



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

ou formalização posterior, tornando a supervisão da CVM demasiadamente onerosa frente aos benefícios advindos de tal permissão.

Nesse sentido a Autarquia acatou a sugestão da ANBIMA e inseriu um novo parágrafo no artigo 17 que trata das vedações, proibindo ao consultor atuar como procurador ou representante de seus clientes perante instituição financeira. A realização de recomendação realizada ensejaria dificuldades operacionais que apenas estimulariam o seu não cumprimento ou foferações decorrentes de suas recomendações.

A CVM, reconhecendo a necessidade da agilização na execução das estratégias fruto de recomendações dadas pelos consultores a seus clientes, reitera o comentário feito no Box do item 2.1 do presente relatório em que são citados novos dispositivos que:

(i) determinam que o intermediário deverá exigir do cliente a apresentação da avaliação de seu perfil feita pelo consultor de valores mobiliários, afastando a necessidade de duplicação ou divergência em tais perfis ou nos produtos recomendados (comando inserido na “Minuta B” que passa a alterar também a Instrução CVM nº 539, de 2013); e

(ii) preveem a possibilidade que sejam estabelecidos canais de comunicação e ferramentas entre o consultor de valores mobiliários, as entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários e os seus clientes em comum que permitam conferir maior agilidade e segurança à implementação das recomendações e execução de cada ordem pelos clientes das consultorias.

2.6. Requisitos de autorização para os consultores de valores mobiliários (art. 3º)

Com relação aos requisitos do **caput**, Aditus sugere que sejam excluídos para obtenção e manutenção de autorização pela CVM os requisitos de que a pessoa natural não esteja incluída no cadastro de serviços de proteção ao crédito (inciso VIII) e não tenha contra si títulos levados a protesto (inciso X), por entender que tais quesitos dizem respeito à vida privada do interessado em obter e manter o registro, não impactando de forma direta na prestação dos serviços regulamentados pela norma.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Bichara Advogados, com relação ao inciso II do **caput**, menciona o § 2º do art. 48 da Lei nº 9.394, de 1996, que dispõe que os diplomas de graduação expedidos por universidades estrangeiras serão revalidados por universidades públicas que tenham curso do mesmo nível e área ou equivalente, respeitando-se os acordos internacionais de reciprocidade ou equiparação.

Dessa forma, opina ser conveniente esclarecer na redação do inciso II do art. 3º da Minuta que a validade e consequente aceitação dos diplomas de graduação expedidos por universidades estrangeiras estão sujeitas à legislação própria.

Adicionalmente, tendo em vista a necessidade de profissionalização dos consultores e considerando que o § 1º, inciso I, faz menção expressa à existência de atividades e áreas que habilitariam o interessado a se registrar como consultor perante a Autarquia pelo requisito de experiência, sugere que seja inserida, na redação do inciso II, menção a que o curso superior se dê em áreas de conhecimento que qualifiquem o interessado ao exercício da atividade.

O comentário da Aditus foi considerado pertinente e foram excluídos os incisos VIII e X do rol de requisitos para obtenção e manutenção da autorização para os consultores de valores mobiliários (“Minuta A”).

Já com relação aos administradores de carteira (“Minuta B”), optou-se por manter como requisitos as restrições de que o candidato a administrador pessoa natural não esteja incluído no cadastro de serviço de proteção ao crédito e não tenha contra si, títulos levados a protesto. Nesse caso, foi também mantido comando de que serão levados em consideração a situação individual do pretendente, bem como as circunstâncias e a materialidade do caso.

Com relação ao comentário de Bichara Advogados ao inciso II, a redação foi alterada de forma a se aceitar curso superior “ou equivalente”, com o intuito de contemplar também graduação como tecnólogos ou, no caso de estudantes com diploma obtido no exterior, aqueles que se formaram em **colleges**.

Quanto à menção do mesmo participante a que o curso superior se dê em áreas de conhecimento que qualifiquem o interessado ao exercício da atividade, a CVM não acatou tal sugestão, pois entende que o exame de certificação, mais do que o curso superior em si, qualificaria o candidato no que se refere aos conhecimentos específicos necessários para o



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

exercício da atividade e, ademais, pela constatação de que pessoas de distintas formações trabalham com finanças a partir de formação subsequente ou não ao curso superior cursado.

Quanto aos comentários ao § 1º, Benzecry e Pitta entende que a experiência profissional de 7 (sete) anos a que faz referência o inciso I do § 1º deva ser estendida à experiência como gestor de recursos de terceiros, na linha do “quem pode o mais pode o menos”.

O participante solicita ainda o entendimento da CVM quanto à aceitação ou não da experiência como analista de valores mobiliários para fins da comprovação de experiência para obtenção e manutenção do registro como consultor.

Furriela Advogados, sugere a exclusão do inciso II, § 1º, do art. 3º da “Minuta A”, que trata da dispensa dos requisitos de graduação e de exame de certificação para requerentes com “notório saber” e “elevada qualificação”, por entender que tal exceção é demasiadamente aberta, esvaziando por total a função da norma. O proponente questiona quem definirá tal saber e com base em que tal dispensa será concedida.

A CVM concorda com o pleito do Benzecry e Pitta no que se refere à experiência como gestor ser admitida, assim como vem entendendo, nos casos concretos, que a experiência como analista também pode ser aceita e, desse modo, alterou a redação do inciso I do § 1º do art. 3º.

No que tange à exclusão da dispensa em caso de “notório saber” feito por Furriela Advogados, por ser este conceito subjetivo, ressalte-se que o dispositivo existe na Instrução que regula a atividade de administração de carteiras e a CVM tem conseguido avaliar tais casos a contento e criteriosamente, sendo aplicável, na maioria das vezes para acadêmicos ou especialistas cuja área de expertise presuma a presença do conhecimento técnico, ainda que não possuam a experiência de que trata o inciso I. Portanto, o comentário não foi acatado.

Quanto ao § 2º, CFA propugna a retirada do inciso IV de tal forma que a atuação como agente autônomo seja admitida como experiência válida para a atuação de uma pessoa como consultor, tendo em vista que o AAI, para o desempenho de sua função, tem de ter um conhecimento razoável dos valores mobiliários comumente negociados no mercado brasileiro e se



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

submete a regras de **compliance**, **suitability** e conduta das instituições as quais estão vinculados, de forma que estão preparados para atenderem clientes.

Segundo o participante, a questão que se coloca é que o AAI que porventura viesse a migrar sua autorização para consultor de valores mobiliários deixaria de atuar como um vendedor de valores mobiliários que possui um foco no resultado das suas vendas para atuar, na condição de consultor, com foco no portfólio e no ponto de vista do cliente, sempre colocando seu interesse em primeiro lugar.

CFA entende ser desejável que a CVM não apenas possibilite, mas incentive tal transição, em benefício dos investidores e também para possibilitar a evolução de alguns agentes autônomos para uma atividade de maior responsabilidade e com exigências regulatórias mais severas.

Em linha com o voto proferido no âmbito do Processo RJ 2011-7177, e tendo em vista a natureza predominantemente comercial da atividade dos agentes autônomos de investimentos se comparada a atividade eminentemente técnica dos consultores, considerou-se que a experiência como AAI não deve ser considerada para os fins de comprovação da experiência de 7 anos de que trata o § 1º, inciso I. Dessa forma, não foi acatada a sugestão de retirada do inciso IV do § 2º.

Não obstante, a eventual transição de participantes credenciados como AAI para atuarem como consultores de valores mobiliários registrados na CVM pode se dar a partir da observância das normas presentes nessa norma, por meio da obtenção da devida certificação.

Furriela Advogados manifesta que a necessidade de certificações prévias para o exercício de consultoria tenha efeitos **ex nunc**, ou seja, não retroaja para os que já possuem a autorização. Sugere, então, para que tal entendimento fique mais claro, a alteração do § 3º, do art. 3º da “Minuta A”, de forma que sua redação preveja que está dispensado do atendimento aos requisitos previstos nos incisos II e III do **caput**, o consultor que já possuir autorização para atuar como tal antes da vigência da nova Instrução.

A CVM entende que a redação do § 3º do art. 3º constante da “Minuta A” já está clara quanto a não necessidade de certificações prévias para o exercício de consultoria para os que já possuem a autorização quando da entrada em vigor da norma, e, neste sentido, vê como desnecessária a alteração.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.7. Acumulação de atividade de consultor de valores mobiliários e de administrador de carteiras (art. 4º)

ACINPREV e Aditus entendem que não é recomendável a concomitância da atividade de consultoria de valores mobiliários com as demais atividades no mercado de valores mobiliários em uma mesma pessoa jurídica, tal como possibilitado, ainda que como exceção à regra geral, pelo art. 4º, III e § 5º.

A primeira proponente, alega que, não obstante o dever de lealdade previsto no art. 2º, § 4º da Instrução CVM nº 558, de 2015, verifica-se a oferta gratuita de serviço de consultoria de valores mobiliários tendo como contrapartida a subscrição de títulos e valores mobiliários de emissão ou distribuição por pessoas jurídicas pertencentes ao mesmo conglomerado do ofertante (venda casada).

A associação questiona como poderia o gestor ou administrador de carteira prestar serviços de orientação e recomendação de aquisição de títulos e valores mobiliários de instituições concorrentes de maneira isenta, de tal forma que não se permita que metas e objetivos de captação influenciem o atendimento ao cliente. Aditus, na mesma linha, entende que o acúmulo das atividades de consultor e de administrador/gestor pode levar a uma série de conflitos de interesse.

Assim, ACINPREV sugere que, por ocasião do credenciamento da pessoa jurídica como consultor de valores mobiliários, seja suspenso por tempo indeterminado o registro de administrador de carteira de valores mobiliários. Da mesma maneira, ao se credenciar como administrador de carteira de valores mobiliários, a pessoa jurídica deverá ter suspenso seu credenciamento como consultor de valores mobiliários.

Alternativamente, caso a sugestão acima não seja acolhida, a participante sugere a inserção de novo inciso ao art. 17 da “Minuta A”, conforme visto mais adiante no presente relatório.

Faz-se necessário elucidar e dar o entendimento da CVM a respeito da prestação do serviço de consultoria que seja incidental e muitas vezes antecedente ao serviço de gestão de recursos e diferenciá-lo do serviço de consultoria de valores mobiliários tal como definido no



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

art. 1º da norma ora em análise, como uma linha de negócio, com remuneração e base de clientes distintas do serviço de gestão de recursos.

No primeiro caso, a CVM entende que a consultoria nada mais é que um serviço acessório e incidental para os clientes que contrataram o prestador na condição de administrador de carteira (na modalidade de gestor de recursos), sendo lhes permitido realizar uma consultoria incidental à atividade de gestão, notadamente aquela que é feita para os clientes de carteiras administradas e fundos exclusivos com o propósito de definir uma alocação de carteira mais adequada ao perfil de seus clientes, não se constituindo uma linha de negócios diferente da primeira.

Dessa forma, não haveria a necessidade de registro de tal gestor também como consultor de valores mobiliários sob a nova regra e nem tampouco segregar as atividades, podendo continuar com a prestação dos serviços nos moldes atuais. Bastaria ao gestor de recursos seu registro como tal e a observância da Instrução CVM nº 558, de 2015.

Situação distinta, porém, ocorre nos casos em que uma mesma entidade possui linhas de negócios distintas, em que, além da gestão de recursos, é oferecido serviço de consultoria de valores mobiliários independente, sendo remunerada pelo cliente por tal serviço e para uma base de clientes potencialmente distinta, situação em que a CVM enxerga não somente a necessidade de registro de tal participante também como consultor de valores mobiliários, com a observância de ambas as normas, mas também a segregação de atividades entre tal linha de negócio e a de gestão de recursos (ver comentário às sugestões recebidas ao art. 19 que trata da segregação de atividades). Nesses casos, cabe ressaltar, não há duplicidade de cobrança de taxa de fiscalização pela CVM.

Tal entendimento está em linha com o comentário constante no item 2.4 que diferencia a consultoria incidental às atividades de distribuição realizadas por entidades integrantes do sistema de distribuição daquelas que constituem uma linha de negócio distinta.

Desse modo, considerando que esse racional não foi explorado por ocasião da edição da Instrução CVM nº 558, de 2015, e a falta de uma regra específica que, inclusive, definisse o escopo da atividade de consultoria, foram realizadas alterações na “Minuta B” relativamente à atividade de administração de carteiras, passando a se prever a necessidade de segregação de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

atividades e excluindo a possibilidade de acumulação, quando se tratarem de duas linhas de negócios diferentes.

A regra passa a prever, ainda, na “Minuta B”, um período de adaptação para os gestores que atuem também como consultores e que tenham linhas de negócios independentes (art. 8º).

2.8. Objeto Social (art. 4º, II)

ANBIMA pleiteia, em analogia ao disposto pela Deliberação CVM nº 475, de 2004, que excetuou bancos comerciais, caixas econômicas e bancos múltiplos sem carteira de investimento da obrigação de ter como objeto social o exercício de administração de carteiras quando exercem tal atividade, a aplicação da mesma exceção quando as referidas entidades exercerem a atividade de consultoria de valores mobiliários.

O pleito da proponente foi acatado, e com isso foi acrescido § 9º ao art. 4º.

2.9. Diretores responsáveis (art. 4º, III e IV e rebatimento no § 2º)

Aditus sugere que se retire a possibilidade constante do inciso III do art. 4º de que o diretor estatutário responsável pela atividade de consultoria possa possuir um registro de administrador de carteiras, exigindo-se, necessariamente o registro de consultor de tal diretor.

Benzecry e Pitta e Bichara Advogados comentam que a utilização do termo “diretor estatutário” nos incisos III e IV do art. 4º da minuta suscita dúvidas. O primeiro participante menciona que, do ponto de vista técnico-jurídico, tal termo se aplicaria somente às sociedades anônimas, ao passo que para as sociedades limitadas seria mais adequada a utilização de “diretor administrador” ou “administrador”. Tal alteração teria rebatimentos também em diversos dispositivos da norma.

Segundo Benzecry e Pitta, independentemente do tipo societário, tal nomeação e a responsabilidade de que tratam os incisos citados não deveriam estar necessariamente no estatuto social das sociedades anônimas ou contrato social das limitadas, mas sim serem feitas por meio das outras possibilidades previstas na legislação empresarial.

Ao vedar o uso de ato separado como a assembleia geral de acionistas ou ata do conselho de administração, no primeiro caso e da reunião de sócios no segundo caso, a norma da CVM,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

segundo o proponente, estaria impondo um tratamento não isonômico e injustificado. Tal opinião se aplica também a outros normativos da CVM como a Instrução CVM nº 558, de 2015.

