

São Paulo, 20 de março de 2017.

À

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)**

**Superintendência de Desenvolvimento de Mercado**

Rua Sete de Setembro, nº 111 – 23º andar – Centro – CEP 20050-901

Rio de Janeiro – RJ

[audpublicaSDM1116@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM1116@cvm.gov.br)

Ref: Edital de Audiência Pública SDM nº 11/16 – Regulamentação da atividade de Consultoria de Valores Mobiliários.

Prezados Senhores,

- 
1. Inicialmente apresentamos os nossos cumprimentos a essa Autarquia pela iniciativa da Audiência Pública SDM nº 11/16, tendo em vista a clara necessidade e urgência da melhoria da normatização e regulamentação da atividade das Consultorias de Valores Mobiliários.
  2. **A Associação das Consultorias de Investimento e de Previdência – ACINPREV** é uma entidade sem fins lucrativos, constituída em 15/04/2015 por empresas de Consultoria de Valores Mobiliários autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), cuja base de clientes são entidades gestoras de Regimes Próprios de Previdência Social (“RPPS”).
  3. A ACINPREV tem por objeto, dentre outros, amparar os legítimos interesses das Associadas perante o poder público, além de representa-las em assuntos relativos aos mercados financeiro e de capitais.

4. Não há dúvidas que atualmente as entidades de classe desenvolvem por meio de suas ações um importante papel no auxílio da conscientização, fiscalização e auto-regulamentação, criando espaços de compartilhamento de informações e valorização do respectivo segmento, zelando ainda pela ética e empreendendo esforços na defesa de seus profissionais.
5. De fato, no mercado financeiro e de capitais revela-se fundamental o papel de apoio aos investidores desempenhado pelas Consultorias de Valores Mobiliários, que são detentoras de conhecimentos multidisciplinares como economia, finanças, normas e práticas nos mercados financeiro de capitais, além do suporte jurídico.
6. Acreditamos que é muito oportuna a revisão da Instrução CVM nº 43/85, e encaminhamos a seguir as nossas sugestões e comentários em relação às minutas de Instrução.

(I)

**ACUMULAÇÃO DAS ATIVIDADES DE CONSULTORIA  
E ADMINISTRAÇÃO DE CARTEIRA**

7. Na linha do disposto na recente Instrução CVM 558/2015 (Art. 2º, §1º), o art. 4º, inc. III da Minuta “A”, ao tratar o Consultor de Valores Mobiliários Pessoa Jurídica, estabelece:

Art. 4º - Para fins de obtenção e manutenção da autorização pela CVM, o consultor de valores mobiliários, pessoa jurídica, deve atender os seguintes requisitos:

(...)

III – atribuir a responsabilidade pela **atividade de consultoria de valores mobiliários a um diretor estatutário, o qual deve estar registrado na CVM como consultor de valores mobiliários ou como administrador de carteira de valores mobiliários**, nos termos da regulamentação específica;  
(...)

§ 5º O diretor responsável pela consultoria de valores mobiliários não pode ser responsável por nenhuma outra atividade no mercado de valores mobiliários, na instituição ou fora dela, exceto pela administração de carteiras de valores mobiliários.

§ 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.

(Destacou-se.)

8. Entende a ACINPREV que não é recomendável a concomitância da atividade de Consultoria com as demais atividades no mercado de valores mobiliários em uma mesma pessoa jurídica.
9. Não obstante o dever de lealdade previsto no Art. 2º, §4º da Instrução CVM 558/2015, não é incomum a prática de mercado consistente na **oferta gratuita de serviço de consultoria de valores mobiliários** tendo como contrapartida a subscrição de títulos e valores mobiliários de emissão e/ou distribuição por pessoas jurídicas pertencentes ao mesmo conglomerado do ofertante (venda casada).
10. Ademais, como poderia o gestor ou administrador de carteira de maneira isenta prestar serviços de orientação e recomendação de aquisição de títulos e valores mobiliários de instituições concorrentes?
11. Como poderia o gestor ou administrador evitar que metas e objetivos de captação não influenciem o atendimento ao cliente?
12. Como poderia o gestor ou administrador de maneira isenta aconselhar o cliente em relação ao momento adequado para a realização de resgates de ativos financeiros de instituições concorrentes?
13. Diante disso, sugerimos 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.

14. Caso a sugestão acima não seja acolhida, apresentamos a seguir a proposta de inclusão do seguinte dispositivo no Art. 17 da Minuta “A”:

Art. 17. É vedado ao consultor de valores mobiliários:  
(...)

