

São Paulo, 20 de março de 2017

OF. DIR – 034/2017

**Ilmo. Sr.**

**Leonardo P. Gomes Pereira**

**Presidente**

**Comissão de Valores Mobiliários (CVM)**

**Exmo. Sr.**

**Antônio Carlos Berwanger**

**Superintendente de Desenvolvimento de Mercado (SDM)**

**Comissão de Valores Mobiliários (CVM)**

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM 11/16 – Regulamentação da atividade de consultoria de valores mobiliários (“Edital”)

Prezados Senhores,

Primeiramente, parabenizamos a CVM pela iniciativa de colocar em audiência pública proposta de regulamentação da atividade de consultoria de valores mobiliários.

A ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais), na qualidade de representante das instituições que atuam nesses mercados, reuniu, em dezembro de 2016, um grupo de trabalho interdisciplinar para analisar as propostas trazidas no Edital.

Consideramos oportuna a discussão, na medida em que entendemos que as regras ora sugeridas promovem a reformulação do arcabouço regulatório da atividade, ao mesmo tempo em que dispõem condições e limites adequados à convivência com os demais participantes de mercado, já devidamente regulamentados.

Exaltamos, assim, 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.

Destacamos, também, os avanços quanto às regras de conduta, sobretudo em relação aos comandos que realçam o dever fiduciário e a independência da atividade. Por último, e considerando a proliferação, no mercado local, de plataformas digitais que prestam serviços de

consultoria, distribuição e gestão, ressaltamos a importância do tratamento dado aos robo-advisors nas minutas.

Nesse contexto, e compartilhando dos objetivos do referido Edital e desta autarquia, a ANBIMA encaminha em resposta sugestões de alteração e aprimoramentos no texto das minutas de instrução, com as correspondentes justificativas, bem como pedidos de esclarecimento em relação a pontos específicos da nova norma.

## **1. Minuta A – Regulamentação da Atividade de Consultoria de Valores Mobiliários**

A ANBIMA ressalta a conveniência e oportunidade da elaboração de nova norma referente aos consultores de valores mobiliários, tendo em vista que sua regulação atual, por meio da Instrução CVM 43/85, encontrava-se defasada frente à evolução do mercado de capitais nacional.

Nesse sentido, entendemos como salutar a identificação correta e precisa das atividades de consultoria de valores mobiliários, assim como suas obrigações e responsabilidades perante seus clientes e o mercado em geral. Dessa forma, torna-se fundamental o estabelecimento de regras que estipulem os limites dessa atividade, de forma a não confrontar ou adentrar as demais atividades reguladas por esta D. Autarquia, tais quais, as atividades de administração de recursos de terceiros, análise de valores mobiliários e distribuição de valores mobiliários.

Com base nesse contexto, a estipulação de diferenças e limites claros entre as atividades auxilia o correto enquadramento de cada participante, vis-à-vis os serviços efetivamente prestados pelo participante, e evita problemas decorrentes de eventuais assimetrias de tratamento entre o arcabouço existente para cada função.

Destacamos, ainda, que a ausência de definições claras sobre cada atividade pode ser prejudicial para o mercado de capitais, uma vez que dá margem a arbitragens regulatórias não intencionais, ou seja, possibilita que participantes registrados em uma categoria exerçam funções relativas a outra atividade regulada sem que estejam sujeitos às mesmas obrigações e responsabilidades do participante autorizado a exercê-las.

A nosso ver, é essencial que as disposições sobre a atividade de consultoria de valores mobiliários sejam capazes de assegurar que os limites objetivos da atuação dos participantes desse segmento não entrem em conflito com as regras que regem os demais participantes atualmente regulados. Cabe notar que a CVM observou no Edital a existência de casas de análises de valores mobiliários registradas como consultorias pessoa jurídica. Nesse sentido, reforçamos a necessidade de reavaliação do escopo da Instrução CVM 483, de 6 de julho de 2010, uma vez que o regime dessa norma prevê apenas o registro de analista pessoa natural.