Adicionalmente, sugere ajustes redacionais pontuais no § 2º, possibilitando que a atribuição de responsabilidade não somente possa estar consignada no contrato social ou estatuto social da pessoa jurídica como também na forma que os referidos contratos ou estatutos indicarem.

Velloza e Giroto, por sua vez, alega que, em vista de experiências recentes relacionadas a processos de solicitações de registro administradores de carteiras, entende haver incerteza quanto à necessidade de aprovação da CVM em relação à qualificação do diretor de **compliance**.

Considerando-se que não é desejo da CVM impor aprovação prévia, certificação ou perfil específico para o referido diretor, o proponente sugere explicitar a desnecessidade de registro ou aprovação no inciso IV do art. 4º, diferentemente da exigência feita em relação ao diretor de consultoria mencionado no inciso III.

O comentário da Aditus, tendo em vista o novo entendimento da CVM em diferenciar e segregar a atividade de consultoria de valores mobiliários (como dito entendida como aquela tratada como linha de negócio distinta e não daquela incidental à atividade de gestão) da administração de carteiras, foi acatado e passa-se a exigir que o diretor responsável pela atividade de consultoria seja necessariamente um consultor pessoa natural registrado como tal junto à CVM.

Com relação ao comentário de Benzecry e Pitta e Bichara, a CVM entende que cabe ser feita alteração na redação do art. 4º, § 2º, de modo a uniformizar a redação do dispositivo com a do art. 4º, § 7º da Instrução CVM nº 558, de 2015, que determina que “*as atribuições de responsabilidade previstas nos incisos III, IV e V do caput devem ser consignadas no contrato ou no estatuto social da pessoa jurídica ou em ata de reunião do seu conselho de administração*”.

Sobre o comentário de Velloza e Giroto, o diretor de compliance de que trata o inciso IV não precisa ter certificação ou ser registrado junto à CVM como consultor. A CVM entende



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

desnecessária menção explícita de que tal diretor não necessita obter um registro junto à CVM.

Cabe dizer que a “Minuta A” prevê que o referido diretor: (i) deva ter suas atribuições consignadas no contrato ou no estatuto social da pessoa jurídica ou em ata de reunião do conselho de administração, conforme nova redação do art. 4º, § 2º, em linha com a existente na Instrução CVM nº 558, de 2015; (ii) seja corresponsável pelo preenchimento do formulário de referência do Anexo 14-II, conforme o seu item 1.1; (iii) tenha seus dados informados em linha com o item 8.3 do citado Anexo 14-II e também com as informações cadastrais solicitadas na regulamentação específica sobre cadastro, conforme disposto no art. 1º, III do Anexo 5-II; e (iv) observe as regras constantes dos §§ 4º, 6º e 7º do art. 4º.

Assim, ainda que não se exija registro junto à CVM, o diretor de compliance possui uma série de obrigações já no momento da solicitação do registro da consultoria pessoa jurídica.

Cabe por fim, reconhecer que no item 8.4.ii do Anexo 14-II, que exige tanto do diretor de consultoria quanto do diretor de compliance o fornecimento de currículo com informações sobre a aprovação em exames de certificação, tal informação é devida somente para o diretor de consultoria.

2.10. Requisitos de sócios controladores diretos e indiretos (art. 4º, V)

ANBIMA menciona a previsão da “Minuta A”, em seu art. 4º, inciso V, que os sócios controladores diretos ou indiretos do consultor de valores mobiliários, pessoa jurídica, devem atender a determinados requisitos estabelecidos para o consultor pessoa natural, nos termos do art. 3º.

No entanto, considerando a possibilidade de alguns consultores terem como sócio controlador uma companhia de capital aberto, o que dificultaria ou até impossibilitaria a operacionalização e observância dos referidos requisitos, entende razoável que apenas aqueles sócios controladores que atuarem efetivamente na administração da sociedade devam cumprir tais requisitos.

A CVM acredita que se trata de um caso excepcional e que a eventual exceção aos requisitos do inciso V deva ser analisada frente a cada caso concreto. Ademais, em casos de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

peças jurídicas que sejam sócias de consultorias de valores mobiliários, considerar-se-iam os sócios pessoa natural de tais peças jurídicas, sempre que se tratar de um sócio relevante.

2.11. Recursos humanos e computacionais (art. 4º, VI)

Benzecry e Pitta sugere que as exigências de que trata o inciso VI do art. 4º sejam de natureza declaratória (caberia ao consultor PJ declarar que mantém recursos humanos e computacionais), dadas as diversas técnicas, formas de análise e de trabalho e que transferir à área técnica da CVM o juízo de valor do que são os recursos adequados seria inapropriado.

Assim, caberia aos diretores da empresa fazer tal declaração e responder por elas caso se mostrem falsas, e o formulário de referência, tal como já prevê a minuta, descreveria tais recursos humanos e computacionais de forma a permitir ao cliente comparar e optar pela que entender mais adequada.

O comentário não foi acatado. É dever do consultor pessoa jurídica possuir tais recursos e descrevê-los na forma do item 8 do Anexo 14-II. De fato, tal exigência pode ser cumprida de inúmeras formas dada a diversidade de atuação de cada consultor, os métodos utilizados, a quantidade de clientes, dentre outros, mas o consultor deve comprovar tal obrigação, de maneira condizente com a sua proposta de atuação, como condição necessária ao exercício de suas atividades.

2.12. Aptidão para o exercício da atividade (art. 4º, VII)

Benzecry e Pitta sugere que, ao invés de comprovar a aptidão para o exercício das atividades, o consultor pessoa jurídica deva comprovar o atendimento dos requisitos para o exercício da atividade, uma vez que a aptidão propriamente dita é subjetiva e só vai ser validada na prática. Propugna, assim, que a norma traga requisitos mínimos e objetivos para o procedimento de análise do credenciamento.

A redação proposta está alinhada com a utilizada em outras normas da CVM. Em linha com o comentário à sugestão anterior, há inúmeras maneiras de comprovar aptidão para o exercício da atividade, a depender do modelo de negócio, de tal forma que o engessamento das condições por meio do estabelecimento de parâmetros objetivos ou mínimos para cada informação a ser prestada não seria adequado. Desse modo a proposta não foi acatada.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.13. Prazo de comunicação de impedimento dos diretores responsáveis (art. 4º, § 3º)

Aditus entende que o prazo de apenas um dia útil para comunicação de eventual necessidade de substituição nos afastamentos superiores a 30 dias é demasiadamente restritivo, e requer um ajuste para 3 (três) dias úteis, o que, argumenta ser razoável e não prejudicaria a transparência e a capacidade de controle e fiscalização por parte da CVM.

Para tanto, sugere que seja implementado o registro do titular e substituto, ambos constantes dos cadastros da CVM, para que as devidas substituições realizadas entre os profissionais previamente registrados possam ser comunicadas no prazo por ela proposto.

Bichara Advogados sugere que o prazo de que trata o § 3º seja ampliado para 7 (sete) dias, igualando-o ao previsto na Instrução CVM nº 539, de 2013, e entende que o referido dispositivo contempla tanto a hipótese de substituição de diretores responsáveis pela atividade de consultoria quanto a hipótese de substituição de diretores responsáveis pelo cumprimento das normas aplicáveis.

O prazo foi dilatado em linha com a sugestão de Bichara Advogados e está refletido na norma, assim como também na “Minuta B”, que passa a alterar o art. 5º da Instrução CVM nº 558, de 2015, passando a refletir o mesmo prazo de 7 (sete dias úteis).

2.14. Cumulação de atividades por diretor responsável (art. 4º, § 5º)

Benzecry e Pitta sugere que o diretor responsável pela consultoria possa cumular suas atividades não somente com a de administração de carteiras de valores mobiliários como previsto na minuta, mas também com outras atividades correlatas para as quais haja expressa manifestação da CVM, na medida em que há outras atribuições potencialmente cumuladas pelo citado diretor, como a distribuição de fundos sob gestão.

Icatu solicita que a CVM defina as atividades vedadas pelo art. 4º, § 5º, da Minuta cumulativamente à de diretor responsável pela consultoria de valores mobiliários.

Tendo em vista o posicionamento da CVM nos Boxes relativos aos itens 2.7 e 5.1, foi



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

eliminada a previsão de cumulação entre o diretor de consultoria de valores mobiliários e o diretor de administração de carteiras de valores mobiliários.

Quando o administrador exercer, na realidade, uma atividade de consultoria tão somente incidental à sua atividade de administrador de carteiras, ele não necessitará possuir um diretor de consultoria, ao passo que, caso uma mesma pessoa jurídica ou conglomerado possua ambas as atividades como linhas de negócio distintas, como dito, caberá a obtenção de ambos os registros e segregar as respectivas atividades, o que afasta a cumulação de atividades por um mesmo diretor responsável.

Com isso, elimina-se o final da redação do § 5º, que prevê a possibilidade de tal cumulação. A sugestão do Icatu não foi considerada conveniente.

2.15. Manutenção de registro como consultor e como AAI (art. art. 4º, § 7º)

Benzecry e Pitta, no mesmo sentido do comentário da APIMEC para a “Minuta B”, mencionada mais adiante no presente relatório, sugere que a impossibilidade de manutenção concomitante de registro de consultor de valores mobiliários e como AAI seja substituída pela previsão de uma suspensão deste último registro enquanto atuarem como consultor, uma vez que o mercado de trabalho é dinâmico e as pessoas naturalmente podem buscar oportunidades em áreas correlatas às suas atividades, mesmo em posições distintas.

Assim, dado que o pedido de registro é custoso e demorado, o participante entende racional a utilização da suspensão “a pedido”, tal como previsto no art. 7º da minuta, ou outra condição e termo equivalente, a constar do cadastro geral da CVM, de forma que o profissional possa manter mais de uma habilitação, ainda que tenha que manter uma ou mais das autorizações suspensas para o exercício de outra, podendo-se até exigir uma manifestação formal de não exercício para a concretização da suspensão, como já ocorrido no Processo CVM nº RJ 2006/8820.

A sugestão não foi acatada. Cabe dizer que a atuação concomitante já é vedada, e a exigência do cancelamento visa, acima de tudo, “limpar” do rol de consultores registrados os profissionais que não atuam efetivamente como tal, dentre os quais muitos exercem a atividade de agente autônomo de investimento. Os prazos para suspensão do credenciamento como



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

agente autônomo estão contemplados nos regramentos da entidade credenciadora.

2.16. Manutenção por prazo de 5 (cinco) anos de registros para auditoria e inspeção (art. 4º, § 8º, II)

Bichara Advogados sugere que, para esclarecer e evidenciar a aplicação do prazo prescricional na Lei 9.873, de 1999, se faça, na redação do art. 4º, § 8º, II, e também no art. 15, VI, menção ao disposto no Capítulo VII da Minuta, o qual cita o prazo de 5 (cinco) anos para a guarda de documentos e informações previstos na norma.

A menção do prazo de cinco anos ou a remissão expressa ao conteúdo do Capítulo VII é desnecessária, tanto no art. 4º, § 8º, II, quanto no art. 15, VI, na medida em que o prazo para a guarda de documentos e informações já está dado no capítulo mencionado pelo proponente, sendo redundante sua menção ao longo da Minuta.

2.17. Inserção de novo parágrafo com previsão de dispensa de exigências (art. 4º, novo §)

CFA, em linha sua sugestão de criação da figura do consultor independente, exposta em seu comentário ao art. 15, e também consoante sua manifestação ao art. 1º, propõe dispensar o consultor pessoa jurídica independente e que não implemente as decisões de investimento de seu cliente, do cumprimento do disposto no inciso IV do caput e dos §§ 5º e 6º do art. 4º (requisito de indicação de diretor responsável pelo cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e de algumas limitações como a cumulação de outras atividades no mercado de valores mobiliários).

As sugestões não foram acatadas, pois a importância da designação de um diretor responsável pelo cumprimento de regras, procedimentos e controles internos não decorre e nem pressupõe que a consultoria seja “não independente” ou é atenuada nos casos de consultores “não implementadores” das ordens de seus clientes, mas sim como uma segunda linha de defesa no compliance da atividade exercida pelo participante.

Cabe ainda dizer que a sugestão ficou prejudicada pela não aceitação da sugestão de permitir a implementação das decisões de investimento pelo consultor.

Adicionalmente, cabe dizer que a independência passou a ser elemento inerente a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

atividade de consultoria de valores mobiliários, a partir da alteração feita ao caput do art. 1º, e a partir do entendimento dado nos comentários aos itens 2.4, 2.7 e 5.1, em que se diferencia a atividade de consultoria incidental daquela realizada como linha de negócio própria e segregada.

2.18. Inserção de novo parágrafo que trata de autorização específica para consultor constituído no exterior que preste serviços no Brasil (art. 4º, novo §)

Souza Cescon, em linha com seu comentário ao **caput** do art. 1º no que tange o racional previsto no Parecer de Orientação nº 33, sugere a inclusão de novo § 2º ao art. 4º (renumerando-se os demais) que preveja que o requisito de sede no Brasil não se aplica às pessoas jurídicas constituídas no exterior que prestem serviços de orientação, recomendação e aconselhamento, de forma profissional, em investimentos no mercado de valores mobiliários a investidores residentes no Brasil, que deverão obter autorização específica para exercício no Brasil da atividade.

A sugestão não foi acatada, em linha com a explicação do Box da página 11, sendo que as situações excepcionais devem ser analisadas caso a caso.

2.19. Prazo para cumprimento de exigências (art. 6º, § 4º)

Benzecry e Pitta entende inadequada a definição do prazo de 10 (dez) dias no texto do § 4º, argumentando que é direito do interessado reingressar com os documentos a qualquer tempo, e para fins de economia processual, deveria caber à área técnica poder definir qual o prazo será dado ao requerente à luz dos fundamentos apresentados.

O prazo mencionado, assim como a sistemática para o cumprimento de exigências segue o mesmo rito adotado em outras normas editadas pela CVM. Nesse sentido, a proposta não foi acatada.

2.20. Suspensão da autorização (arts. 7º e 8º)

Benzecry e Pitta comenta que não acredita que deva haver um rito especial para a suspensão por inadimplemento de obrigações periódicas. Sobre tal obrigação já incide uma multa cominatória e que pode, tal como disposto da norma, dar ensejo a um processo de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

descredenciamento de forma que o rito sumário para suspensão neste caso seria, segundo o participante, desproporcional e distinto do existente em outras normas, como a de gestor de recursos, devendo-se buscar um alinhamento de procedimentos em tais questões.

