



ADITUS

São Paulo – SP, 20 de março de 2017.

**À Comissão de Valores Mobiliários
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado**

Assunto: minuta de instrução que se destina a dispor sobre a atividade de consultoria de valores mobiliários, conforme consta no Edital de Audiência Pública SDM nr. 11/16.

Edital de Audiência Pública SDM Nr. 11/16

Ao tempo em que cumprimentamos a CVM pela possibilidade de manifestação acerca de futuras disposições regulamentares, desde já agradecemos a oportunidade que nos foi dada de podermos contribuir com sugestões de aperfeiçoamento ao futuro normativo desta atividade desenvolvida em prol dos investidores e demais participantes de mercado.

Com a finalidade de preservar a concisão e clareza de nossas sugestões, adotaremos o método de expor o texto constante da minuta regulamentar proposta pela CVM, seguido de nossos comentários e argumentos que amparam o tópico de aperfeiçoamento sugerido.

Sugestão nr. 1: flexibilizar os requisitos para obtenção e manutenção de autorização pela CVM do registro de consultor de valores mobiliários.

Texto original:

Art. 3º Para fins de obtenção e manutenção de autorização pela CVM, o consultor de valores mobiliários, pessoa natural, deve atender os seguintes requisitos:

(...)

VIII – não estar incluído no cadastro de serviços de proteção ao crédito;



ADITUS

(...)

X - não ter contra si títulos levados a protesto; e

Texto proposto:

Exclusão dos itens VIII e X, explicitados acima.

Fundamentação:

Entendemos 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 pelo normativo que se pretende publicar.

Eventos da vida privada, não alcançados pela regulação específica da CVM e que não são decorrentes de comando legal (Lei em sentido estrito), não podem ser invocados como óbice ao exercício profissional.

Sugestão nr. 2: impossibilidade de coexistência das atividades de consultoria, administração e gestão.

Texto original:

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;

Texto proposto:

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;

Fundamentação:



ADITUS

O acúmulo de atividades de consultoria e de administração / gestão pode levar a uma série de conflitos de interesse, situação que se pretende evitar com a publicação dessa norma. Em virtude disso, consideramos que a prestação de serviços de consultoria deve ser realizada tão somente por pessoas com registro específico para tal finalidade.

Sugestão nr. 3: inclusão de dispositivo, com o objetivo de aprimorar a definição de caráter profissional do serviço de consultoria de valores mobiliários.

Texto original:

Art. 1º, § 2º

I – o recebimento de remuneração pelo serviço prestado;

II – a habitualidade da prestação do serviço; e

III – o número de clientes.

Texto proposto:

Art. 1º, § 2º

I – o recebimento de remuneração pelo serviço prestado;

II – a habitualidade da prestação do serviço; e

III – o número de clientes.

IV – executado de forma organizada e/ou empresarial

Fundamentação:

Uma das características precípuas do caráter profissional de um serviço é ser prestado como atividade econômica organizada, que dispõe de fatores de produção destinados à 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.



ADITUS

Sugestão nr. 4: alteração de redação do art. 1º, § 5º - com a finalidade de aprimorar os limites de autorização de exercício da atividade de agente autônomo de investimentos.

Texto original:

Art. 1º

§ 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 trabalham ou tenham sido contratados, sem configurar a atividade de que trata o caput.

Texto proposto:

§ 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 **exclusivamente** sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual trabalham ou tenham sido contratados, sem configurar a atividade de que trata o caput.

Fundamentação:

Com a finalidade de evitar que a atividade de agente autônomo de investimentos seja executada de forma ampla, é necessário melhor delimitar que o seu campo de atuação está restrito à abordagem dos produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição pela qual trabalha ou tenham sido contratados.

A inclusão da expressão “*exclusivamente*” permitirá que o texto que visa a uma concessão normativa não se torne uma norma em branco, pelo qual toda e qualquer justificativa de atuação ilimitada dos AAI será legalmente amparada, ainda que o exercício esteja claramente fora da inteligência dos limites que foram definidos na regulamentação específica.

Essa sugestão visa a dificultar a possíveis excessos do serviço de aconselhamento por parte de tais AAI, que é comum no mercado e se assemelha ao serviço de consultoria profissional.



ADITUS

Sugestão nr. 5: alteração do prazo de comunicação de impedimento dos diretores responsáveis.

Texto original:

Art. 4º

§ 3o Na hipótese de impedimento de qualquer dos diretores responsáveis pela consultoria de carteira de valores 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.

Texto proposto:

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

Fundamentação:

Apesar de cientes da responsabilidade a que se refere o art. 4º, § 3º, entendemos que o prazo de apenas um dia útil para comunicação de eventual necessidade de substituição nos afastamentos superiores a 30 dias é demasiadamente restritivo, sendo necessário um ajuste para 3 dias úteis, o que no nosso entender é absolutamente razoável e não prejudicaria a transparência e/ou a capacidade de controle e fiscalização por parte da CVM.

Para tanto, pode ser 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 em um prazo razoável de 3 dias úteis.

Sugestão nr. 6: possível erro em redação de dispositivo.

Texto original:

Art. 8º



ADITUS

§ 1o A SIN informará ao respectivo consultor de valores mobiliários a suspensão da sua autorização por meio de ofício encaminhado ao endereço constante de seu formulário cadastral, e por meio de comunicado na página da CVM na rede mundial de computadores.

(...)

§ 3o A SIN tem 15 (quinze) dias úteis para a análise do pedido de reversão da suspensão, contados da data do protocolo de todos os documentos necessários à comprovação do cumprimento das obrigações periódicas em atraso.

§ 4o O prazo de que trata o § 1o pode ser interrompido, uma única vez, caso a SIN solicite ao requerente informações ou documentos adicionais, passando a fluir novo prazo a partir do cumprimento das exigências.

Texto proposto:

§ 4o O prazo de que trata o **§ 3º** pode ser interrompido, uma única vez, caso a SIN solicite ao requerente informações ou documentos adicionais, passando a fluir novo prazo a partir do cumprimento das exigências.

Fundamentação:

Aparentemente, trata-se de uma pequena impropriedade na referência ao dispositivo que trata de prazo. Assim, imagina-se que o objetivo seria indicar o prazo constante do § 3º, ao invés do § 1º, como consta na redação original.

Sugestão nr. 7: inclusão de texto no art. 15, III – com a finalidade de não restringir as regulamentações nas regras de conduta, especialmente no que tange ao contrato firmado com o cliente.

Texto original:

Art. 15

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:

Texto proposto:

Art. 15



ADITUS

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, mas não se limitam:

Fundamentação:

A redação original, pode ser aprimorada no sentido de que o contrato deve ser o mais detalhado possível, com todos os elementos necessários à boa caracterização das atividades, direitos e deveres das partes. Deste modo, ao expressar que o contrato pode ser ampliado, fica mais claro que os elementos constantes da norma são necessariamente elementos mínimos, cabendo a cada consultoria a definição de sua própria minuta contratual.

Sugestão nr. 8: excluir integralmente o inciso XI do art. 15

Texto original:

Art. 15

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.

Fundamentação:

A redação original traz um comando materialmente impossível de ser executado que fere de morte a possibilidade de uma relação contratual baseada na confiança entre o profissional/firma de consultoria de valores mobiliários e cliente. Trata-se de relação muito distinta entre cliente e empresa de auditoria, por exemplo.

Materialmente, 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. Note-se que esta competência é indelegável, pois é dela que decorre a toda a estrutura autárquica hoje constituída.

Neste caso, constituindo o poder de polícia sobre o mercado de capitais uma atividade típica de Estado, é manifesta a inconstitucionalidade de sua delegação ou compartilhamento, pois



ADITUS

estaria a CVM delegando às entidades privadas (consultorias) a execução da atividade precípua para qual foi criada: fiscalizar o mercado de capitais.

No Supremo Tribunal Federal, a decisão paradigmática sobre a matéria em foco foi exarada em 07 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 e/ou regulamentar, pelas quais se estabelece uma relação de apoio ao cliente, para que possa atender a toda a legislação.

É razoável que a Consultoria não seja obrigada a delatar seu cliente, pois como poderia auxiliá-lo se antes mesmo de iniciar um trabalho fosse obrigada a delatá-lo? Isso cria um óbice intransponível para o exercício da atividade, o qual deve ser baseado em confiança e respeito. Entenda-se que não se está defendendo qualquer desvio de conduta, ou a possibilidade de apoiar quem quer que seja neste tipo de ação. Apenas se busca demonstrar que os efeitos de tal norma são contrários ao desenvolvimento do mercado.

Imaginemos que qualquer cliente que queira contratar uma consultoria esteja ciente que será processado pela CVM. Ora, ou o cliente assume o risco de enfrentar um processo administrativo, ou permanece com dificuldades de cumprir per si as normas, pois se procurar um serviço de consultoria seria, de fato, o mesmo que confessar à CVM que está em desconformidade com alguma norma. Assim, todos perdem. O cliente segue irregular e o mercado de consultorias não se desenvolve.

Se partirmos verdadeiramente do princípio que rege a atividade de consultoria, veremos que os consultores são um elo fundamental no bom funcionamento do mercado. Inegavelmente, a quase totalidade das pessoas busca cumprir todas as normas e atuar no melhor interesse da sociedade, fazendo cada qual seu papel: prestador de serviços e investidor. Os desvios de conduta intencionais são residuais e não refletem o profissionalismo do mercado brasileiro.



ADITUS

Deste modo, não caberia à Consultoria, justamente o elemento contratado para auxiliar o cliente em suas atividades e bem cumprir com as disposições regulamentares, ser incumbida da atividade de Inspeção. Cabe exclusivamente ao Estado a competência e a responsabilidade de proceder a fiscalização e ninguém mais pode ser incumbido por tal atividade.

Fazendo um paralelo com o exercício de outras profissões, poderíamos comparar o consultor de valores mobiliários a 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.

Alternativamente, apenas para nossa reflexão, imaginemos que a OAB passasse a exigir que o advogado, ao tomar ciência das circunstâncias que envolvem qualquer cliente, seja ele culpado ou inocente, necessariamente tivesse que depor em juízo sob juramento, para depois passar a defendê-lo. Não faria sentido.

Assim como não faz sentido exigir que o Consultor de Valores Mobiliários atue como “Auditor” ou “Inspetor”, sob o risco de ser sancionado. A sua relação com o cliente deve ser da mais absoluta confiança de que seus dados, informações, estratégias e qualquer outra informação pessoal jamais passará da pessoa do Consultor.

Essas situações, aqui relatadas como mero exercício intelectual sobre a inconveniência fática desta norma, são juridicamente defensáveis. O cumprimento da “delação regulamentar” levaria as consultorias ao compartilhamento de informações não desejadas pelos seus clientes.

Assim, por ditame regulamentar, as Consultorias acabariam 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.



ADITUS

Por todo o exposto, com a finalidade de evitar futuros acionamentos judiciais que comprometerão a segurança-jurídica do mercado de consultorias de valores mobiliários, sugerimos a exclusão integral do inciso XI do art. 15, sendo impossível a adoção de qualquer redação alternativa que tenha como propósito terceirizar a fiscalização ou exigir que o consultor atue em prejuízo à relação de confiança basilar entre profissional/firma e cliente.

Sugestão nr. 9: aprimoramentos ao Capítulo V – Regras de Conduta

Nesse caso, não proporemos uma alteração específica da norma, mas sim uma reflexão sobre temas que são matéria da norma, mas eventualmente não são alcançados pela redação atual. De nossa leitura do Capítulo V, depreendemos que a CVM visa a evitar de forma inequívoca a existência de conflitos de interesse e que o principal meio para isso é coibir a existência dos populares “rebates” pagos por gestores de fundos de investimento a consultores. Cabe destacar que as normas anteriores da CVM que versam sobre as atividades de gestão e administração foram exitosas nesse quesito.

Ocorre, porém, que a norma, como está, ainda permite que algumas situações que, a nosso ver, geram conflito, ainda ocorram. Como exemplo:

- (i) A contratação de consultores, por gestores de investimentos, com o objetivo de prestação de serviço direta ao investidor final, como cursos, palestras, pareceres etc;
- (ii) O Parágrafo único do Art. 17 libera tal prática no caso de investidores profissionais.

O caso (i) de nossa exemplificação constitui situação flagrante, enquanto o caso (ii) é mais sutil. Ao permitir a prática para determinado tipo de investidor, abre-se 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 sentido, entendemos que a regra deve ser mais precisa, se a intenção é de fato coibir a prática, que expresse a restrição; por outro lado, se o que se deseja é dar mais flexibilidade para essas condutas, que se ampliem as exigências de transparência ao mercado.



ADITUS

No primeiro caso, sugere-se que situações como a de nosso exemplo ou outras situações que gerem potencial conflito de interesse sejam identificadas e adequadamente tratadas na norma.

No segundo caso, sugere-se 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.

Passamos, agora, às sugestões adicionais sobre temas que, a nosso ver, devem ser debatidos a fim de melhorar a governança para clientes, consultores e fundos de investimento.

Sugestão Adicional nr. 1: inclusão de dispositivos com o objetivo delimitar a atividade de consultoria em comitês instituídos por fundos de investimentos

Texto proposto:

Art. 1º

§ 7º É vedada a prestação de serviços de consultoria de valores mobiliários no ambiente de comitês consultivos criados por fundos de investimentos.

Parágrafo único. Atividades relacionadas ao monitoramento do risco, sob aspectos quantitativos e/ou qualitativos, e do enquadramento das carteiras, não caracterizadas como atividades de consultoria por essa normatização, podem ser realizadas em tal âmbito.

Fundamentação:

A partir das definições trazidas por essa norma sobre a atividade de consultoria, entende-se que essa atividade, quando exercida dentro de comitês consultivos constituídos por fundos de investimento, consiste, em última análise, do compartilhamento de gestão.

Nesse sentido, e tendo em vista a impossibilidade de tal compartilhamento, sugere-se que as atividades admitidas nesse contexto se restrinjam àquelas que a própria norma não



ADITUS

caracteriza como consultoria, a saber: 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.

Sugestão Adicional nr. 2: inclusão de dispositivos com o objetivo delimitar a atividade de consultoria em comitês instituídos por investidor qualificado ou profissional.

Texto proposto:

Art. 1º

§ 8º Os consultores de valores mobiliários podem participar de comitês destinados à governança de investimentos quando instituídos por investidores qualificados ou profissionais, desde que a adoção e implementação das decisões sejam compartilhadas com o cliente, o qual deverá possuir igual ou maior número de membros com direito à voto, e o voto de qualidade, se existente, ficar a encargo do cliente.

§ 9º O desempenho da atividade prevista no § 7º, desde que respeitados os requisitos normativos, inclusive normatizações complementares, não caracteriza a atividade de administrador/gestor.

Fundamentação:

Entendemos que é necessário tornar claras as regras da atuação como consultor membro integrante de comitês constituídos por investidores, nos quais a remuneração do consultor é paga integralmente pelo investidor.

Em consequência da proposição da possibilidade de participação de consultores de valores mobiliários no contexto de governança de investimentos de investidores institucionais, sugere-se que seja claramente delimitada sua atuação e os requisitos para o desempenho da atividade de membro independente.

Deste modo, não se verifica qualquer impropriedade regulamentar, bem como possibilita que a atividade de membro independente seja executada por pessoal especializado e que se encontra registrado na CVM.