Seguindo essas premissas, apresentamos a seguir as nossas observações.

### **1.1 Definição da atividade**

Embora a CVM busque identificar elementos que caracterizem a atividade de consultoria, conforme disposto no art. 1º, sugerimos ajuste na redação com o propósito de reforçar a individualidade do serviço prestado, 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.

Além disso, o Edital ressalta a premissa de que o consultor de valores mobiliários não tem discricionariedade para investir em nome do cliente<sup>1</sup>. Por essa razão, sugerimos alteração no texto também com o objetivo de ratificar o entendimento de que a decisão sobre a efetivação do aconselhamento é exclusivamente realizada pelo investidor.

*Art. 1º Considera-se, para os efeitos desta Instrução, consultoria de valores mobiliários a prestação dos serviços de orientação, recomendação e aconselhamento, de forma profissional e individualizada, em investimentos no mercado de valores mobiliários, cuja adoção e implementação ~~fiquem a exclusivo critério~~ sejam exclusivas do cliente.*

Com relação aos elementos indicativos da atividade de consultoria de valores mobiliários constantes do § 2º, art. 1º, entendemos que eles não são taxativos, podendo ser verificados de forma cumulativa ou não. Por isso, sugerimos o ajuste a seguir de forma a trazer maior clareza para a norma.

*§ 2º São indicativos do caráter profissional do serviço de consultoria de valores mobiliários os seguintes elementos, verificados cumulativamente ou não:*

Uma das diretrizes consideradas no Edital para a caracterização da atividade de consultoria de valores mobiliários trata-se da remuneração paga pelo cliente<sup>2</sup>. A CVM entende que as pessoas envolvidas na atividade de distribuição são remuneradas pela efetivação de vendas e geração de negócios, sendo assim remuneradas pelo seu empregador, com base, principalmente, nesses parâmetros<sup>3</sup>, diferentemente do consultor, pessoa física ou jurídica, que recebe pela recomendação individual feita ao cliente, sendo diretamente remunerado por este.

Dessa forma, considerando que o consultor tem o dever fiduciário de atuar sempre no melhor interesse do cliente, compreendendo uma atividade customizada e individual, entendemos que o pagamento da remuneração por parte do cliente é um forte indicativo do caráter profissional do serviço de consultoria de valores mobiliários, razão pela qual sugerimos o seguinte ajuste:

---

<sup>1</sup> Item 2.1 do Edital: “A definição da atividade de consultoria de valores mobiliários trazida pela Minuta considerou algumas diretrizes. A primeira foi o fato de que o consultor de valores mobiliários não implementa as suas recomendações e, conseqüentemente, não possui discricionariedade para investir em nome do seu cliente. Ou seja, ele provê o aconselhamento, mas quem decide se vai efetivá-lo e de que forma é o investidor”.

<sup>2</sup> Item 2.1 do Edital: “A terceira foi o reconhecimento de que a atividade de consultoria é remunerada e que tal remuneração, na ampla maioria dos casos deve ficar a cargo do seu contratante, isto é, o cliente”.

<sup>3</sup> Vale mencionar que o distribuidor pessoa jurídica, por sua vez, é remunerado pelo emissor do ativo distribuído.

*I – o recebimento de remuneração, paga pelo cliente, pelo serviço prestado;*

Ainda no art. 1º, § 5º, sugerimos ajustes com vistas a compatibilizar a redação com o disposto na Instrução CVM 539<sup>4</sup>, de 13 de novembro de 2013, e de reforçar o entendimento de que os distribuidores também podem recomendar produtos, nos termos da referida instrução.

