

São Paulo, 20 de março de 2017

À

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM)

Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

*Via e-mail*

**Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 11/16**

Prezado Srs.,

É com grande satisfação que a **PLANEJAR – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PLANEJADORES FINANCEIROS** (“Planejar”), entidade não governamental e sem fins lucrativos que sucedeu o **IBCPF – INSTITUTO BRASILEIRO DE CERTIFICAÇÃO DE PROFISSIONAIS FINANCEIROS** com o objetivo de implantar, certificar e controlar a atividade de planejador financeiro pessoal, bem como de representar os profissionais que desenvolvem atividades de planejamento financeiro perante o mercado, agentes do governo e sociedade em geral, vem apresentar suas considerações sobre o Edital de Audiência Pública SDM nº 11/16 (“Edital”).

Como é do conhecimento dessa Autarquia, em razão de seus objetivos institucionais, a Planejar possui um interesse natural em acompanhar e contribuir para as discussões sobre a regulamentação da atividade de consultoria de valores mobiliários, uma das categorias regulatórias mais diretamente relacionadas às atividades de planejamento financeiro.

As considerações aqui apresentadas têm como principal objetivo oferecer subsídios para o trabalho que já vem sendo desenvolvido, de forma bastante transparente e participativa, por esta Comissão de Valores Mobiliários e, em especial, por suas Superintendências de Desenvolvimento de Mercado e de Relações com Investidores Institucionais, destacando alguns aspectos que entendemos serem cruciais em uma norma futura sobre o tema. Não temos, assim, a pretensão de esgotar o assunto.

Esta carta se encontra dividida em três partes. A primeira parte compara de modo esquemático as funções e características de algumas figuras comumente associadas ao consultor de valores mobiliários, com destaque para a atuação dos profissionais com **Certificação CFP®**. Partindo dessa comparação, a segunda parte discute alguns pontos mais concretos do Edital. A terceira parte finaliza com algumas conclusões da Planejar.

#### **I. ALGUMAS FIGURAS ASSOCIADAS AO CONSULTOR DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Como já tivemos a oportunidade de esclarecer em outras ocasiões, 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.

Nas discussões internas que levaram às considerações que serão apresentadas a seguir, a Planejar procurou explorar algumas diferenças entre a figura do

consultor de valores mobiliários e outros participantes associados à realização de investimentos. O resultado desse exercício conceitual pode ser resumido de forma bastante esquemática na tabela a seguir:

Participante	Atividade preponderante	Vínculo preponderante: cliente ou instituição?	Realiza esforço de venda ou distribuição?	Realiza algum tipo de recomendação?	Fonte de remuneração
Agente autônomo de investimento	Distribuição / venda	Instituição	Sim	Recomendação “vinculada” a produtos da instituição	Instituição com que possui vínculo
“Consultor” de instituição financeira	Distribuição / venda	Instituição	Sim	Recomendação “vinculada” a produtos da instituição	Instituição com que possui vínculo
<b>Consultor de valores mobiliários</b>	<b>Recomendação</b>	<b>Cliente</b>	<b>Não</b>	<b>Recomendação “não vinculada”</b>	<b>Cliente</b>
<b>Profissional CFP</b>	<b>Recomendação</b>	<b>Cliente</b>	<b>Não</b>	<b>Recomendação “não vinculada”</b>	<b>Cliente e/ou instituição/produto recomendado</b>
Administrador de carteira de valores mobiliários	Gestão discricionária	Cliente	Pode distribuir fundos sob sua gestão	Pode atuar como consultor de valores mobiliários: recomendação “não vinculada”	Cliente, admitido “rebate” em caso de investidor profissional que se declare ciente

As distinções referidas acima são importantes na medida em que ajudam a delinear de forma mais clara o regime jurídico dos consultores de valores mobiliários, que passaremos a explorar na sequência, com nossos comentários sobre o Edital.