VI – condicionar a prestação de serviço de consultoria de valores mobiliários, ainda que a título gratuito, à aquisição e/ou subscrição de títulos ou valores mobiliários de emissão e/ou distribuição por pessoas jurídicas pertencentes ao seu grupo econômico.

## (II)

### **ATIVIDADE DE AGENTE AUTÔNOMO DE INVESTIMENTO**

15. A CVM reconhece a impossibilidade do exercício concomitante das atividades de consultoria e de Agente Autônomo de Investimento (“AAI”), vejamos:

A Minuta também reconhece e diferencia os consultores de valores mobiliários da atuação dos agentes autônomos de investimento, que exercem, quando da distribuição de valores mobiliários, e de forma acessória à venda de produtos e serviços, uma atividade de suporte e orientação que contempla a prestação, inerente à relação comercial, de informações sobre os citados produtos e serviços oferecidos pelas entidades para as quais trabalham.

De fato, o distribuidor não deve tão somente apresentar produtos existentes em sua prateleira, abstendo-se de sanar dúvidas ou explicar o seu funcionamento. Tal atividade, nesse contexto, não seria caracterizada como atividade de consultoria.

Contudo, a Minuta mantém o entendimento da CVM sobre a impossibilidade do exercício concomitante das atividades de consultoria e de agente autônomo, tendo em vista o conflito de interesses inerente às atividades de distribuição e recomendação de produtos que ele mesmo pode vir a distribuir e ser remunerado com base nesta distribuição. ”

16. Tal entendimento é confirmado no art. 1º, §5º da Minuta “A”, conforme se observa abaixo:

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.

(...)

§ 5º Os agentes autônomos de investimento, gerentes de investimentos de instituições financeiras e outras pessoas que atuem na distribuição de valores mobiliários podem prestar informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual trabalhem ou tenham sido contratados, sem configurar a atividade de que trata o caput.

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

17. Não obstante o dever de lealdade previsto no Art. 10 da Instrução CVM 497/2011, aqui também não é incomum a prática de mercado dos AAI consistente na **oferta gratuita de serviço de consultoria** envolvendo os ativos financeiros que estão sendo por eles distribuídos.
18. Entende a ACINPREV que não há clareza na distinção da atividade do AAI com a de Consultoria de Valores Mobiliários. Na prática, o AAI tem prestado um serviço de consultoria, ainda que de maneira informal e não remunerada como tal.
19. A ACINPREV entende que a utilização do trecho “atividades de suporte e orientação” no parágrafo único do Art. 1º da Instrução CVM 497/2011 e 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”*.

- 20.** Assim sendo, sugerimos a seguinte nova redação do parágrafo único do Art. 1º da Instrução CVM 497/2011:

Art. 1º (...)

Parágrafo único. A prestação de informações a que se refere o inciso III inclui apenas aquelas inerentes à relação comercial com os clientes, observado o disposto no art. 10, 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.

- 21.** Na mesma linha, sugerimos a seguinte nova redação do §6º do art. 1º da Minuta “A”:

Art. 1º (...)

§ 6º 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.

- 22.** Adicionalmente, não obstante a vedação contida no Art. 13 da Instrução CVM 497/2011, sugerimos a seguinte inclusão:

Art. 13. É vedado ao agente autônomo de investimento ou à pessoa jurídica constituída na forma do art. 2º:

(...)

IX - prestar suporte e 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

(III)

**O PAPEL DAS CONSULTORIAS  
DE VALORES MOBILIÁRIOS**

23. 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.
24. Não há dúvidas de que o papel da Consultoria é o de aconselhamento de produtos financeiros atrativos para seus clientes, desde que verificada a adequação ao seu perfil e avaliados os respectivos riscos, devendo zelar ao máximo pela imparcialidade em suas análises no exercício de suas atividades, deixando expresso ainda as situações de potencial conflito de interesse.
25. Contudo, a fim de se evitar a alegação ou suposição de atuação irregular na distribuição de produtos no mercado, a Consultoria, na prática, tem receio de recomendar aos seus clientes, alternativas de investimentos de que tem conhecimento, restringindo-se apenas a emitir opiniões exclusivamente sobre produtos que tenham sido solicitados/indicados pelos próprios clientes.
26. 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.
27. A sinalização de melhoria desse quadro de incerteza veio com a Instrução CVM nº 539/2013, que dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente. De acordo com o art. 1º da referida norma, consta a possibilidade de recomendação de produtos pelas Consultorias desde que compatíveis com os perfis dos clientes, vejamos:

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.