*§ 5º Os agentes autônomos de investimento, gerentes de investimentos e demais empregados ou prepostos de instituições financeiras e outras pessoas ~~que atuem na~~ habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários podem prestar informações sobre os produtos oferecidos ou recomendados, e ou sobre os serviços prestados pela instituição habilitada a atuar como integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários ~~pela~~ para a qual trabalham ou pela qual tenham sido contratados, nos termos da regulamentação aplicável ao dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente, sem configurar a atividade de que trata o **caput**.*

*§ 6º A prestação de informações a que se refere o § 5º inclui as atividades de recomendação, suporte e orientação inerentes à relação comercial com os clientes.*

## 1.2 Implementação de ordens

A possibilidade de implementação de ordens no âmbito da atividade de consultoria de valores mobiliários é questão relevante no que se refere a evitar assimetrias não pretendidas entre os entes regulados. No Edital, a CVM considerou, entre outras premissas, o fato de o consultor de valores mobiliários não poder implementar as recomendações sugeridas a seus clientes<sup>5</sup>, devendo o investidor decidir se irá efetivar a recomendação e de que forma.

Concordamos com esse ponto e entendemos 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.

Quando deparada com um problema similar no contexto de agentes autônomos, esta D. Autarquia entendeu por bem vedar a outorga de procuração pelo cliente ao agente autônomo de

---

<sup>4</sup> Art. 1º “As pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários não podem recomendar produtos, realizar operações ou prestar serviços sem que verifiquem sua adequação ao perfil do cliente”.

<sup>5</sup> Edital de Audiência Pública SDM 11/16: “A primeira foi o fato de que o consultor de valores mobiliários não implementa as suas recomendações e, conseqüentemente, não possui discricionariedade para investir em nome do seu cliente. Ou seja, ele provê o aconselhamento, mas quem decide se vai efetivá-lo e de que forma é o investidor”.

investimento (“AAI”), no âmbito da Instrução CVM 497, de 3 de junho de 2011 (ICVM 497), conforme disposto no respectivo Relatório de Audiência Pública SDM 03/10:

*“Colocar os agentes autônomos como procuradores dos clientes, ainda que em ficha cadastral, significa dizer que as ordens vêm dos próprios agentes autônomos.*

*Inicialmente, tal sistema é inadequado por impedir o funcionamento dos controles de ordens do intermediário. O agente autônomo apenas pode inserir as ordens em favor de clientes quando as tiver recebido daqueles. Se ele é a fonte da ordem, perde-se a cadeia de atos que permite a resolução de eventuais conflitos. Mas mais do que isso, tal sistema faz presumir que o agente autônomo administra a carteira do cliente, o que já é vedado hoje – não há como aceitar que o profissional contratado pelo intermediário para atividades de distribuição e, no mais das vezes, remunerado com base em negócios gerados, possa ser considerado representante, procurador ou gestor do cliente.”* (grifo nosso)

Vê-se, portanto, que o entendimento da CVM é semelhante quanto ao recebimento de procuração, que, 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.

Assim, uma vez que o consultor de valores mobiliários não poderá realizar a administração discricionária da carteira de clientes, conforme premissa indicada no Edital, 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 valores mobiliários sem a obtenção do respectivo registro, possibilitando uma assimetria regulatória no exercício de tal atividade.

Vale salientar, ainda, que a outorga de procuração ao consultor atrai complexidades regulatórias adicionais típicas da atividade de gestão, tais como, a necessidade de existência de processos internos para o tratamento das ordens, de forma a evitar que um cliente do consultor seja prejudicado em detrimento de outro, em especial com relação à priorização de ordens e ao preço dos ativos que deverão ser adquiridos.

Deve-se considerar, ainda, 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, que podem existir em grande número no contexto de investidores de varejo, não identificamos razão

para que seja facultado ao consultor de valores mobiliários receber procuração outorgada por parte do cliente.

Nesse sentido, visando mitigar futuras divergências que possam ocorrer na interpretação da norma ora proposta, sugerimos a inclusão do parágrafo 7º no art. 1º da minuta.

*§ 7º É vedado ao consultor de valores mobiliários atuar como procurador ou representante de seus clientes perante instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, para quaisquer fins.*

### 1.3 Remuneração

#### 1.3.1 Rebate

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. A própria autarquia informa no Edital que tem interesse em obter comentários sobre esse tema.