Caso não se acate tal posicionamento, opina no sentido de incluir, para fins de distinção terminológica, na redação do art. 7º, **caput** e § 2º, menção a que ali se trata da “suspensão a pedido”, ao passo que no art. 8º, **caput** e § 1º se trata da “suspensão por inadimplência”, bem como a inclusão no cadastro da CVM do status das habilitações que o profissional possua.

Por fim, comenta o proponente que o envio de comunicados tão somente por meio do endereço eletrônico cadastrado tem sido prática usada pela CVM, a qual, apesar de importante e ágil, prescinde da prova inequívoca de envio e recebimento, no que conclui que alertas e avisos de gravidade como a suspensão de uma autorização deveriam se dar com “aviso de recebimento”. Manifesta que se a comunicação não for de fato recebida e a ciência do descredenciamento somente vier via Ato Declaratório no DOU isso trará prejuízos aos clientes contratantes, os quais, poderão ter prejuízos em toda e qualquer situação de suspensão por inadimplência.

CFA sugere que o consultor possa pedir um número ilimitado de suspensões de seu registro desde que o total não ultrapasse 36 (trinta e seis) meses, de forma a tornar a norma mais clara e flexível e permitir que o regulado possa suspender seu registro em casos de conflito de interesses.

Com relação aos comentários de Benzecry e Pitta, cabe dizer que é interesse da CVM possuir uma base atualizada de participantes que estejam efetivamente atuando. Essa ferramenta é essencial para excluir participantes que não atuam mais e que, não obstante a multa cominatória imposta, mantêm o seu registro ativo.

A suspensão da autorização daqueles que não cumprem a obrigação demonstra a importância da prestação das informações do formulário como condição **sine qua non** para atuação como consultor e administrador de carteiras. Cabe dizer também que a multa cominatória continuará sendo aplicada para os atrasos nos prazos e limites previstos.

Vale dizer, ainda, que a suspensão de autorização por inadimplência de informações também foi estendido aos administradores de carteiras por meio da “Minuta B”, que alterou este



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

ponto também na Instrução CVM nº 558, de 2015.

No que se refere ao comentário sobre a comunicação pela CVM com seus jurisdicionados, mormente em situações como a da iminente suspensão de autorização de funcionamento, por meio do endereço eletrônico cadastrado **vis-à-vis** o envio de correspondência com aviso de recebimento, cabe notar que o texto das “Minutas A e B” mencionam que tal comunicação se fará por meio de envio de Ofício encaminhado ao endereço constante de seu formulário cadastral e por comunicado por meio da página da CVM na rede mundial de computadores.

A comunicação entre a CVM e seus regulados, tanto nesse caso como em outros, na linha com a prática já adotada em outras situações e para outros participantes, se dá por meio do endereço eletrônico, dada sua agilidade e praticidade, cabendo ao participante manter tal endereço atualizado junto ao cadastro da CVM, assim como certificar-se de que está apto a receber as eventuais comunicações advindas do regulador.

No tocante ao comentário CFA, o § 2º do art. 7º já permite que o consultor solicite múltiplas suspensões de seu registro desde que o período total não seja superior a 36 meses.

Com relação ao prazo previsto no § 5º do art. 8º, a CVM optou por reduzi-lo de trinta dias úteis para 10 dias úteis, prorrogáveis por igual período, mediante pedido fundamentado, por igual período. Tal alteração foi também reproduzida na Minuta “B” referente ao texto do art. 8º-A da Instrução CVM nº 558.

2.21. Possibilidade de suspensão para consultoria PJ (novo art. 8º)

Bichara Advogados menciona que a Minuta prevê a possibilidade de o consultor, pessoa natural, requerer a suspensão de seu registro por um período de até 36 (trinta e seis) meses, mas não há igual previsão para os consultores que sejam pessoas jurídicas.

Considerando que as sociedades registradas também podem ficar sujeitas a eventos inesperados e adversos que afetem diretamente o exercício de suas atividades, o participante sugere que se inclua novo artigo após o atual art. 7º, prevendo a possibilidade de suspensão do registro ser igualmente estendida às pessoas jurídicas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Tendo em vista que as sociedades possuem prazo de existência notadamente superior às pessoas físicas, prossegue, entende ser justificável a possibilidade de as pessoas jurídicas suspenderem por mais de 1 (uma) vez seus respectivos registros, desde que respeitando um prazo mínimo de funcionamento a ser estabelecido, como, por exemplo, 5 (cinco) anos entre as suspensões.

A sugestão não foi acatada, mantendo-se a redação do dispositivo que está alinhada com aquela existente na Instrução CVM nº 558, de 2015.

2.22. Ampliação de prazo para defesa ou regularização do registro e cancelamento de registro(arts. 9º e 10)

Velloza e Giroto pontua que o cancelamento do registro é uma das penalidades mais graves que se pode impor a um participante do mercado e que, para viabilizar que a apresentação das razões de defesa seja devidamente instruída com o levantamento de informações, registros e documentos que comprovem o quanto alegado, sugere que o prazo de que trata o § 1º do art. 9º seja aumentado para 20 dias, equalizando-o com o mesmo prazo aplicável para o cumprimento de exigências quando da obtenção da autorização. Alternativamente, propõe que seja permitida, desde que devidamente justificada, a prorrogação do prazo de 10 dias uma única vez.

O comentário do participante foi acatado e ao prazo de 10 dias, foi acrescida a possibilidade de prorrogação por mais 10 dias úteis, tanto na “Minuta A” quanto na “Minuta B”, alterando-se também, por decorrência o prazo previsto no art. 9º da Instrução CVM nº 558, de 2015.

Adicionalmente, a CVM passou a prever, no art. 10, a CVM pade 10 dias úteis para cumprir as exigências formuladas pela SIN quando do procedimento de cancelamento de registro implica indeferimento automático do pedido de reversão de tal cancelamento.

2.23. Prestação de Informações – Regras gerais (art. 11)

Benzecry e Pitta e CFA ponderam que o consultor muitas vezes faz uso de análises de terceiros, informações divulgadas por companhias emissoras ou informações sobre os produtos e as repassa, de forma organizada e contextualizada a cada cliente junto com suas recomendações.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Assim a primeira alega que, se por um lado, tudo que é por ele produzido deve ser verdadeiro e consistente, o consultor não deve ser corresponsável por conteúdos eventualmente inverídicos divulgados por terceiros, a não ser que haja elementos de que o consultor deveria desconfiar da integridade do seu conteúdo. Destarte, sugere alterações na redação do art. 11 e criação de novo inciso.

CFA, por sua vez, e pela mesma razão, sugere que a redação mencione que o consultor deva envidar os melhores esforços para garantir que as informações divulgadas sigam o que dispõe o restante do art. 11.

O dispositivo em tela tem como foco as informações divulgadas e elaboradas pela consultoria como materiais de cunho comercial e não estão primariamente voltadas para informações produzidas por terceiros as quais, se repassadas ou utilizadas pelo consultor, devem ter clara indicação de suas fontes. Dessa forma, as sugestões não foram aceitas.

2.24. Informações - Política de negociação de valores mobiliários (art. 13, IV e inserção de §)

CFA opina que a redação do art. 13, IV, deve prever que a política de negociação de valores mobiliários deve vedar práticas não equitativas e possuir instrumentos que não permitam que o consultor negocie ativos de sua própria carteira a respeito dos quais prestou consultoria, delimitando assim um conteúdo mínimo que considera ser mais importante na formulação da política.

Adicionalmente, o proponente sugere a inserção de um parágrafo ao art. 13 estabelecendo que o consultor pessoa física deva elaborar a política de negociação mencionada no inciso IV e entregar uma cópia para cada um de seus clientes, de forma que a elaboração e **disclosure** de tal política sejam estendidas aos consultores pessoa física.

A primeira sugestão do CFA quanto ao conteúdo das políticas de negociação não foi acatada, sendo desnecessária a menção, em tal documento, da vedação de práticas contrárias às regras vigentes. Já a sugestão de inserção de parágrafo determinando a entrega da cópia da política de negociação pelo consultor pessoa natural foi acatada e está refletida na norma, sendo certo que, caso o referido consultor possua página na rede mundial de computadores, ele poderá disponibilizar tal política por esse meio.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.25. Diferenciação das informações periódicas (art. 14, novo §)

CFA, em linha sua sugestão de criação da figura do consultor independente, exposta em seu comentário ao art. 15, e também consoante sua manifestação ao art. 1º, propõe que o consultor pessoa jurídica independente e que não implemente as decisões de investimento de seu cliente se submeta aos requisitos informacionais dos consultores pessoa física, de que trata o Anexo 14-I, ao invés daquelas destinadas aos consultores pessoa jurídica.

O comentário ficou prejudicado em função da não aceitação das propostas acerca de diferenciação de um consultor independente e da não possibilidade de implementação.

Ademais, as informações constantes do Anexo 14-II foram concebidas para consultores pessoas jurídicas, não cabendo aqui um desconto regulatório no rol de informações prestadas, pois informações pertinentes como histórico da empresa, recursos humanos, auditores, informações financeiras, estrutura operacional e administrativa etc. não seriam contempladas.

2.26. Regras de Conduta e vedações (art. 15 a 17)

2.26.1. Comentários gerais ao Capítulo V

ANBIMA destaca os avanços trazidos pelas regras de conduta, sobretudo em relação aos comandos que realçam o dever fiduciário e a independência da atividade de consultoria. Comenta ainda, considerando a proliferação de plataformas digitais que prestam serviços de consultoria, distribuição e gestão, a importância do tratamento dado aos **robo-advisors** nas minutas.

Aditus comenta que a norma da forma proposta ainda permite que algumas situações de conflito ocorram, como: (i) a contratação de consultores por gestores de investimentos com o objetivo de prestação de serviço diretamente ao investidor final, como cursos, palestras, pareceres etc.; e (ii) a permissão do parágrafo único do art. 17, que libera remuneração indireta (rebates) no caso de investidores profissionais.

Segundo a participante, a primeira possibilidade constitui situação mais flagrante de conflito. Assim, sugere que essa e outras situações que gerem potencial conflito de interesse sejam identificadas e adequadamente tratadas na norma.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

No segundo caso, cita que tal exceção, ao permitir a prática de rebates para determinado tipo de investidor, abre a possibilidade de que esse investidor arque com o custo de investidores “menores”: o investidor profissional pagará mais caro para compensar a perda de receita com os investidores que não se enquadrem em tal definição.

Nesse caso, sugere que a norma se baseie na transparência, ampliando o público abrangido pelo parágrafo único do art. 17 e fazendo transparecer, em regulamento e demais instâncias, a remuneração destinada ao serviço de consultoria.

Quanto à primeira situação citada, cabe dizer que, conforme exposto no edital, a minuta estabelece que o consultor de valores mobiliários, pessoa jurídica, deve possuir regras, procedimentos e controles internos que sejam capazes de garantir a independência da atuação da consultoria, identificar e mitigar eventuais conflitos de interesses os quais, se for o caso, devem ser informados ao cliente, e segregar as atividades que desempenhe, em caso de realização de mais de uma atividade.

A segunda situação descrita será comentada adiante quando da análise das formas de remuneração (art. 17).

2.26.2. Regras de Conduta – interesses do cliente (art. 15, I)

CFA sugere que a redação do inciso I explicita que os interesses do cliente devem estar acima dos interesses do consultor, o que, segundo a entidade, está dentro do contexto do dever de lealdade e promove a aderência da regra ao Código de Ética do CFA.

A sugestão foi acatada de forma a reforçar o dever fiduciário do consultor para com o seu cliente.

2.26.3. Regras de Conduta – perfil do cliente (art. 15, II)

Benzecry e Pitta e Rodrigues Rosa Advogados sugerem que a minuta faça menção expressa à regra que trata de **suitability** de forma a tornar mais clara a necessidade de sua observância. O primeiro sugeriu tal inclusão ao final da redação do inciso II do art. 15. O segundo



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

sugeriu que se insira um dispositivo nos moldes do art. 30, inciso I, alínea “b”, da Instrução CVM n.º 558, de 2015⁴.

CFA, por sua vez, sugere a inserção de um novo inciso III, renumerando-se os demais, em que prevê que o consultor deve aferir se o investimento é adequado à situação financeira do cliente e consistente com os seus objetivos, resoluções e restrições antes de fazer uma recomendação de investimento e sempre avaliar os investimentos no contexto do portfólio total do cliente. Segundo argumenta, tal enfoque seria mais rígido do que o exigido pela regra de **suitability**.

PLMJ Advogados faz menção ao inciso II do artigo 15 e sugere que além de abordar a situação financeira e o seu perfil dos clientes, seja também incluída referência à sua “capacidade para suportar perdas”. A este propósito, entende que seria útil fornecer critérios normativos adicionais que permitam concretizar as características que devem ser consideradas pelo consultor, tais como as fontes e dimensão dos rendimentos recorrentes do cliente, o seu patrimônio, incluindo imobiliário e investimentos financeiros e a respectiva liquidez, bem como os seus compromissos financeiros.

Adicionalmente, sugere que a referência ao perfil do cliente fosse substituída por uma referência aos “conhecimentos e experiência do cliente”. A referência a perfil, segundo o proponente, seria mais apropriada para ser considerada em relação aos objetivos do cliente, considerando-se, por exemplo, o prazo do investimento e o perfil de risco do cliente.

Por fim, propõe que a norma preveja que o consultor tem o dever de solicitar a informação relevante do cliente, devendo informá-lo caso considere que o investimento que o cliente pretende realizar não é adequado para si com base nas informações dele recebidas.

No caso de os clientes não fornecerem as informações ou não fornecerem informações suficientes sobre os seus conhecimentos e experiência, o consultor deve avisá-los de que não pode

⁴ “Art. 30. O administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa jurídica, pode atuar na distribuição de cotas de fundos de investimento de que seja administrador ou gestor, desde que:

I – observe as seguintes normas específicas da CVM: (...)

b) normas que dispõem sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente; (...)”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

determinar se o investimento considerado é adequado, devendo abster-se de recomendar o investimento ao cliente.

A CVM entendeu adequada a sugestão de inserir no art. 15, inciso II, menção a que sua atuação será fundamentada na análise de perfil e objetivos de investimentos do cliente nos termos da regulamentação específica, fazendo remissão à norma que trata de **suitability**.

Os demais comentários apresentados sobre este item, de uma forma ou de outra, buscam salientar a importância do **suitability**, o que já será contemplado com a alteração acatada.