§ 1º As regras previstas na presente Instrução são aplicáveis às recomendações de produtos ou serviços, direcionadas a clientes específicos, realizadas mediante contato pessoal ou com o uso de qualquer meio de comunicação, seja sob forma oral, escrita, eletrônica ou pela rede mundial de computadores.

§ 2º As regras previstas na presente Instrução devem ser adotadas para o cliente titular da aplicação.

(Destacamos)

28. Porém, ainda assim permanece a dúvida se a aludida recomendação por parte das Consultorias estaria restrita apenas aos produtos que tenham sido solicitados/indicados pelos próprios clientes, estando as mesmas impedidas de indicar outras alternativas de investimentos de que têm conhecimento, sob pena de caracterização de um serviço de distribuição de produtos.

29. A ACINPREV entende que tal aspecto não foi contemplado na proposta de Minuta “A”. Assim sendo, sugerimos a seguinte revisão do §1º do art. 1º da Minuta “A”:

Art. 1º (...)

§ 1º A prestação de serviço de que trata o **caput** pode ter como objeto:

“Sobre os itens abaixo relacionados, sendo ou não solicitada pelo cliente”

#### (IV)

### REMUNERAÇÃO DAS CONSULTORIAS DE VALORES MOBILIÁRIOS

30. De acordo com o Edital, reconhece-se 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.



- 31.** Nessa linha, a Minuta “A” traz o comando no sentido de que o consultor deve 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 prejudique a independência na prestação de serviço de consultoria de valores mobiliários.
- 32.** A exceção a tal vedação se aplicará aos clientes enquadrados como investidores profissionais, tal como já previsto no âmbito dos fundos de investimento por força do art. Art. 92, §3º da Instrução CVM 555/2014. Neste 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.
- 33.** A ACINPREV reconhece a pertinência da referida proposta e pretende aqui contribuir com a discussão do tema.
- 34.** Entendemos 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. Ou seja, ele provê o aconselhamento, mas quem decide se vai efetivá-lo e de que forma é o investidor.
- 35.** Ademais, 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”).

36. Veja-se, por exemplo, 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 400/2003. Tudo de forma transparente. Por que então as Consultorias não poderiam ser remuneradas por meio deste comissionamento independente da modalidade do investidor (profissional, qualificado ou varejo) ?
37. A propósito, cabe destacar a seguinte contradição. É sabido que os AAI possuem estrutura simplificada e capacitação técnica inferior na análise de investimentos quando comparados às Consultorias.
38. A esse respeito, pode-se notar o posicionamento da CVM no sentido de não ser possível aceitar a atividade de agente autônomo como experiência válida para o credenciamento de Consultor de Valores Mobiliários, nos termos do Voto do Diretor Pablo Renteria sobre a Decisão do Colegiado no Processo RJ-2011-7177, onde consta:
- (...) não me parece desejável nem coerente com a regulamentação vigente que se admita que determinado agente autônomo procure demonstrar perante a CVM que, durante o exercício dessa profissão, tenha desempenhado uma atividade “que revel[e] aptidão para a análise de investimentos”. Desta feita, em suma, entendo que a experiência profissional como agente autônomo não é válida para fins de credenciamento como consultor de valores mobiliários.
- (Destacamos)
39. No mesmo sentido, dispõe o inc. IV, §2º do Art. 3º da Minuta “A”, ou seja, a atuação como AAI não é será considerada experiência profissional no âmbito do mercado de valores mobiliários para fins de autorização para atividade de Consultoria.
40. No entanto, os AAI podem receber o comissionamento declarado no Prospecto da oferta pública **sem qualquer restrição em relação à modalidade do investidor**, diferentemente do tratamento conferido aos Consultores na proposta da nova regulamentação.