É entendimento que o rebate está vinculado à atividade de distribuição de valores mobiliários e que a obtenção de valores dessa natureza enseja um potencial conflito de interesses: de um lado, o serviço de recomendação e/ou 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/ou alocarem valores mobiliários em função de eventual taxa de rebate, não atuando no melhor interesse dos investidores<sup>6</sup>.

Nesse sentido, a Instrução CVM 558, de 26 de março de 2015 (ICVM 558), 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):

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

*(...)*

---

<sup>6</sup> De acordo com o item 3.4 do Edital de Audiência Pública 04/14: “O pagamento de uma parcela da taxa de administração de um dado fundo investido para administradores e gestores de fundos de cotas que nele invistam é uma forma de remuneração pela atividade de distribuição que está presente em diversas estruturas de fundos de fundos. Entretanto, esse mecanismo apresenta uma série de problemas relacionados com a proteção ao investidor e o seu tratamento equitativo, dentre os quais: a) a possibilidade de ocorrência de conflito de interesse entre a adequada prestação dos serviços de gestão ou distribuição de fundos e a maior remuneração recebida pelo gestor ou administrador dos diferentes fundos que podem ser adquiridos; e b) nos moldes atuais, o custo da distribuição não é adequadamente divulgado, o que leva o investidor a crer que não está pagando pela distribuição do fundo. Além disso, reduz o estímulo para uma maior competição entre diferentes distribuidores e também diferentes administradores”.

*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”.*

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, entendemos 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 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.

Ademais, a atividade de consultoria de valores mobiliários é mais restrita do que a atividade de administração de carteira de terceiros, uma vez que não têm discricionariedade para a execução de suas recomendações, e, em razão do exposto, concluímos que permitir ao consultor de valores mobiliários receber taxa de rebate poderia gerar uma assimetria entre as atividades.

Assim, solicitamos a exclusão do parágrafo único, do art. 17, bem como do Anexo 17 (Termo de Ciência de Potencial Conflito de Interesses).

*V – receber qualquer remuneração, benefício ou vantagem, direta ou indiretamente por meio de partes relacionadas, que potencialmente prejudique a independência na prestação de serviço de consultoria de valores mobiliários.*

~~*Parágrafo único. A vedação de que trata o inciso V não incide sobre a consultoria prestada a clientes classificados como investidores profissionais, desde que eles assinem termo de ciência, nos termos do Anexo 17.*~~

Além disso, de acordo com o entendimento de que deve ser vedado, sem exceções, o recebimento de qualquer remuneração que prejudique a independência na prestação do serviço de consultoria, solicitamos ajuste no inciso VII, art. 15, bem como a supressão do item “c” do tópico 4.2 do Anexo 14-I (Formulário de Referência Pessoa Física) e do item “c” do tópico 9.2 do Anexo 14-II (Formulário de Referência Pessoa Jurídica):

*Art. 15*

*(...)*

*VII – transferir ao cliente qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua condição de consultor de valores mobiliários, ~~exceto na hipótese do parágrafo único do art.17;~~*

*Anexo 14-I (4.2)*

*~~c. no caso de clientes profissionais, nos termos da regulamentação específica, remunerações, tais como rebates e outras formas de remuneração que não sejam diretamente recebidas de seus clientes de consultoria que estejam relacionadas com previsão existente no parágrafo único do art. 17~~*

*Anexo 14-II (9.2)*

*~~c. no caso de clientes profissionais, nos termos da regulamentação específica, remunerações, tais como rebates e outras formas de remuneração que não sejam diretamente recebidas de seus clientes de consultoria que estejam relacionadas com previsão existente no parágrafo único do art. 17~~*

### **1.3.2 Taxa de performance**

O Edital trouxe, disposta no formulário de referência, a possibilidade de o consultor ser remunerado pelo serviço prestado por meio de taxa de performance. No entanto, nenhuma referência a esse aspecto foi tratada na minuta.