2.26.4. Regras de Conduta – conteúdo do contrato (art. 15, III)

Aditus propõe ajuste pontual na redação do inciso III, denotando que o conteúdo do contrato não se limita ao que está disposto nas alíneas “a” a “e”, mas devendo ser o mais detalhado possível, com todos os elementos necessários à boa caracterização das atividades, direitos e deveres das partes.

Segundo a participante, a redação deve tornar mais claro que os elementos constantes da norma são elementos mínimos, cabendo a cada consultoria a definição de sua própria minuta contratual.

Na mesma direção de ampliar a gama de informações existentes no contrato entre a consultoria e o cliente, Benzecry e Pitta manifesta-se pela inclusão de nova alínea prevendo informações sobre a abrangência dos serviços prestados, quais os mercados e tipos de ativos financeiros sobre os quais realiza acompanhamento e indicando, se for o caso, limitações como análise apenas dos ativos ou produtos disponíveis em uma determinada localidade, instituição ou segmento. Segundo o participante, dada a segmentação e especialização das consultorias, é importante que o contrato seja o mais transparente e completo possível.

Adicionalmente, Benzecry e Pitta posiciona-se no sentido de complementar a redação da alínea “a”, em caso de ausência de remuneração pelo cliente, indicando-se, nesses casos, o responsável pelo pagamento de remuneração, a qualquer título, atrelada aos serviços, assim como qualquer benefício direto ou indireto que o consultor venha a ter.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

CFA sugere que o contrato preveja adicionalmente (i) o procedimento a ser seguido caso um conflito de interesse, mesmo que potencial, surja após a celebração do contrato com prazo para notificação ao cliente e possibilidade de rescisão imediata do contrato sem ônus para o investidor (nova alínea “c”, renumerando-se as demais) e; (ii) o compromisso de que a remuneração do consultor deve advir somente do serviço de consultoria ao cliente – e paga exclusivamente por ele – e que não poderá ser baseada nas vendas de produtos e paga por terceiros, em linha com comentário feito pela entidade ao art. 1º.

Velloza e Giroto argumenta que as informações sobre atividades próprias conflitadas com consultoria e conflitos com atividades de sociedades do grupo econômico (alíneas “b” e “c”) encontram-se descritas no item 6.2 do Formulário de Referência, o que torna desnecessária sua presença no contrato de prestação de serviços.

Além disso, considerando-se que tais informações devem ser atualizadas em bases constantes, o contrato não pode ser considerado o melhor documento para que se faça tal **disclosure** porque, uma vez firmado, somente pode ser modificado mediante alteração consentida por ambas as partes. Assim, sugere a exclusão de tais alíneas e a previsão de entrega do Formulário de Referência no ato de assinatura do contrato.

Com relação ao comentário da Aditus, a CVM entende que os elementos do contrato mencionados nas alíneas “a” a “e” do inciso III são exemplificativas, e não exaustivas, como denota a expressão “dentre as quais se incluem”. Por esse motivo, não se considerou necessária a alteração proposta.

As informações sobre a abrangência dos serviços prestados, quais os mercados e tipos de ativos financeiros sobre os quais realiza acompanhamento e indicando, se for o caso, limitações como análise apenas dos ativos ou produtos disponíveis em uma determinada localidade, instituição ou segmento, sugerido pelo Benzecry e Pita são, de fato, importantes para melhor compreensão do escopo do serviço prestado por cada consultoria, dada a heterogeneidade de serviços possíveis de serem contratados pelo investidor.

No que pese a relação das alíneas ser exemplificativa, como dito no parágrafo anterior, considerou-se que este item deve constar do contrato e, assim, a sugestão foi parcialmente acatada (alínea “f”).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Da mesma forma, a sugestão do CFA sobre o procedimento a ser seguido caso um conflito de interesse, mesmo que potencial, surja após a celebração do contrato com prazo para notificação do cliente foi acatada. O comentário da CFA sobre remuneração do consultor, tema abordado mais a frente no presente relatório, será comentado junto às manifestações recebidas ao art. 17.

Em relação ao comentário do Velloza e Giroto, considerou-se que é importante que o investidor detenha tais informações no início de sua relação com o consultor. Ademais, além de tais informações não constarem do formulário de referência do consultor pessoa física, este documento também não é entregue periodicamente aos seus clientes, que podem não ficar cientes de suas atualizações, salvo se pesquisar na página da CVM ou do próprio consultor na rede mundial de computadores.

2.26.5. Regras de Conduta – transferência ao cliente de benefício ou vantagem decorrente da condição de consultor (art. 15, VII)

Benzecry e Pitta comenta que o brasileiro não tem a cultura de pagar pela consultoria, e que, por isso, recorre usualmente à opinião do vendedor ou intermediário. Segundo o proponente, a melhor forma de tratar esse potencial conflito e fomentar a atividade de consultor que garanta ao cliente uma opinião técnica adequada a seu perfil seria permitir que, se o consultor tiver um parceiro preferencial atuante na intermediação e se o cliente concordar em utilizá-lo, parte da receita com a intermediação deveria poder ser revertida ao consultor, desde que no limite e diretamente associada a uma redução proporcional no custo da consultoria para o cliente final.

O investidor, neste caso, teria acesso a um relatório ou planilha com a remuneração base acordada pelos serviços de consultoria, as eventuais receitas que eventuais alocações geraram e, por fim, o valor final já descontados os benefícios revertidos. Dessa forma, alega Benzecry e Pitta, o investidor teria acesso a um serviço com menor custo, melhor transparência e qualificação do que aquele em contato com o AAI ou intermediário.

Tal sistemática, no limite, conclui Benzecry e Pitta, poderia se aplicar tão somente para investidores qualificados que assinariam declaração de ciência da cumulação das funções de consultor e intermediário (seja pela mesma pessoa ou outra do mesmo grupo empresarial),



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

condicionada ao compromisso de reversão de toda a receita pela intermediação em descontos dos serviços de consultoria. O participante não propôs alteração específica ao texto do inciso.

CFA sugere alteração em que, ao invés de se mencionar a exceção de que trata o parágrafo único do art. 17, se determine que o consultor deva recusar benefícios que não possam ser transferidos devido à sua natureza, de forma a inibir a existência de conflitos de interesse.

Planejar propõe que a redação do inciso passe a prever que o consultor deva dar ampla transparência e divulgação ao cliente dos componentes de sua remuneração, com destaque para aqueles que provenham de terceiros, e dos conflitos que seus arranjos remuneratórios possam representar. A argumentação para tanto, na medida em que tal proposta é acompanhada de outra feita ao art. 17, está retratada no comentário sobre remuneração da participante àquele artigo.

Sicherle Advogados questiona como se daria a transferência de que trata o art. 15, VII, de vantagens recebidas de ordem não monetária, tais como pesquisa, serviços de consolidação de carteira, licença de uso de sistemas e softwares, pagamento de infraestrutura e serviços (terminais **Bloomberg, Reuters** etc.).

O dispositivo reconhece que o consultor de valores mobiliários possa ter entendimentos, acordos e parcerias com intermediários para atendimento dos clientes da consultoria, e nesse sentido, conforme comentário ao item 2.1, foi previsto que sejam estabelecidos canais de comunicação e ferramentas entre o consultor de valores mobiliários, o intermediário e os seus clientes em comum para facilitar a implementação de cada ordem decorrente das recomendações profissionais do consultor.

O comando do inciso VII busca garantir um alinhamento de interesses entre o consultor e seu cliente de forma que este não indique um intermediário ou valor mobiliário por conta de alguma forma de vantagem recebida pelo consultor, e não pelo seu cliente.

Ademais, o consultor deve, em caso de recebimento de vantagem não pecuniária ou que não seja passível de repasse aos seus clientes, prestar tal informação no Formulário de Referência, seja no item 4.4 para consultores pessoas naturais, seja no item 9.4 ou 10.1, quando for o caso, para os consultores pessoa jurídica, cabendo salientar, ainda, que casos concretos específicos deverão ser avaliados pela área técnica mediante consulta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.26.6. Regras de Conduta – dever de informar à CVM (art. 15, XI)

ACINPREV manifesta-se pelo aumento do prazo dado no inciso XI para que os consultores informem à CVM a ocorrência ou indícios de violação da legislação de 5 (cinco) para 15 (quinze) dias úteis, pois alega que o prazo apresentado é muito curto.

Adicionalmente, a associação entende que as consultorias são capazes de identificar previamente problemas que podem vir a ocorrer no mercado. Por isso, sugere a criação de um canal de cooperação com a fiscalização do mercado, por meio do qual seja possível levar ao conhecimento da CVM as percepções e análises na tentativa de se preservar os recursos investidos dos clientes.

Benzecry e Pitta sugere que o prazo passe de 5 (cinco) para 10 (dez) dias úteis para uniformizar com o prazo aplicável aos administradores de carteira.

Aditus, por sua vez, propugna a exclusão do referido inciso XI, pois, segundo ela, se trata de um comando que afronta a possibilidade de uma relação contratual baseada na confiança entre a consultoria de valores mobiliários e o cliente, relação muito distinta da existente, por exemplo, entre cliente e empresa de auditoria.

Alega ainda que o dispositivo constante da minuta torna as consultorias sujeitas a serem penalizadas caso não delatem à CVM qualquer violação das normas a quem a Lei atribuiu exclusivamente à CVM a competência de fiscalizar e que o poder de polícia sobre o mercado de capitais da CVM é indelegável.

A proponente comenta que o Supremo Tribunal Federal, decidiu sobre tal tema em 7 de novembro de 2002, quando da apreciação da Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 1.717/DF. Nesse julgamento, decidiu-se pela indelegabilidade de atividades típicas de Estado – como o exercício do poder de polícia – a entidades privadas.

Ademais, em muitos casos, a contratação de uma consultoria decorre justamente da incapacidade ou dúvida no cumprimento de alguma disposição normativa ou regulamentar, estabelecendo uma relação de apoio ao cliente para que ele possa atender a toda a legislação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

A exigência de informar à CVM como prevê o inciso XI, segundo Aditus, cria um óbice intransponível para o exercício da atividade de consultoria de valores mobiliários e os efeitos de tal norma seriam contrários ao desenvolvimento do mercado, na medida em que ou o cliente permanece com dificuldades de cumprir per si as normas, ou, se procurar um serviço de consultoria seria, de fato, o mesmo que confessar à CVM que está em desconformidade com alguma norma.

A proponente faz ainda um paralelo entre o consultor de valores mobiliários e um advogado. O advogado, para o exercício de sua atividade, está sujeito às condições de sigilo profissional que são protegidas pela Constituição Federal. O acesso às informações privadas de seu cliente não pode ser compartilhado, pois inviabilizaria o exercício da advocacia.

Assim, mantido o dispositivo, as consultorias acabariam por descumprir vários dispositivos do art. 5º da Constituição Federal, especialmente por exigir que as consultorias de valores mobiliários atuem em manifesta violação à intimidade, a vida privada, a honra e a imagem das pessoas (físicas e jurídicas), sendo obrigadas a compartilhar informações que são, antes de tudo, necessárias ao seu exercício profissional.

Cabe dizer que o consultor de valores mobiliários é, a um só tempo, um prestador de serviços aos seus clientes e, também, um **gatekeeper** que atua diretamente junto aos seus clientes.

Desse modo, por um lado tem o dever de atuar buscando o melhor para seu cliente e, por outro, a capacidade e mesmo o dever de constituir-se numa linha de defesa para identificação de situações em que, por exemplo, representantes de investidores institucionais estejam atuando em dissonância com o melhor interesse dos seus representados.

Desse modo, a CVM opta por manter tal comando, tal como já existe para os administradores de carteira, ajustando-se o prazo para tal comunicação para 10 (dez) dias úteis, na linha proposta na manifestação do Benzecry e Pitta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.26.7. Regras de Conduta – orientação sobre prestadores de serviços (novo inciso XII ao art. 15)

CFA sugere novo inciso no art. 15, prevendo que na orientação a clientes quanto à escolha de prestadores de serviços prevista no inciso III do § 1º do art. 1º, o consultor deva zelar pela boa prestação de serviços e divulgar qualquer tipo de relação comercial que tenha estabelecido com o prestador, sendo vedado o recebimento de remuneração pela indicação de serviços.

Tal sugestão, justifica, visa trazer transparência para a relação entre as partes, evitar a existência de conflitos de interesse e vedar o recebimento de rebates, que poderiam advir não somente da recomendação de um ativo ou valor mobiliário, como também da recomendação de uma instituição financeira.

O comentário é pertinente e foi refletido na Minuta.

2.26.8. Regras de Conduta – taxa de performance (inserção de novos §§ ao art. 15)

ANBIMA comenta que o formulário de referência prevê a possibilidade de o consultor ser remunerado pelo serviço prestado por meio de taxa de performance, mas nenhuma referência a esse aspecto foi tratada no corpo da Minuta.

A entidade entende benéfico ao cliente conhecer as diversas modalidades de remuneração para que lhe seja possível escolher aquela que entender mais correta de acordo com o serviço prestado pelo consultor.

Porém, argumenta que apenas o cliente classificado como investidor qualificado pode ser considerado capacitado para avaliar a melhor forma de apuração de resultado de seu portfólio de acordo com a estratégia de investimento. Adicionalmente, manifesta que, nesse caso, deve-se exigir do consultor transparência quanto às metodologias e regras operacionais para a cobrança da referida taxa.

Os itens 4.2.b do anexo 14-I e 9.2.b do Anexo 14-II contemplam a possibilidade de recebimento de taxa de performance pelos consultores. A CVM entende que os comentários sugeridos são pertinentes e as informações sobre metodologia de cálculo, apuração, vinculação



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

a um índice de referência, bem como a periodicidade de apuração e de pagamento foram incorporados ao texto dos formulários de referência (novos itens 4.3 e 9.3 respectivamente).

Adicionalmente, e reconhecendo a dificuldade de cobrança de taxa de performance e seu entendimento pelos clientes da consultoria, ainda mais numa dinâmica em que a implementação das recomendações é feita pelo próprio cliente, a CVM inseriu novo parágrafo ao art. 15, permitindo a cobrança somente de clientes que sejam investidores profissionais, segundo regulamentação específica, assim como determinou, no artigo que trata da manutenção de arquivos por 5 (cinco) anos, que sejam também guardados os cálculos referentes à eventual cobrança da taxa de performance de seus clientes.