41. Traçando um comparativo com mercados estrangeiros, em especial o norte americano e europeu, é relevante trazer como exemplo a figura do *Investment Advisor*, que se assemelha ao Consultor de Valores Mobiliários no Brasil.
42. Nos Estados Unidos, o *Investment Advisor* é registrado perante SEC (Securities and Exchange Commission) e regulamentado pelo *Advisers Act of 1940*, atualizado em 2012 (“*Act of 1940*”). O *Act of 1940* determina que ao prestar o serviço de recomendação de investimento personalizado impõe-se o dever fiduciário de agir sempre buscando o melhor investimento para cada cliente de acordo com sua finalidade, ou seja, independente dos próprios interesses financeiros de quem prestou a recomendação.
43. Não obstante, o *Act of 1940* dispõe que qualquer situação que configure um conflito de interesses deve ser notificada ao cliente, bem como deverá ser explicitada sua remuneração. Quanto à remuneração do *Investment Advisor*, é facultado como *compensation methods*, ou seja, como benefício econômico devido pela prestação de serviços profissionais por meio do recebimento de: (i) “fees”, ou seja, uma remuneração fixa de seu cliente; e (ii) “commission”, ou seja, comissão calculada sobre a porcentagem ou valor de suas vendas e transações; e (iii) “fee and commission”, que permite o recebimento de ambos.
44. Já os membros da União Europeia devem observar as regras do ESMA - European Securities and Market Authority e o MiFID - Markets in Financial Instruments Directive, com aplicação direta nos países membros da comunidade europeia, sem impedi-los de elaborarem suas próprias regras sobre o assunto.
45. O *Investment Advisor* ou *Financial Advisor* pode receber “fee” do cliente ou também do emissor do investimento por ele recomendado. Na Alemanha, por exemplo, não há restrição no que tange ao recebimento de “fee” por terceiros, de acordo com o *Securities Trading Act*.

- 46.** Certamente, a alteração da regulamentação brasileira nos moldes dos mercados norte americano e europeu, apoiados no princípio da transparência, podem em muito contribuir para que um número muito maior de investidores tenha acesso a serviços de Consultoria de Valores Mobiliários.
- 47.** Este é sem dúvida um dos principais pontos que merecem atenção na regulamentação dos serviços de Consultoria, juntamente com os deveres fiduciários e obrigações das Consultorias. A propósito, entendemos que a Minuta “A” enfatizou nos Capítulos V e VI de forma clara e precisa os deveres fiduciários e obrigações das Consultorias, não havendo comentários por parte da ACINPREV, exceto em relação ao inc. XI do art. 15, conforme abaixo.
- 48.** Assim sendo, sugerimos a seguinte revisão do parágrafo único do Art. 17 da Minuta “A”:

Art. 17 (...)

Parágrafo único. A vedação de que trata o inciso V não incide desde que os clientes assinem termo de ciência, nos termos do Anexo 17.

- 49.** Caso a sugestão acima não seja acolhida, apresentamos a seguir a proposta alternativa do mesmo dispositivo:

Art. 17 (...)

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

(V)

**MINUTA “A” – CAPÍTULO V**

**ART. 15, inciso XI**

**50.** O art. 15, inciso XI da Minuta “A” estabelece o prazo de 5 (cinco) dias úteis para que o Consultor informe à CVM a ocorrência ou indícios de violação da legislação, conforme se verifica abaixo:

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

(...)

XI – informar à CVM sempre que verifique a ocorrência ou indícios de violação da legislação que incumbe à CVM fiscalizar, no prazo máximo de 5 (cinco) dias úteis da ocorrência ou identificação

**51.** Entende a ACINPREV que a exigência é pertinente, contudo o prazo apresentado é muito curto, sugerindo alterar para até 15 (quinze) dias úteis da ocorrência ou identificação da ocorrência ou indícios de violação da legislação.

**52.** Adicionalmente, entende a ACINPREV que as Consultorias são capazes de identificar previamente problemas que podem vir a ocorrer no mercado. Por isso, a ACINPREV 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.

(VI)

## **CONSIDERAÇÕES FINAIS**

- 53.** Cumprimos mais uma vez essa Autarquia pela iniciativa da Audiência Pública SDM nº 11/16, tendo em vista a clara necessidade de melhoria da normatização e regulamentação da atividade das Consultorias de Valores Mobiliários, tema de maior relevância para as associadas da ACINPREV.
- 54.** Entendemos que a colaboração das partes envolvidas, partilhando dos problemas enfrentados e contribuindo com informações, tende a valorizar e fortalecer o segmento como um todo.
- 55.** O aprimoramento do papel das Consultorias de Valores Mobiliários, bem como os seus deveres e obrigações, merece de fato uma regulamentação atualizada de modo a contemplar os pontos aqui destacados, dentre outros que certamente serão considerados por essa Autarquia.
- 56.** Diante de todo o exposto, a ACINPREV fica à disposição da CVM para prestar quaisquer esclarecimentos adicionais sobre as sugestões apresentadas.

Atenciosamente,

**ACINPREV – ASSOCIAÇÃO DAS CONSULTORIAS  
DE INVESTIMENTOS E PREVIDÊNCIA**