Há de se notar que consideramos 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. Entendemos, porém, 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. Ademais, deve ser estabelecida, nesse caso, para o consultor, a obrigatoriedade de dar transparência ao cliente quanto às metodologias e regras operacionais para a cobrança da referida taxa.

Nesse sentido, sugerimos as inclusões abaixo no art. 15 da minuta, de forma a refletir o entendimento exposto:

*Art. 15 O consultor de valores mobiliários deve observar as seguintes regras de conduta:*

*(...)*

*III – cumprir fielmente o contrato firmado com o cliente, prévia e obrigatoriamente por escrito, o qual deve conter as características dos serviços a serem prestados, dentre as quais se incluem:*

*a) descrição detalhada da remuneração cobrada pelos serviços;*

*(...)*

*§ 1º Na hipótese de remuneração com base na performance, a descrição referida na alínea a, do inciso III, deverá contemplar a metodologia de cálculo e apuração, vinculação a um índice de referência, periodicidade de apuração e pagamento;*

*§ 2º O recebimento de remuneração por meio da taxa de performance referida no parágrafo acima é permitido somente quando o serviço for prestado a clientes classificados como investidores qualificados;*

~~*Parágrafo único.*~~ *§ 3º Diante de uma situação de conflito de interesses, o consultor deve informar ao cliente que está agindo em conflito de interesses e as fontes desse conflito, antes de prestar a consultoria.*

## **1.4 Escopo de atuação**

### **1.4.1 Exercício e segregação da atividade**

Os arts. 2º e 19, inciso I, da minuta estão em conflito com a ICVM 558, 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.

A referida instrução, 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”.

Não obstante o disposto no parágrafo anterior, destacamos os seguintes comentários feitos por esta D. Autarquia no relatório da Audiência Pública SDM 10/14, da ICVM 558:

*“As sugestões foram consideradas pertinentes e estão refletidas na norma. A CVM decidiu acatar a proposta de permitir a acumulação das atividades de administração de carteiras e consultoria de valores mobiliários, sem a obrigatoriedade de segregação, ainda que altamente recomendável, haja vista as regras de conduta, em especial relacionadas à identificação e ao gerenciamento de conflitos de interesses, procedimentos e controles internos, a serem implantados com a entrada em vigor da nova instrução.*

(...)

*“Como ressaltado anteriormente neste relatório, porém, determinou-se que o gestor que prestar consultoria de valores mobiliários deve respeitar, além da norma específica sobre a atividade, a regra da proposta definitiva de instrução que determina o disclosure prévio, caso o administrador esteja em situação de conflito de interesses. Não se considerou necessário, todavia, determinar que o cliente não possa contratar os serviços de administração de carteira e consultoria de valores mobiliários de um mesmo gestor de recursos.; e*

*“A CVM passou a permitir a acumulação das atividades de administração de carteiras de valores mobiliários e de consultoria, sem a adoção obrigatória da segregação das atividades. Logo, não há empecilhos para que o mesmo diretor atue nas duas tarefas.”*

Além disso, a CVM já se manifestou, no âmbito do Edital de Audiência Pública 14/11, no sentido de que a inteligência por trás dos serviços de gestão de recursos e consultoria de valores mobiliários é bastante similar e não faria sentido exigir conhecimento ou estrutura diversa para gestores e consultores<sup>7</sup>, demonstrando que é possível uma mesma área prestar os dois serviços, desde que haja os devidos processos e controles internos para tratamento da informação e eventuais conflitos de interesses com o cliente.

Nesse sentido, entendemos que a existência de regras de conduta, em especial as relacionadas à identificação e ao gerenciamento de conflito de interesses, procedimentos e controle internos, seria suficiente para a acumulação das atividades de consultoria e gestão de recursos, razão pela qual não seria necessária a segregação física entre tais atividades.