2.26.9. Criação da “classe” de consultores de valores mobiliários independentes (inserção de novo § ao art. 15)

CFA propõe que seja criada a classe de consultores independentes, o que teoricamente criaria dois segmentos na indústria e facilitaria a identificação pelo investidor do consultor vinculado, que muitas vezes só pode oferecer produtos de sua instituição e, a despeito de qualquer mecanismo de segregação, terá em última instância, um grau de vinculação a ela e do consultor independente, que pode oferecer todos os produtos do mercado para seus clientes, evitando conflitos ou aparência de conflitos mesmo que indiretos.

Assim, o consultor deve informar ao cliente se é ou não vinculado a alguma entidade do sistema de distribuição de valores mobiliários e, em caso negativo, e mediante a apresentação de declaração na forma do “Anexo 15, § 1º”, proposto pelo CFA, ele poderá acrescentar o vocábulo “Independente” em sua denominação comercial.

De modo similar, PLMJ Advogados entende que, além das informações constantes do artigo 15, o consultor deverá ainda informar o cliente se a consultoria tem por base uma análise do mercado mais ampla ou mais limitada de diferentes tipos de valores mobiliários e, em particular, se a gama de produtos se limita a valores mobiliários emitidos ou fornecidos por entidades com relações estreitas com o consultor ou partes relacionadas.

Renato Machado, do mesmo modo, sugere que a Minuta contemple uma diferenciação para os consultores independentes (pessoa física ou pessoa jurídica) e consultor não independente,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

que faz parte de instituição que atua em diferentes áreas que não puramente consultoria (bancos, corretoras, gestoras, administradoras de carteira, etc.). Apenas o consultor independente, segundo sua sugestão, teria a possibilidade de identificar-se como tal e este teria uma significativa redução nas informações a serem prestadas à CVM.

A independência na prestação do serviço passou a ser elemento intrínseco da atividade de consultoria, o que foi refletido na redação do caput do art. 1º. Ver, ainda, os boxes dos itens 2.4 e 2.7 do presente relatório.

2.26.10. Obrigações do consultor autorizado a repassar ordens de seus clientes (inserção de novo § ao art. 15)

CFA sugere que nos casos em que o consultor de valores mobiliários seja autorizado pelo seu cliente a promover o repasse, em seu nome, de suas ordens, em linha com sua sugestão de § 7º do art. 1º, ele deva (i) guardar as evidências de aprovação pelo cliente de cada operação realizada; e (ii) eximir-se de receber qualquer remuneração pela execução das ordens e repassar para o cliente qualquer remuneração que receba no processo de execução, inclusive rebates de terceiros.

Com isso, o participante visa trazer **accountability** para este consultor que também faria a função de execução de ordens e evitar que tal função adicional seja fonte de incentivo negativo para o consultor em função de ganhos advindos da execução de ordens referentes a recomendações de investimento.

A solução adotada no art. 1º da “Minuta A”, que prevê a possibilidade de serem estabelecidos canais de comunicação e ferramentas entre o consultor de valores mobiliários, o intermediário e os seus clientes em comum para facilitar a implementação de cada ordem decorrentes das recomendações profissionais do consultor (ver último Box de comentários ao item 2.1, que inclusive exemplifica alguns arranjos a serem admitidos) já contempla a preocupação levantada pelo CFA. A CVM não entendeu pertinente a permissão para que o consultor pudesse implementar, em nome de seus clientes, as suas recomendações.

2.26.11. Obrigações adicionais de suitability (inserção de novo § ao art. 15)

CFA propõe que o consultor deva elaborar um perfil inicial do cliente que deverá ser precedido de uma investigação diligente em relação à experiência que o cliente tem a respeito de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

investimentos, verificando os objetivos do cliente, seu apetite de risco, suas expectativas de retorno e restrições financeiras antes que quaisquer recomendações de investimento sejam feitas.

Ademais, sugere que o perfil de investidor deverá ser revisado semestralmente e, em caso de mudança de perfil, o consultor deverá sugerir o rebalanceamento da carteira para readequação. Tais exigências, segundo alega, consideram os níveis de sofisticação, expectativas e necessidades dos investidores em uma relação de consultoria.

A regulamentação específica que trata do dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente, e que abrange a atividade do consultor de valores mobiliários, já trata da atualização, a cada 24 meses, das informações relativas ao perfil dos clientes, o que, no entender da CVM, já atende satisfatoriamente a necessidade de atualização daquelas informações.

A criação, para este participante, de sistemática diferenciada com prazo reduzido criaria uma assimetria indesejável e, desse modo, a sugestão não foi acatada. Não obstante, cada consultoria, na adoção de sua política de conhecer seu cliente para fins de suitability, pode e deve solicitar as informações que entenderem pertinentes para a plena execução de sua atividade.

2.26.12. Regras de Conduta – Proteção ao consultor (inserção de novo § ao art. 15)

Furriela Advogados pondera que, em regra, a responsabilidade por prejuízos não pode ser atribuída ao gestor do fundo, exceto se ele atuar em desconformidade com suas regras de conduta contratualmente ou legalmente estabelecidas, o que é fundamental para o funcionamento do mercado. Da mesma forma que os gestores, os consultores também não podem ser responsabilizados caso seus pareceres gerem prejuízos aos clientes.

Segundo o proponente, deve-se dar ao consultor um instrumento de defesa contra possíveis fracassos. Dessa forma, prossegue, se um investidor respaldado por um parecer de um consultor, perder muito dinheiro, é injusto que se responsabilize este profissional. Essa proteção poderia impedir uma enxurrada de ações judiciais e ter efeitos salutares à indústria.

O participante solicita a inclusão de novo § ao art. 15 que salvguarde o consultor de boa-fé, explicitando que não se considera quebra das regras de conduta, caso o cliente incorra em



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

prejuízos auferidos com base no parecer do consultor, desde que tal consultor haja regularmente e em concordância com as normas e leis vigentes a ele aplicáveis, tendo em vista que a discricionariedade do investimento é toda do cliente.

A responsabilização ou não frente a prejuízos decorrentes das recomendações dos consultores deve ser analisada frente a cada caso concreto, avaliando-se, dentre outros fatores, a atuação do consultor ao longo do tempo, o tipo de cliente, os fundamentos por ele utilizado na prestação de cada recomendação, as condições específicas do aconselhamento dado e do valor mobiliário objeto da recomendação etc.

A CVM entende que a introdução de tal **safe harbour** sugerido no texto da minuta não é adequada, pois poderia ensejar uma percepção de imunidade ou de menor exigência de zelo aos interesses do cliente, sendo certo o direito do cliente de reclamar administrativa ou judicialmente quando entender que cabe responsabilidade ao consultor.

2.27. Robo Advisors (art. 16)

Velloza e Giroto entende como positiva a previsão de regras sobre sistemas automatizados, mas comenta que seria adequado estipular padrões mínimos de documentação que possibilite a realização de auditorias e, ao mesmo tempo, preservar informações sensíveis ao negócio.

Nesse sentido, sugere a inserção de novos parágrafos ao art. 16, determinando que: i) o código-fonte do sistema automatizado ou o algoritmo deverá estar disponível para a inspeção ou auditoria da CVM na sede da empresa em versão não compilada; ii) a CVM poderá realizar inspeções *in loco* para verificar o funcionamento do sistema automatizado ou algoritmo; e iii) o sistema automatizado ou algoritmo não poderá incluir função de execução automática da estratégia sugerida em vista dos limites de atuação do consultor.

A primeira sugestão do participante quanto à disponibilização do código fonte é pertinente e está refletida na minuta no parágrafo único incluído no art. 16. Já a segunda e terceira sugestões são, respectivamente, inerentes aos poderes da CVM e aos limites de atuação da consultoria, e, portanto, foram entendidas como desnecessárias.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.28. Vedações (art. 17)

2.28.1. Vedação à estruturação, originação e possibilidade de recomendação de valores mobiliários objetos de distribuição pública (art. 17, I e parágrafo único)

ANBIMA comenta que a vedação trazida no inciso I do art. 17 inviabilizaria a atividade de consultoria de valores mobiliários por parte de instituições financeiras.

Tendo em vista (i) o dever fiduciário que o consultor também tem com o seu cliente, (ii) a obrigação de manter atualizada toda a documentação que deu suporte para a consultoria prestada ao cliente, (iii) a segregação existente entre a área de consultoria e as demais áreas conflitantes, e (iv) o dever de **disclosure** junto ao cliente, entende a participante que deve ser permitido ao consultor recomendar valores mobiliários em relação aos quais ele tenha atuado na estruturação ou originação, propondo nova redação ao inciso I do art. 17.

A CVM entende pertinente a preocupação da participante na vedação do inciso I e optou, ao invés da vedação absoluta, pela exigência da observância da devida segregação de atividades, em linha com o disposto no art. 20.

2.28.2. Vedação à modificação relevante na prestação de serviços (art. 17, inciso II)

Velloza e Giroto propõe ajuste de redação para que a vedação do inciso II contemple somente aquelas modificações que implicam descumprimento ou alteração do contrato firmado com o cliente, dado que a mera menção a alterações “nas características básicas do serviço”, poderia equivocadamente englobar outras modificações na estrutura interna do consultor, que independem de autorização prévia do cliente como, por exemplo, a substituição do diretor responsável pela consultoria, reestruturações societárias, alterações de controle, mudança no segmento de público atendido pela empresa, alteração de endereço, dentre outros.

A não vinculação da expressão “modificação relevante” exclusivamente às hipóteses de descumprimento ou alteração do contrato firmado com o cliente, segundo alega, dá margem à total subjetividade na interpretação do que seria uma alteração relevante no serviço prestado e, conseqüentemente, quando a obtenção da autorização prévia do cliente seria necessária ou não.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

A CVM entende que as modificações de que trata o inciso II são aquelas relacionadas à prestação do serviço de consultoria para o cliente, não englobando, como dito, questões internas da consultoria. Assim, entende-se que a redação atual está adequada sobretudo tomando-se como base o contrato de prestação de serviços que deve, conforme art. 15, III, f, conter informação sobre a abrangência dos serviços prestados.

2.28.3. Vedação a garantias dadas pelo consultor (art. 17, inciso III)

PLMJ Advogados propõe que seja também vedado ao consultor, além da prestação de garantia de rentabilidade de que trata o art. 17, III, dar garantia de reembolso do capital investido a seus clientes.

Tal sugestão pode se confundir com modalidades de investimento do tipo capital garantido, garantia essa decorrente da própria estruturação do produto, como um COE com capital principal garantido. Desse modo, não foi acatada.

2.28.4. Vedação adicional para venda casada (art. 17, novo inciso)

ACINPREV, caso não seja aceita sua sugestão no tocante ao art. 4º da “Minuta A” de que não é recomendável a concomitância da atividade de consultoria de valores mobiliários com as demais atividades no mercado de valores mobiliários em uma mesma pessoa jurídica, sugere que se vede condicionar a prestação de serviço de consultoria de valores mobiliários, ainda que a título gratuito, à aquisição ou subscrição de títulos ou valores mobiliários de emissão ou distribuição por pessoas jurídicas pertencentes ao seu grupo econômico.

O comentário perdeu o objeto tendo em vista que o comentário do participante sobre a impossibilidade de acumulação da atividade de consultoria com outras atividades no mercado ter sido aceito.

Para endereçar a preocupação do participante quanto à eventual percepção do investidor de que há uma prestação de consultoria por parte das entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários realizada de maneira gratuita, foram inseridos dispositivos que determinam que tais entidades não podem induzir os investidores a erro em suas comunicações, deixando sempre claro que sua atuação como intermediários não contempla a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

prestação da consultoria independente de que trata a presente instrução.

2.28.5. Remuneração (questões mais gerais sobre remuneração, art. 17, V e parágrafo único e outros dispositivos)

Primeiramente, resumimos a seguir os comentários que defendem maior flexibilidade remuneratória na minuta.

ACINPREV e Bichara Advogados citam o comando que determina que o consultor deva transferir ao cliente qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua condição de consultor de valores mobiliários, vedando o recebimento de qualquer remuneração (rebates), benefício ou vantagem, direta ou indiretamente, por meio de partes relacionadas, que potencialmente prejudiquem a independência na prestação de serviço de consultoria de valores mobiliários.

A exceção a tal vedação, prossegue a associação, se aplicará aos clientes enquadrados como investidores profissionais, tal como já previsto no âmbito dos fundos de investimento por força do art. 92, § 3º, da Instrução CVM nº 555, de 2014.

Nesse caso, os investidores profissionais deverão assinar um termo de ciência específico afirmando estarem cientes de que o consultor ou partes a ele relacionadas poderão receber remuneração pela recomendação de alocação dos recursos objeto de consultoria e que o seu recebimento poderá afetar a independência da atividade de consultoria.

A associação entende, não obstante, que, uma vez divulgado e declarado o aspecto da fonte de remuneração das consultorias, nos termos exigidos pela Instrução, não há motivos para diferenciar o tratamento entre investidores profissionais e demais investidores. Isto porque, diferentemente do gestor no âmbito dos fundos de investimento, o consultor de valores mobiliários não implementa as suas recomendações e, conseqüentemente, não possui discricionariedade para investir em nome do seu cliente.

Ademais, cita que as formas de remuneração dos consultores pessoa física e jurídica serão evidenciadas de forma clara e transparente ao cliente por meio do Formulário de Referência (Anexos 14-I e 14-II da “Minuta A”).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

ACINPREV faz referência ao fato de que, no âmbito de uma oferta pública, os AAI fazem jus ao recebimento de comissionamento declarado no Prospecto da oferta na tabela de “Custos da Oferta”, conforme exigência da Instrução CVM nº 400, de 2003, de forma transparente. E questiona por que então as consultorias não poderiam ser remuneradas por meio deste comissionamento independente da modalidade do investidor, seja profissional, qualificado ou de varejo, na medida em que, segundo argumenta, os AAI possuem estrutura simplificada e capacitação técnica inferior na análise de investimentos quando comparados às consultorias.

ACINPREV conclui por sugerir (i) que a vedação de que trata o inciso V não deva incidir para quaisquer clientes que assinem termo de ciência, mesmo os de varejo, ou, (ii) alternativamente, caso não seja aceito tal alcance mais amplo, que se permita a exceção aos investidores qualificados, além dos investidores profissionais.

Bichara Advogados alega que o potencial conflito seria maior em caso de indicação de valores mobiliários, ativos ou veículos de investimento específicos, ao passo que o eventual conflito decorrente da indicação de prestadores de serviços específicos seriam mitigados tanto pela assinatura do termo de ciência pelo investidor quanto pela observância das regras de conduta por parte do prestador de serviço indicado. Assim, sugere que seja ampliada a exceção à vedação para quaisquer investidores, desde que assinem o termo de ciência.