## II. COMENTÁRIOS AO EDITAL

Esta seção se encontra dividida em quatro subseções, cada uma delas dedicada a um ponto da regulamentação futura, tal como proposta no Edital e, mais especificamente, na sua “Minuta A” e na “Minuta C”. Os dispositivos aqui comentados são referidos na ordem em que aparecem nas Minutas.

## II.1. Escopo de atuação do consultor de valores mobiliários (art. 1º da Minuta A)

A Planejar considera salutar o esforço da CVM de enunciar de modo claro o escopo de atuação do consultor de valores mobiliários, sobretudo em razão da necessidade de distingui-lo de outros profissionais, regulados ou não regulados. Nessa linha, a Planejar gostaria de sugerir ainda outros aprimoramentos, no sentido de dar maior concretude àquela definição da CVM.

As sugestões da Planejar estão relacionadas também à percepção de que, sendo 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 ainda são bastante vagos. Na realidade, nenhum desses critérios “indicativos” deveria ofuscar o fato de que a presença de qualquer um deles, mesmo em níveis bastante conservadores, caracterizaria, na imensa maioria dos casos, o próprio exercício dessa atividade regulada. No limite, convém destacar que **o próprio requisito da “profissionalidade” já está embutido na noção de “prestação de serviços” (que é, afinal, atividade organizada).**

Por conta disso, a Planejar sugere a seguinte redação para esse dispositivo:

“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,~~ em investimentos no mercado de valores mobiliários, cuja adoção e implementação fiquem a exclusivo critério do cliente.

§ 1º A prestação de serviço de que trata o caput pode se dar por meio de uma ou mais das seguintes formas de orientação, recomendação e aconselhamento:

I – sobre classes de ativos, valores mobiliários ou veículos de investimento;

II – sobre títulos, valores mobiliários ou veículos de investimento específicos; e

III – sobre prestadores de serviços no âmbito do mercado de valores mobiliários. ; e

~~IV – sobre outros aspectos relacionados às atividades abarcadas pelo caput.~~

~~§ 2º São indicativos do caráter profissional do serviço de consultoria de valores mobiliários:~~

~~I – o recebimento de remuneração pelo serviço prestado;~~

~~II – a habitualidade da prestação do serviço; e~~

~~III – o número de clientes.~~

[...]”.

## **II.2. Vedação ao recebimento de remuneração de terceiros (arts. 15, inciso VII, e 17, inciso V e parágrafo único, da Minuta A).**

À semelhança do que dispõem as normas sobre administração de carteira de valores mobiliários e fundos de investimento editadas pela CVM, o Edital propõe que o consultor de valores mobiliários seja remunerado exclusivamente por seu cliente, proibindo quaisquer arranjos que passem, por exemplo, pelo recebimento (isolado ou combinado) de comissões ou de “rebate” (provenientes de terceiros) pela indicação de valores mobiliários ou de prestadores de serviços (arts. 15, inciso VII, e 17, inciso V).

Tal vedação é excepcionada pelo Edital no caso de investidores profissionais que se declarem expressamente cientes da possibilidade de arranjos remuneratórios como esses (art. 17, parágrafo único).

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.

O que se está discutindo aqui, portanto, é o 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.

Há alguns motivos, relacionados sobretudo às características do mercado e do público brasileiros, mas também às peculiaridades dos serviços prestados, pelos quais a Planejar 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.

Esta é a primeira ocasião em que a CVM aponta e delimita, de forma mais clara, o escopo e o regime da atuação do consultor de valores mobiliários. Trata-se, justamente por isso, de uma oportunidade singular de avançar em temas centrais ao desenvolvimento do mercado brasileiro de valores mobiliários – temas estes a que a autarquia vem se dedicando, já há bastante tempo, em outras frentes –, a exemplo da inclusão e da educação financeira.

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.

Nesse contexto, 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 invariavelmente afeta os profissionais autônomos e independentes.