Por outro lado, entendemos que a atividade de consultoria deve estar segregada, inclusive fisicamente, de outras áreas responsáveis pela condução de atividades potencialmente

---

<sup>7</sup> De acordo com o item 3.4 do Edital de Audiência Pública 14/11: *“Mais do que isso, a CVM concluiu que o registro na categoria gestor de recursos é suficiente para que o administrador preste adequadamente consultoria de valores mobiliários, o que foi refletido no § 1º do art. 2º da proposta definitiva de instrução. Afinal, a inteligência por trás dos serviços de gestão de recursos e consultoria de valores mobiliários é bastante similar e não faria sentido exigir conhecimento ou estrutura diversa para gestores e consultores”.*

conflitantes com a atividade de consultoria, como intermediação, distribuição, estruturação e originação de produtos.

Dessa forma, sugerimos alteração no texto conforme segue:

*Art. 19. ~~No~~ O exercício da consultoria de valores mobiliários deve ser **segregado assegurada a completa segregação em relação às** das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica, **exceto no que se refere à atividade de gestão de recursos**, devendo ser adotados procedimentos operacionais objetivando:*

*I – **garantir a segregação física de instalações entre a área responsável pela consultoria de valores mobiliários e as áreas responsáveis pela intermediação, distribuição, estruturação e originação de valores mobiliários e/ou produtos** ~~por diferentes atividades prestadas relativas ao mercado de valores mobiliários que sejam objeto de orientação, recomendação e aconselhamento pelo consultor de valores mobiliários, exceto a atividade de administração de carteira de valores mobiliários;~~*

*(...)*

*Parágrafo único. Para o cumprimento do disposto no **caput** e seus incisos, o consultor de valores mobiliários pessoa jurídica deve manter manuais escritos, que detalhem as regras e os procedimentos adotados relativos à:*

*I – **segregação das atividades, com o objetivo de demonstrar a total separação entre a área responsável pela atividade de consultoria e** ~~das áreas mencionadas no inciso I~~ **ou apresentar as regras de segregação adotadas;** e*

#### 1.4.2 Vedações

No art. 17, entendemos que a vedação trazida no inciso I inviabilizaria a atividade de consultoria de valores mobiliários por parte de instituições financeiras. Observamos que a Instrução CVM 400, de 29 de dezembro de 2003, em seu art. 48, inciso II, alínea “g”, excetua o administrador de carteiras de terceiros da vedação de negociação de valores mobiliários do mesmo emissor ou espécie do ativo objeto de oferta, na qual o administrador seja o emissor, o ofertante ou a instituição intermediária contratada.

Nesse sentido, 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, entendemos que deve ser

permitido ao consultor recomendar valores mobiliários em relação aos quais ele tenha atuado na estruturação e/ou originação. Diante disso, sugerimos alteração no texto conforme segue:

*Art. 17. É vedado ao consultor de valores mobiliários:*

*I – atuar na estruturação e originação de produtos que sejam objeto de orientação, recomendação e aconselhamento aos seus clientes **sem a observância das regras e dos procedimentos de controles internos e segregação de atividades previstos nos arts. 18 e 19 desta Instrução;***

#### **1.4.2.1 Possibilidade de recomendação de valores mobiliários objetos de distribuição pública por partes relacionadas ou por pessoa jurídica que detenha licença para atividade de distribuição e consultoria**

Gostaríamos de trazer à atenção desta autarquia que a ICVM 558, em seu art. 17, § 4º, traz a previsão de 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”.

Da leitura do art. 17, § 4º, da ICVM 558 entendemos que, num cenário em que uma mesma pessoa jurídica tenha autorização para administração de carteiras de valores mobiliários e para distribuição de valores mobiliários, observadas as devidas segregações entre as áreas internas que exerçam tais atividades, é permitido que o administrador de recursos de terceiros subscreva, em favor dos fundos de investimentos e carteiras administradas sob sua gestão, a valores mobiliários distribuídos publicamente pela área de distribuição da mesma pessoa jurídica (ou de partes relacionadas que exerçam atividades de distribuição de valores mobiliários) desde que a referida distribuição e subscrição de valores mobiliários ocorra nas mesmas condições de mercado.