Benzecry e Pitta, ao propor alteração ao art. 1º, § 5º (ver comentário àquele dispositivo) justificou tal alteração de forma que não se abra uma brecha para que empresas que atuam em atividades complementares montem áreas de consultoria de investimentos com escopo semelhante ao alcançado pela minuta mas como serviço gratuito ao cliente final. O proponente não crê que se deva banir tal situação, mas que tais profissionais ou áreas devam se sujeitar à norma e dar ampla transparência ao cliente dos seus potenciais conflitos e formas de remuneração e benefícios, ainda que indiretos.

Adicionalmente, ainda sobre o tema da remuneração da atividade, Benzecry e Pitta comenta que a afirmação constante do Edital de que a atividade de consultor de valores mobiliários “é remunerada” pode levar a conclusões, segundo o participante, equivocadas. O mercado pode entender que se o serviço tem o mesmo objetivo (recomendar investimentos adequados ao perfil do cliente), mas não é remunerado, não seria necessária a submissão à CVM. Isto é o que ocorre hoje, por exemplo, em segmentos superiores de grandes instituições



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

financeiras de varejo que colocam “assessores de investimento” à serviço dos clientes “sem qualquer custo” adicional, mas se limitam, sem qualquer **disclaimer**, a recomendar apenas os produtos disponíveis na base da instituição.

Benzecry e Pitta acredita que a atividade, muito bem definida na proposta de norma, seja ela remunerada diretamente pelo cliente ou remunerada/incentivada por terceiros que claramente tem objetivos para com aquele cliente, seja diretamente, seja por empresas ligadas ou outras áreas internas, deve seguir os ditames da norma da CVM.

Planejar, em linha com a sugestão por ela apresentada ao inciso VII do art. 15, comenta que a certificação CFP trata de forma distinta os conflitos decorrentes de arranjos remuneratórios: sem vedá-los diretamente, exige que o profissional divulgue ao cliente as fontes e a forma de sua remuneração, bem como a existência e a extensão de qualquer conflito.

A entidade questiona qual tratamento regulatório mais adequado aos conflitos que podem surgir em matéria de remuneração pelo serviço de consultoria de valores mobiliários: se ele deve passar pela proibição, de antemão, de qualquer arranjo que não envolva o pagamento único e exclusivo pelo cliente, ou se arranjos alternativos devem ser permitidos, desde que a sua natureza e o seu potencial de conflito sejam informados ao cliente de forma transparente.

De acordo com Planejar, há alguns motivos, relacionados sobretudo às características do mercado e do público brasileiros, mas também às peculiaridades dos serviços prestados, pelos quais entende que arranjos mais flexíveis deveriam ser permitidos não apenas no caso de investidores profissionais, mas de todo e qualquer cliente de serviços de consultoria de valores mobiliários.

Segundo a participante alega, o poupador brasileiro, sobretudo aquele que dispõe de menos recursos, recorre à rede bancária para investir e aplicar os recursos de que dispõe. O planejamento financeiro para fins de investimento é, por conta disso, praticamente inexistente. As instituições bancárias atuam como verdadeiras entidades de distribuição, oferecendo a seus clientes produtos de captação bancária com taxas e custos muitas vezes pouco comparáveis – não há, nessa relação, qualquer componente fiduciário ou vocação para a prestação de um serviço profissional de verdadeiro aconselhamento financeiro.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Para Planejar, qualquer opção mais restritiva sobre como os consultores de valores mobiliários devem ser remunerados invariavelmente (i) afasta e restringe o acesso do pequeno investidor a esse tipo de profissional, (ii) limita o potencial do consultor como ferramenta de inclusão e educação financeira e (iii) afeta a existência de consultores independentes, assim entendidos aqueles profissionais sem vínculo a um grupo ou instituição específica.

Embora haja modelos de negócio que passem por uma remuneração exclusiva do consultor pelo cliente, eles não são predominantes, em grande parte porque o investidor médio (e que ainda não tem acesso a um verdadeiro aconselhamento de investimento) não necessariamente reconhece valor nessa estrutura e, portanto, não está necessariamente disposto a arcar, sozinho, com os seus custos. Nesse contexto, e do ponto de vista dos consultores, a vedação a arranjos dessa natureza, segundo Planejar, afeta os profissionais autônomos e independentes.

Segundo a associação, a opção que a CVM adotar tem o potencial de restringir ou ampliar os modelos de negócios possíveis e, conseqüentemente, o número de profissionais existente e o acesso dos investidores a esse tipo de serviço. Isso quando essa atividade apresenta algumas características que deveriam ser valorizadas como um caminho para a evolução do mercado brasileiro.

Segundo a entidade, muitos profissionais, nos últimos anos, organizaram-se como agentes autônomos de investimentos para a prestação desse tipo de serviço. Mas a figura do agente autônomo não corresponde exatamente à do consultor, em especial pelo tipo de vinculação que existe a cada caso.

Assim a participante questiona se a opção consolidada na minuta não seria uma simplificação que, ao final, reforçaria modelos truncados de prestação de serviços.

Ademais, Planejar comenta que o consultor, diferentemente do que ocorre com o administrador de carteira, não toma nem implementa decisões em nome do investidor. Para que um consultor venha a receber qualquer comissão ou rebate, é preciso que o investidor efetivamente execute as recomendações que recebeu – em uma etapa sobre a qual o consultor já não tem ingerência. Segundo ela, o potencial e os próprios efeitos do conflito são, portanto, muito menores que aqueles verificados no caso do administrador de carteira e mesmo no caso do intermediário.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Adicionalmente, a proponente alude que o Edital já propõe que o profissional opte, em caráter definitivo, entre o registro como consultor de valor mobiliário ou como agente autônomo de investimentos. Embora o exercício simultâneo de ambas as atividades já fosse vedado anteriormente, espera-se que a necessidade de escolher entre uma e outra categoria, por si só, contribua para direcionar à atividade de distribuição quem tiver um interesse preponderante de venda e uma disposição de ser remunerado por isso.

Por fim, Planejar entende que a opção pela transparência aqui defendida é coerente e adequada também à luz da proposta da CVM de reconhecer a certificação CFP como (um dos) requisito(s) para o exercício dessa atividade. A obtenção da certificação não pode ser vista apenas como indicio de qualificação: ela também representa a adesão daquele profissional a um regime autorregulatório que prevê sanções em caso de descumprimento das normas de conduta da certificação CFP. Por todo o exposto, Planejar sugere a eliminação do inciso V do art. 17 assim como do parágrafo único.

Sicherle Advogados manifesta-se no sentido de que existe uma diferença relevante entre o recebimento de remuneração, benefício ou vantagens pelo consultor de terceiros com quem faça a alocação de recursos de seu cliente (que interpreta como um pagamento adicional à remuneração cobrada pelo consultor do cliente) e a prática comum de mercado de que o consultor receba seu pagamento exclusivamente da instituição custodiante dos ativos do cliente por conta e ordem deste último ou, ainda, como contratado da primeira.

Nesse sentido, Sicherle Advogados entende não estar claro: (i) se o cliente pode receber consultoria de um especialista contratado e remunerado para este fim por seu administrador de carteira, desde que observadas as regras de conduta inerentes à atividade e evidenciado o potencial conflito quando da sugestão de alocação em produtos deste administrador e (ii) se o cliente pode instruir à instituição custodiante que pague diretamente seu consultor, mediante acordo formal e por escrito firmado pelos três.

Em ambos os casos acima, a proponente pondera que seria desejável permitir que as modalidades de pagamento do consultor pelo custodiante fossem expressamente autorizadas nos casos em que devidamente evidenciado em contrato envolvendo investidores qualificados, como medida de fomento de práticas transparentes de mercado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Além disso, em vista do uso de **home brokers**, Sicherle entende que seria positivo que a norma permitisse que os operadores de mercado pudessem oferecer a seus pequenos investidores consultoria gratuita sobre as noções básicas de gestão de investimentos e aplicações financeiras, de forma dirigida e individualizada segundo os critérios vigentes de **suitability**, terceirizando estes serviços com consultores devidamente autorizados pela CVM e remunerados pela instituição em bases fixas e não vinculadas ao volume das carteiras de clientes objeto da consultoria.

A remuneração do consultor de valores mobiliários é elemento basilar da sua independência e do seu dever fiduciário para com seus clientes, os quais devem ser a fonte precípua de sua remuneração. O recebimento de remuneração pelo consultor de valores mobiliários por meio de rebates de terceiros e outras formas de remuneração que colidam com a independência e o dever fiduciário do consultor para com o seu cliente não foram admitidas, no que pese os vários argumentos acima trazidos por diversos participantes.

Importante frisar que, na grande maioria dos casos, os consultores que responderam ao questionário enviado pela CVM, em 2016, manifestaram que a remuneração recebida diretamente do cliente (sejam eles valores fixos recebidos por reunião ou recomendação ou ainda cobrados periodicamente, sejam eles variáveis em função dos “ativos sob recomendação”) constitui a única forma de remuneração recebida, o que leva a crer que tal dispositivo não trará impactos muito grandes para a indústria.

Foi mantida, não obstante, e em linha com dispositivo semelhante na regulamentação sobre fundos de investimentos, a exceção feita aos consultores de clientes classificados como investidores profissionais, para os quais caberá a assinatura do termo de ciência. Vantagens percebidas de terceiros por consultores que não se enquadrem nesta hipótese, como as taxas vinculadas a uma distribuição pública (**fee** de distribuição ou de canal), podem ser recebidas, mas devem ser transferidas ao cliente, nos termos do inciso VII do art. 15.

A seguir dispomos sobre as manifestações em prol da manutenção da vedação a outras formas de remuneração, tal como previsto no art. 17 ou que advogam a eliminação da exceção aos investidores profissionais.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Para ANBIMA, o recebimento do rebate pelo consultor de valores mobiliários é um tema sensível, que deve ser cuidadosamente avaliado, especialmente para evitar eventuais assimetrias entre as regras de consultor e de administrador de carteira de terceiros.

No seu entendimento, o rebate está vinculado à atividade de distribuição de valores mobiliários e a obtenção de valores dessa natureza enseja um potencial conflito de interesses: de um lado, o serviço de recomendação e seleção de ativos deve ser prestado na forma prevista na regulamentação; de outro, a possibilidade de incremento na remuneração recebida pode levar os prestadores de serviços a recomendarem e alocarem valores mobiliários em função de eventual taxa de rebate, não atuando no melhor interesse dos investidores.

Nesse sentido, a Instrução CVM 558⁵, de 2015, traz vedações expressas quanto à possibilidade de os administradores de carteira receberem taxas de rebate ou qualquer remuneração que possa limitar a sua independência na seleção de ativos (excetuadas as disposições sobre fundos de investimento).

No caso do consultor de valores mobiliários, a minuta proposta apresenta regras semelhantes aos administradores de carteiras, nos arts. 15, inciso VII; e 17, inciso V, da minuta, prevendo a vedação ao recebimento de remuneração, benefício ou vantagem que potencialmente prejudiquem a independência na prestação do serviço. Entretanto, o parágrafo único do referido art. 17 prevê que tal vedação “não incide sobre a consultoria prestada a clientes classificados como investidores profissionais, desde que eles assinem termo de ciência”.

Nesse ponto, ANBIMA entende que não deveria ser possibilitado ao consultor de valores mobiliários receber qualquer remuneração (taxa de rebate) pela recomendação de valores mobiliários, em razão (i) de não exercer atividade que seja considerada como aquela associada ao integrante do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários; e (ii) da possibilidade de tal

⁵ ICVM 558: “Art. 16. O administrador de carteira de valores mobiliários deve:

(...)

VI – transferir à carteira qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua condição de administrador de carteiras de valores mobiliários, observada a exceção prevista na norma específica de fundos de investimento;

Art. 17. É vedado ao administrador de carteiras de valores mobiliários:

(...)

VII – negociar com os valores mobiliários das carteiras que administre com a finalidade de gerar receitas de corretagem ou de rebate para si ou para terceiros”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

recebimento ferir a relação fiduciária mantida com seus clientes, de forma semelhante à vedação estabelecida aos administradores de carteira de terceiros no caso de gestão de carteiras administradas.

Assim, solicita a exclusão do parágrafo único, do art. 17 e seus respectivos rebatimentos (exclusão do Anexo 17, do item 4.2.c do Anexo 14-I e do item 9.2.c do Anexo 14-II e alteração na redação do art. 15, VII).

CFA sugere a inserção, ao final do inciso V, de menção a remuneração oriunda de agentes autônomos e instituições financeiras responsáveis pela execução das ordens do cliente como rebates, comissões e qualquer outro tipo de benefício pecuniário ou não pecuniário.

Além disso, CFA entende que a figura do “rebate” deve ser vedada ao consultor mesmo que seu cliente seja profissional. O participante entende que hoje muitos investidores profissionais procuram consultores ou constituem **family offices** exatamente para fugir do conflito gerado por este tipo de remuneração e outros semelhantes e que tal exceção possibilita a manutenção, para investidores profissionais, de um conflito de interesses incompatível com a atividade de consultoria. Desse modo, sugere a exclusão do parágrafo único.

Adicionalmente, CFA sugere a inserção de novo parágrafo ao art. 1º prevendo que a remuneração do consultor deve advir somente do serviço de consultoria ao cliente e deve ser paga exclusivamente por ele, não podendo ser baseada nas vendas de produtos e paga por terceiros, sejam eles emissores, distribuidores ou quaisquer outros, ficando vedado, em todos os casos o recebimento de comissões, rebates e corretagens.

Com isso, alega, visa alinhar a remuneração do consultor com o interesse de seu cliente, de forma que a remuneração do consultor jamais poderá ser paga por uma entidade emissora ou intermediadora de valores mobiliários sob pena de gerar um conflito de interesses insolúvel e perigoso para os investidores.

Furriela Advogados pondera que, ao isolar as figuras de AAI e consultor, a CVM proibiu o recebimento de qualquer remuneração (rebates), benefício ou vantagem, que direta ou indiretamente prejudique a independência na prestação de serviço de consultoria de valores mobiliários, mas que a proibição de outros tipos de remuneração, deixaria a atividade de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

consultoria desestimulada, devendo a norma explicitar, por exemplo, a possibilidade dos mesmos ganharem taxas de performance e outros tipos de remuneração por parte do cliente.