A opção que a CVM afinal adotar tem o potencial, portanto, 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 – como se sabe, 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/compromisso que existe a cada caso. Por que fechar a porta

para o desenvolvimento de atividades que, realizando-se em defesa direta dos interesses dos clientes, remunerem-se daquela maneira? Não seria, a opção consolidada na minuta, uma simplificação que, ao final, reforçaria modelos truncados de prestação de serviços?

Mas há ainda outros motivos pelos quais a opção mais restritiva da CVM deve ser reconsiderada.

O primeiro deles diz respeito ao fato de 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.

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.

O segundo motivo – já sinalizado acima – está relacionado ao fato de 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.

Finalmente, a 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 indício 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.

A existência desse regime, que está indiscutivelmente associado à certificação, representa uma ferramenta adicional de controle, capaz de conferir maior seriedade à atuação desses profissionais, inclusive no que diz respeito à necessidade de agir de forma efetivamente transparente, dando conhecimento, ao cliente, dos conflitos potenciais e da sua origem.

Em vista disso, a Planejar propõe a seguinte redação para os dispositivos aqui discutidos:

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

[...]

~~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;~~

VII – dar ampla transparência e divulgação ao cliente dos componentes de sua remuneração, com destaque para aqueles que provenham de terceiros, e dos conflitos que tais arranjos remuneratórios possam representar, na forma do parágrafo único;

[...]”.

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

[...]

IV – omitir informações sobre conflito de interesses e riscos relativos ao objeto da

consultoria prestada. ~~;-e~~

~~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.”~~

### **II.3. Cobrança de taxa de performance por consultor de valores mobiliários (item 4.2(b) do Anexo 14-I e item 9.2(b) do Anexo 14-II)**

O formulário de referência pede que os consultores pessoas jurídicas e naturais divulguem, nos seus formulários de referência, o percentual de sua receita (no período ali assinalado) proveniente de taxa de performance de seus clientes.

Embora seja a favor de arranjos remuneratórios flexíveis, a Planejar aproveita a ocasião para manifestar algumas impressões sobre a cobrança de taxa de performance por consultores.

Considerando a atuação desse profissional, 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, a Planejar considera haver uma série de dificuldades práticas (e, em função de algumas delas, até mesmo riscos para o investidor) na cobrança direta de taxas de performance. Mais do que isso, entendemos que essa opção pode vir a criar incentivos que, ao cabo, se mostrariam prejudiciais ao investidor.

Espera-se, contudo, 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.

#### **II.4. Art. 1º, inciso VI, da Minuta C**

Finalmente, a Planejar gostaria de destacar que sucedeu o antigo IBCPF – Instituto Brasileiro de Certificação de Profissionais Financeiros e que, desde então, a certificação CFP® e os exames para a sua obtenção passam a ser organizados, no Brasil, pela própria Planejar.

Em função disso, a Planejar sugere a seguinte redação para esse dispositivo:

“Art. 1º Os seguintes exames de certificação são aceitos pela CVM para fins de obtenção de autorização como consultor de carteiras de valores mobiliários:

[...]

VI – **Certified Financial Planner – CFP** organizado **pela Planejar – Associação Brasileira de Planejadores Financeiros** ~~pele Instituto Brasileiro de Certificação de Profissionais Financeiros.~~”

### **III. CONCLUSÃO**

A Planejar reconhece a iniciativa e o empenho da CVM na discussão de um arcabouço regulatório moderno e robusto, sempre de forma transparente e participativa. Por conta disso, é com imensa satisfação que nos colocamos à disposição da CVM e desta Superintendência para auxiliar, com a experiência profissional de seus associados, acumulada em anos de atuação, na construção dos caminhos que levarão a um mercado mais eficiente, transparente e ético.



Sendo essas as considerações que nos pareceram oportunas, renovamos nossos votos de estima e subscrevemos.

**PLANEJAR – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PLANEJADORES FINANCEIROS**