A nosso ver, 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, à medida que (i) não priva os clientes do administrador de carteiras de terem ativos que sejam 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, entendemos que a exceção trazida no art. 17, § 4º, da ICVM 558 deveria ser aplicada à norma de consultoria de valores mobiliários, fazendo-se as adaptações necessárias. Por

exemplo, o requisito previsto no referido artigo da ICVM 558 para que o administrador de carteira subscreva aos valores mobiliários em condições idênticas às que prevalecerem no mercado ou em que o administrador contrataria com terceiros é plenamente factível no contexto de administração de carteiras, no entanto, considerando que o consultor não detém, por definição, discricionariedade para executar suas recomendações, o consultor não teria poderes para cumprir esse requisito, dado que a decisão e implementação do investimento cabe ao cliente.

Não obstante, nos parece que a ausência de discricionariedade do consultor para a subscrição dos valores mobiliários é um elemento que mitiga de maneira ainda mais efetiva o eventual conflito de interesses, de forma que a impossibilidade fática de o consultor cumprir o requisito referido no parágrafo anterior, qual seja, subscrever valores mobiliários em condições de mercado, não deveria ser um óbice a que o conceito regulatório subjacente ao art. 17, § 4º, da ICVM 558 seja previsto também na norma aplicável à consultoria de valores mobiliários.

Dessa forma, entendemos ser justificável que a exceção prevista no art. 17, § 4º, da ICVM 558 também seja refletida na nova instrução de consultoria de valores mobiliários. Sugerimos a seguir inclusão no art. 17:

*Parágrafo único. Nos casos de distribuição pública em que a pessoa jurídica responsável pela consultoria de valores mobiliários, ou partes relacionadas, participe do consórcio de distribuição, é admitida a recomendação, para o cliente, dos valores mobiliários objeto da distribuição pública.*

Adicionalmente, em que pese o art. 17, § 4º, da ICVM 558 utilizar o termo “subscrição”, entendemos que não deveria haver diferenças entre uma oferta pública primária e uma oferta pública secundária. Nesse sentido, sugerimos a substituição do termo “subscrição” pelo termo “negociação” na redação do art. 17, § 4º, da ICVM 558.

### 1.5 Ajustes redacionais

Sugerimos, a seguir, ajustes redacionais com o objetivo de trazer maior clareza a alguns dispositivos da norma proposta. No art. 4º, sugerimos alterações pontuais no §1º, § 3º e § 6º.

*§ 1º É vedada a utilização, na denominação da pessoa jurídica de que trata o caput, de siglas e de palavras ou expressões que induzam o investidor a erro ~~na denominação da pessoa jurídica de trata o caput.~~*

*§ 3º Na hipótese de impedimento de qualquer dos diretores responsáveis pela consultoria ~~de carteira~~ de valores mobiliários por prazo superior a 30 (trinta) dias, o substituto deve assumir a referida responsabilidade, devendo a CVM ser comunicada, por escrito, no prazo de 1 (um) dia útil a contar da sua ocorrência.*

*§ 6º Sem prejuízo do disposto no § 5º deste artigo, os diretores responsáveis de que tratam os incisos III e IV, ~~só~~ podem ser responsáveis pela mesma atividade em sociedades controladoras, controladas, coligadas ou sob controle comum.*

Em relação ao art. 15, sugerimos alterações no inciso II e item “d” do inciso III:

*II – desempenhar suas atribuições de modo a **buscar** atender aos objetivos de investimento de seus clientes, levando em consideração a sua situação financeira e o seu perfil;*

*d) quando aplicável, os riscos inerentes aos diversos tipos de operações com valores mobiliários nos mercados de bolsa, de balcão, nos mercados de liquidação futura, explicitando, **sempre que for o caso**, que a aplicação em derivativos pode resultar em perdas superiores ao investimento realizado, e nas operações de empréstimo de ações; e*

No inciso II do art. 17, sugerimos:

*II – proceder a qualquer tipo de modificação relevante nas características básicas dos serviços que presta **sem a prévia formalização adequada nos termos previstos no contrato e na regulação** ~~exceto quando houver autorização, prévia e por escrito, do cliente;~~*

Em referência ao art. 19, propomos:

*III – a preservação de informações confidenciais por todos os seus administradores, colaboradores e funcionários, ~~proibindo a transferência de tais informações a pessoas não habilitadas ou que possam vir a utilizá-las indevidamente;~~*

Sugerimos o ajuste de referência ao inciso V, do art. 18:

*V – segregar as diversas atividades que desempenhem, nos termos do art. ~~20~~**19** da presente Instrução; e*

Sugerimos o seguinte ajuste de referência prevista nos arts. 3º e 2º, dos Anexos 5-I e 5-II, respectivamente:

*Art. 3º Caso o requerente queira solicitar a autorização para o exercício da atividade de consultoria de valores mobiliários com base no § 1º do art. ~~2~~**1**º desta Instrução, deve indicar o mercado em que pretende atuar.*

*Art. 2º Caso o requerente queira solicitar a autorização para o exercício da atividade de consultoria de valores mobiliários com base no § 1º do art. 21º desta Instrução, deve indicar o mercado em que pretende atuar.*

## **1.6 Esclarecimentos**

### **1.6.1 Obrigações aplicáveis ao administrador de carteiras**

A ICVM 558 permite a acumulação das atividades de administração de valores mobiliários e a atividade de consultoria. No relatório de audiência pública da referida norma, a CVM reflete o entendimento de que “o registro na categoria gestor de recursos é suficiente para que o administrador preste adequadamente consultoria de valores mobiliários, o que foi refletido no § 1º do art. 2º da proposta definitiva de instrução. Afinal, a inteligência por trás dos serviços de gestão de recursos e consultoria de valores mobiliários é bastante similar e não faria sentido exigir conhecimento ou estrutura diversa para gestores e consultores.” Dessa forma, entendemos que ao gestor de recursos, quando exercer a atividade de consultoria de valores mobiliários, não se faz necessário o registro como consultor, não obstante deverá respeitar a norma específica para a atividade.

Em relação à obrigatoriedade de envio anual do formulário de referência, observamos 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 ICVM 558, não sendo necessário o envio do formulário pela atividade de consultoria.

### **1.6.2 Previsão do exercício de consultoria no objeto social**

O art. 4º, inciso II, da minuta traz a obrigatoriedade de o consultor, pessoa jurídica, ter em seu objeto social o exercício de consultoria de valores mobiliários.

Em analogia ao disposto pela Deliberação CVM 475/2004<sup>8</sup>, 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, gostaríamos de requerer a aplicação da mesma exceção quando as referidas entidades exercem a atividade de consultoria de valores mobiliários.

### **1.6.3 Requisitos de sócios controladores diretos e indiretos**

---

<sup>8</sup> Deliberação CVM 475/04: “Dispensa o atendimento, por bancos comerciais, caixas econômicas, bancos múltiplos sem carteira de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, entidades fechadas de previdência privada e sociedades seguradoras, da condição prevista no inciso I do art. 7º da Instrução CVM 306, de 5 de maio de 1999”.

A minuta proposta prevê, 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, entendemos razoável que apenas aqueles sócios controladores que atuarem efetivamente na administração da sociedade devem cumprir tais requisitos.

Dessa forma, solicitamos esclarecimentos de forma a prever o disposto.

Por fim, aproveitamos, mais uma vez, para parabenizar a CVM pelo esforço na elaboração dessa norma e pela oportunidade que concede aos participantes de mercado de se manifestarem na audiência pública.

Sendo o que nos cumpre para o momento e contando com a habitual atenção de V.S.as na avaliação de nossas sugestões, renovamos os nossos votos de elevada estima e distinta consideração.

Atenciosamente,

ORIGINAL ASSINADO POR:

**Carlos Ambrósio**  
Vice-Presidente da ANBIMA

**Richard Ziliotto**  
Diretor da ANBIMA