Desse modo, sugere a inclusão, no art. 17, de que não se considera prejudicial à independência da prestação do serviço o recebimento, a exclusivo cargo do cliente, de taxas de performance e outras remunerações, desde que expressamente acordado entre as partes. Com essa alteração, prossegue o proponente, a liberdade de contratação estaria garantida em sintonia com o Código Civil e com o item 4 do “Anexo 14-I”. Por fim, Furriela Advogados pontua que considera inócuo o parágrafo único do art. 17, visto que, segundo alega, na prática do mercado, investidores profissionais pouco se utilizam de consultores.

Renato Machado sugere a eliminação do parágrafo único do art. 17, pois entende que um consultor não pode, em hipótese alguma, ser remunerado por qualquer entidade ou pessoa física que não seja o seu próprio cliente, classificado como investidor profissional ou não. A atividade de consultor, segundo ele, pressupõe o não recebimento de remuneração por outras fontes, sendo condição inerente à sua função. Caso contrário, a prestação de serviço de consultoria torna-se alvo de conflitos de interesse que inviabilizam um trabalho isento, com possível prejuízo para os clientes.

A CVM, ao sopesar os prós e contras trazidos pelos participantes da audiência pública com respeito às formas de remuneração e o recebimento de rebates, entendeu que caberia inibir aquelas formas de remuneração que, por sua natureza, pudessem impactar na independência e no dever fiduciário do consultor, mantendo, como já dito, a vedação presente no art. 17, e a exceção aos consultores de clientes tidos como investidores profissionais, os quais deverão firmar o termo de ciência que informa a tais investidores que tal forma de remuneração poderá impactar a independência do consultor.

Quanto ao comentário de Furriela Advogados, cabe dizer que a taxa de performance e as outras remunerações variáveis, desde que pagas pelo cliente, são permitidas. O item 4.2 do Anexo 14-I já deixa isso claro. Ver comentário sobre taxa de performance no Box referente ao item 2.26.8 que insere informações adicionais sobre o cálculo da taxa de performance e restringe a sua aplicação aos moldes definidos na Instrução CVM nº 555, de 2014.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.28.6. Possibilidade de recomendação de valores mobiliários objetos de distribuição pública por partes relacionadas e conglomerados financeiros (inserção de novo §)

ANBIMA pretende que nos casos de distribuição pública em que a pessoa jurídica responsável pela consultoria de valores mobiliários (ou partes relacionadas) participe do consórcio de distribuição, seja admitida a recomendação, para o cliente, dos valores mobiliários objeto da distribuição pública.

Comenta que a Instrução CVM nº 558, de 2015, prevê em seu art. 17, § 4, que “nos casos de distribuição pública em que a pessoa jurídica responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários, ou partes relacionadas, participe do consórcio de distribuição, é admitida a subscrição de valores mobiliários para a carteira, desde que em condições idênticas às que prevalecerem no mercado ou em que o administrador contrataria com terceiros”.

ANBIMA pontua que a permissão trazida pelo referido artigo é legítima e adequada, principalmente no contexto de conglomerados financeiros que exercem diversas atividades no âmbito do mercado de capitais, na medida em que (i) não priva os clientes do administrador de carteiras de adquirirem ativos distribuídos publicamente pela mesma pessoa jurídica do administrador de carteiras ou por partes relacionadas e (ii) endereça eventuais conflitos de interesse ao exigir que a operação ocorra em condições idênticas de mercado, evitando qualquer prejuízo ao investidor final.

Em face dessa realidade e a fim de evitar que haja assimetria de tratamento entre as normas para situações similares, entende que a exceção trazida no art. 17, § 4º, da ICVM 558 deveria ser aplicada à norma de consultoria de valores mobiliários.

Caberia, segundo sugere ANBIMA, fazer adaptações necessárias no que tange a impossibilidade de, no caso da norma sobre consultores, aludir-se a condições idênticas às que prevalecerem no mercado, considerando que o consultor não detém, por definição, discricionariedade para executar suas recomendações, isto é, o consultor não teria poderes para cumprir esse requisito, o que segundo a participante mitiga de maneira ainda mais efetiva o eventual conflito de interesses.

A CVM entendeu pertinente a preocupação do participante e acrescentou o § 2º ao art.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

17. Assim, desde que as atividades de distribuição e consultoria estejam segregadas, o consultor poderá fazer as recomendações de produtos distribuídos pela entidade do sistema de distribuição da qual integre ou seja parte relacionada.

2.29. Regras, Procedimentos e Controles Internos (art. 18)

PLMJ Advogados entende que a simples obrigação de informar ao cliente as situações de conflitos de interesses parece demasiadamente genérica, devendo a norma ser mais detalhada. Ademais, sugere que deva ser exigida a manutenção de um registro interno de situações de conflito de interesses para além das exigências constantes do art. 18.

Adicionalmente, opina conveniente que sejam fornecidas, no texto da Minuta, mais informações sobre as situações suscetíveis de gerar conflitos de interesses, notadamente sobre as situações em que o consultor ou as pessoas a ele relacionadas possam obter um ganho financeiro ou evitar uma perda financeira, em detrimento do cliente.

Rodrigues Rosa Advogados solicita que se esclareça se, no mesmo sentido das instruções editadas mais recentes, o consultor de valores mobiliários pessoa jurídica deve dispor de programa de treinamento de administradores, empregados e colaboradores que participem do processo de recomendação de produtos e investimentos.

Em caso positivo, sugere a inserção de novo inciso VII no parágrafo único do art. 18 e uma alteração de redação no art. 21, III, da Instrução CVM nº 558, de 2015, de forma a espelhar lá a redação aqui proposta.

Os comentários não foram considerados pertinentes ou necessários para a adequada interpretação e aplicação da norma nesse primeiro momento de sua implementação, sem prejuízo de a CVM reavaliar seu posicionamento no futuro em função de situações verificadas na prática.

Adicionalmente, a necessidade de treinamento deve ser avaliada por cada consultoria, tendo em vista o nível de capacitação de seus funcionários.

Entretanto, considerando que, mesmo no caso das pessoas jurídicas, os seus funcionários terão contato individual com os clientes, entendeu-se conveniente estabelecer a obrigação de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

que parte deles tenha sido aprovada nas certificações reconhecidas pela CVM, em linha com o procedimento adotado quando da edição da Instrução CVM nº 483, de 2010, que regulamentou a atividade de analista de valores mobiliários.

Assim, inseriu-se um novo artigo na norma (novo art. 19, renumerando-se os seguintes) para estabelecer uma obrigação gradativa para a obtenção da certificação ou do próprio registro junto à CVM por parte dos funcionários da consultoria pessoa jurídica responsáveis pela atividade fim.

Adicionalmente, Rodrigues Rosa Advogados solicita que se esclareça se é necessário, em linha com normativos recentes editados pela CVM, e em particular com o art. 22 da Instrução CVM nº 558, de 2015, o encaminhamento aos órgãos de administração do consultor de valores mobiliários, até o último dia útil do mês de janeiro de cada ano, de relatório relativo ao ano civil imediatamente anterior à data de entrega, contendo as conclusões dos exames efetuados e as recomendações a respeito de eventuais deficiências, com o estabelecimento de cronogramas de saneamento.

Entende o participante que tal comando é necessário, uma vez que a contínua prestação de serviços por parte dos consultores de valores mobiliários pode estar sujeita ao não cumprimento das normas, regras e de suas próprias políticas internas, de modo que o referido relatório seria uma ótima ferramenta para um controle efetivo pelo diretor responsável pela implementação e cumprimento de regras, políticas, procedimentos e controles internos de cada instituição.

Haja vista o porte dos participantes da indústria, a CVM entende que o custo de tal estrutura pode ser excessivo. Não obstante, tal posicionamento pode ser reavaliado futuramente.

2.30. Segregação de atividades (art. 19 e parágrafo único – atual art. 20 - e eventual rebatimento no art. 18, V)

ANBIMA comenta que a exigência de segregação dos arts. 2º e 19, inciso I, da Minuta diverge da Instrução CVM nº 558, de 2015, visto que esta última norma não prevê a obrigatoriedade de segregação física entre as áreas responsáveis pela gestão de recursos e pela consultoria de valores mobiliários, e cita ainda trechos do Relatório de Audiência Pública 10/14 e do Edital de Audiência Pública 14/11.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

A referida instrução, prossegue a associação, em seu art. 24, determina que o exercício da administração de carteiras de valores mobiliários deve ser segregado das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica, devendo esta “*garantir a segregação física de instalações entre a área responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários e as áreas responsáveis pela intermediação e distribuição de valores mobiliários*”.

Por outro lado, ANBIMA entende que a atividade de consultoria deve estar segregada, inclusive fisicamente, de outras áreas responsáveis pela condução de atividades potencialmente conflitantes com a atividade de consultoria, como intermediação, distribuição, estruturação e originação de produtos. Nesse sentido, sugere alterações à redação do art. 19, I, e do mesmo art. 19, parágrafo único, I.

Benzecry e Pitta, ao propor a inserção de “no que aplicável” no texto do art. 2º, parágrafo único da Minuta “A” argumenta que a Instrução CVM nº 558, de 2015, consolidou entendimento de “quem pode o mais pode o menos”, desde que se trate adequadamente qualquer potencial conflito de interesse e exemplifica que a área técnica (**buy side**) e até mesmo o diretor responsável pela gestão e pela consultoria podem ser compartilhados.

Assim, dependendo das configurações da sociedade que acumula a atividade de gestão e consultoria, tal segregação pode não existir ou existir parcialmente, ficando claro em seu formulário de referência e políticas internas tal delimitação.

Tal justificativa se aplica igualmente à sua proposta de inserção para o **caput** do art. 19, em que pleiteia que se excepcionalize os casos em que a parte ou a integralidade dos recursos humanos, físicos e tecnológicos possam ser compartilhados sem que haja conflito de interesses.

O participante também propõe alteração pontual no art. 18, V, de forma a prever exceção do comando da segregação de atividades às atividades cuja cumulação sejam expressamente autorizadas.

Sicherle Advogados, no que se refere à redação do art. 19, inciso II, comenta que dada a dificuldade de se precisar na norma o que poderia ser considerado o “mau uso” de instalações, equipamentos e arquivos comuns a mais de um setor da empresa, e tratando-se de falta grave o descumprimento deste preceito, sugere que seria mais eficiente se a norma fosse explícita no



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

tocante a quais as instalações, equipamentos e arquivos podem ser compartilhados ou, minimamente, especificando quais destes devem, obrigatoriamente, ser fisicamente segregados para uso exclusivo da atividade de consultoria.

Em linha com o comentário dado nos itens 2.7 e 5 do presente relatório, cabe aqui fazer uma distinção entre a prestação do serviço de consultoria que seja incidental e antecedente ao serviço de gestão de recursos e o serviço de consultoria de valores mobiliários tal como definido no art. 1º da norma ora em análise, como uma linha de negócio com remuneração e base de clientes distintas do serviço de gestão.

No primeiro caso, a CVM entende que a consultoria nada mais é que um serviço acessório e incidental para os clientes que contrataram o prestador na condição de administrador de carteira (na modalidade de gestor de recursos) onde lhes é permitido realizar uma consultoria incidental à atividade de gestão, notadamente aquela que é feita para os clientes de carteiras administradas e fundos exclusivos com o propósito de definir uma alocação de carteira mais adequada ao perfil de seus clientes, não se constituindo uma linha de negócios diferente da primeira.

Dessa forma, não haveria a necessidade de registro de tal gestor também como consultor de valores mobiliários sob a nova regra e nem tampouco segregar as atividades, podendo continuar com a prestação dos serviços nos moldes atuais. Bastaria ao gestor de recursos seu registro como tal e a observância da Instrução CVM nº 558, de 2015.

Situação distinta, porém, ocorre nos casos em que uma mesma entidade possui linhas de negócios distintas, em que, além da gestão de recursos, é oferecido serviço de consultoria de valores mobiliários independente, sendo remunerada pelo cliente por tal serviço e para uma base de clientes potencialmente distinta.

Nesse caso, a CVM enxerga não somente a necessidade de registro de tal participante também como consultor de valores mobiliários, com a observância de ambas as normas, mas também a segregação de atividades entre tal linha de negócio e a de gestão de recursos. Nesses casos, cabe ressaltar, não há duplicidade de cobrança de taxa de fiscalização pela CVM.

Tal entendimento está em linha com o comentário constante no item 2.4 que diferencia a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

consultoria incidental às atividades de distribuição realizadas por entidades integrantes do sistema de distribuição daquelas que constituem uma linha de negócio distinta.

Modelo parecido é hoje adotado na autorregulação do segmento de **private banking** de conglomerados financeiros ao oferecer produtos de arquitetura aberta (isto é, de fora da instituição). Tais segmentos são apartados dentro de suas instituições e tal segregação se faz pertinente na medida em que a instituição “vende” uma independência e um dever fiduciário para com o cliente na prestação de serviço de consultoria em investimentos.

Desse modo, a atividade de consultoria de valores mobiliários nos moldes do art. 1º, em que o consultor é independente e remunerado por tal serviço, pressupõe a segregação de atividades, inclusive da atividade de gestão de recursos.

Ademais, foram feitas alterações redacionais no art. 20, alinhando sua redação com a do art. 24 da Instrução CVM nº 558, de 2015, e contemplando a aceitação anterior de sugestão quanto estruturação e originação de valores mobiliários.

A regra passa a prever, ainda, na “Minuta B”, um período de adaptação para os gestores que atuem também como consultores e que tenham linhas de negócios independentes (art. 8º).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.31. Manutenção de arquivos (arts. 20 e 21 – atuais 21 e 22)

Benzecry e Pitta recomenda que devam ser arquivados, também, os estudos e análises que fundamentaram as orientações, recomendações ou aconselhamentos de que trata o caput do art. 20, em linha com as obrigações do gestor de recursos.

CFA sugere que a redação do **caput** do art. 20 passe a contemplar, também, a execução não discricionária de ordens dos clientes em linha com a proposta do participante de possibilitar ao consultor tal atuação em linha com sua sugestão de inserção de § 7º ao art. 1º. Com relação à redação do art. 21, CFA manifesta-se pela inclusão, no rol de documentos e informações a serem mantidos por 5 (cinco) anos, no caso de consultores autorizados pelos seus clientes, em linha com proposta dada pelo CFA, a promover o repasse de ordens, daquelas referentes às evidências de aprovação pelo cliente de cada operação realizada.

A sugestão de Benzecry e Pitta é pertinente e a alteração, em linha com o art. 31⁶ da Instrução CVM nº 558, de 2015, está refletida na norma. Adicionalmente, em linha com comentário sobre as sugestões recebidas sobre taxa de performance, foi incluído dentre os arquivos a serem mantidos, os cálculos que ensejaram a cobrança da taxa de performance dos clientes enquadrados como investidores profissionais.

Com relação ao comentário do CFA, cabe novamente citar que a sugestão ficou prejudicada, tendo em vista a não aceitação da sugestão anteriormente apresentada que possibilitaria a implementação ou a execução não discricionária das ordens objeto de recomendações.

⁶ Instrução CVM nº 558: “...Art. 31. O administrador de carteiras de valores mobiliários deve manter, pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos, ou por prazo superior por determinação expressa da CVM, todos os documentos e informações exigidos por esta Instrução, bem como toda a correspondência, interna e externa, todos os papéis de trabalho, relatórios e pareceres relacionados com o exercício de suas funções.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.32. “Anexo 14-I e 14-II”

2.32.1. Outras formas de remuneração não recebida dos clientes (4.2.c) e (9.2.c)

CFA, consoante seu posicionamento quanto à vedação de recebimento de rebates mesmo para os investidores profissionais, sugere a exclusão dos itens 4.2.c do Anexo 14-I e 9.2.c do Anexo 14-II.

Em linha com o comentário ao art. 17, a sugestão não foi acatada.

2.32.2. Reputação ilibada

Icatu entende que a exigência de que trata os anexos 14-I, item 6.a, e 14-II, item 12.a, de que a pessoa natural que deseja exercer a atividade de consultoria de valores mobiliários deverá atestar que, nos últimos 5 (cinco) anos, não foi acusada em processos administrativos e nem sofreu punição em decorrência de atividade sujeita ao controle e fiscalização da CVM, Banco Central do Brasil, SUSEP ou da PREVIC, inviabilizaria a atividade de forma desproporcional por impossibilitar uma pessoa natural de exercer a função em razão de mera acusação, que não necessariamente se converterá em condenação. Desse modo, sugere, que se refira, em ambos os anexos, que se substitua o termo “acusado” por “condenado”.

As Minutas “A” e “B” foram alteradas de modo a se exigir dos candidatos a consultor de valores mobiliários e de administrador de carteiras declaração que contenha informações sobre o andamento de processos administrativos em que tenha sido acusado, punições sofridas e outras informações pessoais importantes para o investidor no momento de decidir contratar ou manter a prestação dos serviços do consultor.

2.32.3. Taxa de Performance (4.2.b) e (9.2.b)

Planejar manifesta, com relação ao item 4.2.b do Anexo 14-I e 9.2.b do Anexo 14-II, que, considerando a atuação do consultor – que se encerra na recomendação ao cliente e que não envolve, a princípio, um acompanhamento mais direto e em tempo real da evolução da sua carteira –, há uma série de dificuldades práticas (e, em função de algumas delas, até mesmo riscos para o investidor) na cobrança direta de taxas de performance.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

A participante entende que essa opção pode vir a criar incentivos que se mostrariam prejudiciais ao investidor. Contudo, comenta que a divulgação dessas informações no formulário de referência é saudável e permitirá, no futuro, acompanhar a evolução do mercado e as consequências de práticas como esta.

Em linha com comentário ao item 2.26.8 do presente relatório, a CVM inseriu no formulário de referência novos itens requerendo informações sobre metodologia de cálculo, e apuração, vinculação a um índice de referência, periodicidade de apuração e pagamento.

Adicionalmente, e reconhecendo a dificuldade de cobrança de taxa de performance e seu entendimento pelos clientes da consultoria, ainda mais numa dinâmica em que a implementação das recomendações será feita pelo cliente, a CVM inseriu novo parágrafo ao art. 15 da “Minuta A” permitindo a cobrança de taxa de performance, desde que se observe, no que for aplicável, a regulamentação específica que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, que trata de forma distinta a flexibilidade na cobrança feita para investidores, de varejo, qualificados e profissionais.

2.33. “Anexo 17”

CFA, consoante seu posicionamento quanto à vedação de recebimento de rebates mesmo para os investidores profissionais, sugere a exclusão do Anexo 17.

PLMJ Advogados, por sua vez, entende que o Anexo 17 deveria conter informação mais detalhada quanto às remunerações, benefícios ou vantagens recebidos pelo consultor. Segundo ela, mesmo que não seja fornecida informação quanto aos montantes propriamente ditos deveria ser dada informação mais concreta sobre o tipo de remunerações, benefícios ou vantagens e as entidades que os fornecem.

A sugestão do CFA está prejudicada tendo em vista a não aceitação da sua sugestão ao art. 17 no sentido de proibir, mesmo para os investidores profissionais, a prática de remuneração por meio de rebates.

Quanto à sugestão da PLMJ, no caso específico de consultores que percebam remuneração indireta por meio de rebates etc. há item específico para tal informação, respectivamente 4.2.c do Anexo 14-I e 9.2.c do Anexo 14-II. O Anexo 17 destina-se tão



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

somente a servir de termo de ciência de uma situação ensejadora de potencial conflito de interesses.

2.34. Novo “Anexo 15” - Termo de declaração de independência

Em linha com sua proposta de criação de uma classe de consultor independente, consoante sua manifestação ao art. 15, CFA sugere a inclusão de novo anexo em que o consultor, quando for o caso, e para que possa se designar como independente, declare e assine que: (i) não possui qualquer conflito de interesse com pessoas que atuem na originação, estruturação, oferta, intermediação, distribuição ou gestão de ativos financeiros; e (ii) não possui qualquer ligação direta ou indireta de natureza societária, contratual, de parentesco ou de qualquer outra natureza, com instituição financeira, instituição regulada pela Comissão de Valores Mobiliários ou assemelhada.

A independência passou a constar do caput do art. 1º como elemento inerente da atividade de consultoria tratada pela presente norma, diferenciando-se da consultoria incidental já mencionada, dentre outros, nos boxes dos itens 2.4 e 2.7 do presente relatório.

Assim, a sugestão não foi acatada.

3. Comentários à “Minuta B”

APIMEC entende que é exagerado solicitar o cancelamento do credenciamento do AAI da forma que o art. 13, § 1º, da Instrução CVM nº 497, de 2013, passa a prever. Sugere que tal previsão seja substituída por um período de licenciamento por período equivalente ao prazo dado aos analistas, de até três anos.

ACINPREV, em complemento a seu comentário ao art. 1º, § 6º, da “Minuta A”, sugere que a redação do parágrafo único do art. 1º da Instrução 497, de 2011, passe a refletir o mesmo entendimento de que a prestação de informações feita pelos agentes autônomos de investimento circunscreve-se àquelas inerentes à relação comercial com os clientes, e não inclui atividades de orientação em relação à análise e avaliação pelos clientes dos produtos oferecidos e dos serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

tenha sido contratado. Da mesma forma, propugna inserir vedação a tais atividades, atualmente não incluídas no escopo das vedações de que trata o art. 13 da referida norma.

Quanto à sugestão da APIMEC, em linha com comentário ao item 2.15, a sugestão não foi acatada. A atuação concomitante já é vedada e a exigência do cancelamento visa, acima de tudo, manter permanentemente um cadastro atualizado com participantes que efetivamente estejam exercendo a atividade regulada. Cabe salientar que os prazos para suspensão do credenciamento como agente autônomo estão contemplados nos regimentos da entidade credenciadora.

Com relação ao comentário da ACINPREV, ver comentário ao item 2.4 do presente relatório, que trata do reconhecimento da consultoria incidental à atividade de distribuição.

4. Comentário à Minuta “C”

APIMEC solicita que sejam reconhecidas as certificações CNPI (fundamentalista), CNPI-P (fundamentalista e gráfico) e CIIA da Associação Internacional ACIIA, com a qual possui convênio, para atendimento dos requisitos técnicos mínimos para obtenção do credenciamento de consultor de valores mobiliários.

A entidade relata que as duas primeiras são certificações válidas para os analistas de valores mobiliários e descreve que as mesmas exigem conhecimentos de finanças, contabilidade e legislação, materializadas em três exames a seguir (sendo o terceiro somente feito no âmbito do CNPI-P):

(i) exame de conteúdo brasileiro – CB (sistema financeiro nacional, mercado de capitais, renda fixa, derivativos, conceitos econômicos, conduta e relacionamento, governança corporativa);

(ii) conteúdo global - CG1 (que inclui um módulo voltado para análise e avaliação de ações e finanças corporativas e outro para contabilidade financeira e análise de relatórios financeiros); e

(iii) conteúdo técnico - CT1 (fundamentos de análise técnica, teoria de Dow, conceito de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

tendência, figuras gráficas, teoria das ondas de Elliot, padrões **candlestick**, indicadores, gerenciamento de risco, estratégias operacionais e **trading systems**).

Já o exame da ACIIA, segundo APIMEC, é composto de três exames num primeiro momento, um dos quais se assemelha ao CG1, além de dois exames finais (**final level**), os quais abordam finanças corporativas, economia, contabilidade e análise de relatórios financeiros, **valuation** e análise em renda fixa, ações e derivativos e administração de portfólio.

Jerffeson T. de Souza sugere que se defina a qual exame CNPI o inciso III do art. 1º se refere, uma vez que essa certificação da APIMEC, argumenta, apresenta três categorias, quais sejam: CNPI, CNPI-T e CNPI-P. O participante opina que qualquer uma delas possa ser usada para fins de credenciamento, visto que todas exigem conhecimentos amplos.

A CVM entende que o exame CNPI, seja o de formação fundamentalista, seja o de formação técnica, ou o de formação plena habilita o profissional para atuação como consultor de valores mobiliários.

Quanto à certificação da ACIIA, a minuta denota a necessária aprovação nos **Exam 1** e **Exam 2** do **final level**, os quais pressupõem a aprovação prévia nas 3 primeiras provas que consubstanciam a primeira etapa da certificação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

CFA sugere que no inciso IV do art. 1º da Minuta “C”, a exigência do Level II do programa de certificação do CFA citado seja substituído pelo Level III por ser este último que possui um foco maior na identificação do perfil do investidor, o que é fundamental para a atuação do consultor.

Além disso, sugere que a Deliberação esclareça que qualquer uma das certificações a que se referem os incisos do art. 1º, isoladamente, é suficiente para obtenção da autorização para atuar como consultor de valores mobiliários, de forma a coibir exigências adicionais de outros agentes de mercado.

Planejar sugere que se altere a redação do inciso VI de modo a refletir o fato de que a Planejar sucedeu o antigo Instituto Brasileiro de Certificação de Profissionais Financeiros - IBCPF na organização da certificação e dos exames.

A sugestão do CFA foi aceita. Cabe dizer que a Deliberação CVM nº 740, de 2015, exige, para certificação dos administradores de carteira, o Level III do programa de certificação **Chartered Financial Analyst – CFA** organizado pelo **CFA Institute**, com conteúdo relacionado a **portfolio management** e **wealth planning** e pressupõe, ademais, 4 anos de experiência, ao passo que, para o analista de valores mobiliários, os **Level I e II**, voltados para conhecimentos em finanças e **valuation**, são aceitos pela Deliberação CVM nº 633, de 2010. Nesse sentido se adotará para o consultor o mesmo exame exigido para os administradores de carteira.

A CVM também esclarece que a obtenção de qualquer uma das certificações listadas na “Minuta C” atenderá a exigência de certificação prevista no art. 3, III.

O comentário da Planejar está refletido na Minuta.

5. Outros comentários

5.1. Esclarecimentos - Obrigações aplicáveis ao administrador de carteiras



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

ANBIMA solicita esclarecimentos sobre alguns entendimentos por ela manifestados. Alude os trechos já mencionados do Relatório de Audiência Pública da Instrução CVM nº 558, de 2015, para concluir que ao gestor de recursos, quando exercer a atividade de consultoria de valores mobiliários, não se faria necessário a obtenção do registro como consultor, não obstante deva respeitar a norma específica para a atividade.

Entende também que, em relação à obrigatoriedade de envio anual do formulário de referência, que o administrador de carteiras registrado na CVM já faz jus à autorização para exercer a atividade de consultoria, portanto já está sujeito à obrigatoriedade de envio de formulário de referência previsto na Instrução CVM nº 558, de 2015, não sendo necessário o envio do formulário pela atividade de consultoria.

Em linha com o disposto no item 2.7 do presente documento, a CVM passa a reconhecer a consultoria realizada de maneira incidental e muitas vezes antecedente ao serviço de gestão de recursos e diferenciá-la do serviço de consultoria independente de valores mobiliários tal como definida no art. 1º da nova regulamentação dos consultores de valores mobiliários, que deve se constituir como uma linha de negócio autônoma, com remuneração e base de clientes distintas do serviço de gestão de recursos.

Dessa forma, não há necessidade de registro do gestor também como consultor de valores mobiliários sob a nova regra e nem tampouco a exigência de segregação de atividades, quando da realização de consultoria incidental e inerente à gestão de recursos.

Situação distinta, porém, passa a ocorrer nos casos em que uma mesma entidade possui linhas de negócios diferentes, em que, além da gestão de recursos, oferece também o serviço de consultoria de valores mobiliários independente, sendo remunerada de maneira autônoma por tal serviço e com uma base de clientes potencialmente distinta.

Nesse caso, a CVM enxerga não somente a necessidade de registro de tal participante também como consultor de valores mobiliários, com a observância de ambas as normas, mas também a segregação de atividades entre tal linha de negócio e a de gestão de recursos (ver comentário às sugestões recebidas ao art. 19 que trata da segregação de atividades). Nesses casos, cabe ressaltar, não há duplicidade de cobrança de taxa de fiscalização pela CVM.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

5.2. Credenciamento de consultores de valores mobiliários por entidade autorreguladora

APIMEC comenta sua experiência de autorregulação no segmento dos analistas de valores mobiliários desde 2010, cita diversos dispositivos da regra que regula aqueles participantes e pleiteia ser a entidade autorreguladora que poderá efetuar a habilitação de credenciamento do consultor de valores mobiliários, tanto pessoa natural quanto pessoa jurídica.

A CVM entende que o atual modelo de registro dos consultores de valores mobiliários junto à Autarquia deve ser mantido. A partir da maior robustez trazida pelo novo arcabouço regulatório, a autarquia poderá atuar mais efetivamente na supervisão das atividades dos consultores, familiarizando-se com os participantes e aprofundando-se nas práticas do setor a partir de uma norma mais estruturada, sem prejuízo de que a autorregulação venha a cumprir nesse segmento um importante papel.

6. Proposta definitiva de instrução

A proposta definitiva de instrução, incorporando as sugestões acatadas, segue em anexo ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 17 de novembro de 2017.

(Original assinado por)

ANTONIO CARLOS BERWANGER

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado