

Assunto: Recurso contra decisão da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN

Recorrente: Ney Roberto Ottoni de Brito

Relator: Presidente Marcelo Fernandez Trindade

RELATÓRIO

1. Ney Roberto Ottoni de Brito ("Recorrente") apresenta pedido de reconsideração (fls. 03 e 04) contra a decisão da SIN que entende ser impossível a manutenção simultânea, pelo Recorrente, de sua posição como diretor responsável pela administração de carteira de valores mobiliários da Ney O. Britto & Associados Ltda. com seu registro de consultor de valores mobiliários. Tais atividades seriam incompatíveis, segundo a SIN, à luz da vedação prevista no §5º, art. 7º da Instrução 306/99 (fls. 01), conforme já decidido em outros precedentes decididos pelo Colegiado.
2. O Recorrente fundamenta seu pedido de reconsideração alegando que a proibição da Instrução 306 estaria assentada *"na visão conceitual de que administradores de carteira de valores mobiliários não devem ter contato com clientes investidores e, por isto, não devem ser consultores de valores mobiliários"*.
3. Apoiado em doutrina estrangeira e em textos acadêmicos de sua co-autoria, o Recorrente ressalta inexistir definição formal das atribuições dos consultores de valores mobiliários e discorre sobre o desenvolvimento recente do mercado de produtos e serviços de investimento, que, segundo argumenta, teria passado de uma indústria baseada na oferta de produtos (os fundos de investimento cujas cotas seriam ofertadas) para se organizar em torno da oferta de serviços aos investidores (como os de gestão de grandes fortunas $\frac{3}{4}$ "wealth management" $\frac{3}{4}$ e o de alocação de ativos $\frac{3}{4}$ "asset allocation").
4. "Com isso", afirma, *"uma instituição financeira tem demanda tanto para produtos $\frac{3}{4}$ direcionados a seus clientes de varejo $\frac{3}{4}$ como para serviços $\frac{3}{4}$ direcionados a seus clientes que exigem serviços personalizados de gestão, ou seja, o mesmo administrador de carteira para o segmento varejo pode ser o consultor para o segmento de serviços personalizados, sem que isto seja prejudicial a qualquer dos segmentos"*. Pelo que foi possível depreender do raciocínio do Recorrente, embora os serviços de alocação de ativos difiram dos de gestão de fundos, *"é preciso reconhecer a existência de um potencial conflito de interesses entre clientes que demandam serviços de alocação de ativos e instituições que ofereçam produtos financeiros"*. Conclui dizendo que *"os administradores e toda a indústria devem ser responsáveis pela qualidade dos serviços prestados"*.

É o relatório

VOTO

5. Diversamente do que diz o Recorrente, a vedação do §5º, art. 7º da Instrução 306/99 não se fundamenta *"na visão conceitual de que administradores de carteira de valores mobiliários não devem ter contato com clientes investidores e, por isto, não devem ser consultores de valores mobiliários"*. Na verdade, a proibição é imposta em razão da possibilidade de conflito de interesses entre a atividade do administrador de carteira e as que venham a ser prestadas por esse agente com base em outra categoria de registro.
6. A possibilidade de conflito de interesses está clara nas próprias disposições da Instrução 306, como por exemplo nas normas de conduta (art. 14, III [\(1\)](#)) e vedações (art. 16, I [\(2\)](#)) impostas ao administrador de carteira, e também nas disposições que determinam a segregação de atividades (art. 15 [\(3\)](#)). Além disso, a potencial divergência de interesses foi sempre o principal fundamento, direto ou implícito, do entendimento já adotado por este Colegiado em outros precedentes [\(4\)](#), dentre os quais destaco o Processo nº RJ 2004/5634, julgado em 30.09.05, do qual constou o seguinte voto do Diretor Relator Pedro Marcilio:

"12. Quanto à primeira das conseqüências entendo que, desde que a atividade a ser exercida não implique ou possa resultar em transferência de informações que possam afetar decisões de investimento por terceiros, o exercício de outras atividades poderia não colidir com outros dispositivos normativos. Do contrário, parece-me que a conseqüência apontada contrariaria o dispositivo que trata da segregação de atividades, digo isto pois o art. 15 da Instrução 306/99 determina que "[n]a administração de carteira de valores mobiliários deve ser assegurada a completa segregação das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica, devendo ser adotados procedimentos operacionais, dentre outros, objetivando" (...) "a preservação de informações confidenciais por todos seus administradores, colaboradores e funcionários, proibindo a transferência de tais informações a pessoas (...) que possam vir a utilizá-las indevidamente, em processo de decisão de investimento próprio ou de terceiros" (art. 15, caput e inciso II).

13. No que se refere às conseqüências para atividades exercidas por pessoas físicas, parece-me que as regras sobre segregação de atividades também acabarão por impossibilitar o exercício da atividade de analista de valores mobiliários, pois "[a] atividade de analista de valores mobiliários consiste na avaliação de investimento em valores mobiliários, em caráter profissional, com a finalidade de produzir recomendações, relatórios de acompanhamento e estudos para divulgação ao público, que auxiliem no processo de tomada de decisão de investimento" (art. 2º da Instrução 388/02). Ou seja, o trabalho do analista é, justamente, produzir informações para subsidiar a tomada de decisão de investimento de terceiros. Entendo, portanto, que o Diretor-Responsável não pode, simultaneamente, exercer a atividade de analista de valores mobiliários, pois essa segunda atividade colide frontalmente com as regras de segregação de atividades transcritas no parágrafo anterior.

14. Quanto ao exercício da atividade do agente autônomo, embora o resultado seja o mesmo, os fundamentos são um pouco diferentes. Agente autônomo é o profissional que tem "como atividade a distribuição e a mediação de títulos e valores mobiliários (...) sempre sob a responsabilidade e como preposto das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários" (Art. 2º da Instrução 355/01). Aqui, se a questão da impossibilidade de ser responsável por outra atividade poderia ser resolvida com base nesse dispositivo, já que a responsabilidade central é, no plano normativo, de terceiro, a questão da segregação de atividades permanece, pois se ele vai distribuir e mediar a negociação de títulos e valores mobiliários, informações por ele detidas na qualidade de Diretor-Responsável (e.g., necessidade de venda de ativos da carteira que administra para fazer frente a necessidades de liquidez), podem ser usadas em benefício do agente autônomo (mesmo que no melhor interesse da carteira), que é justamente o que se buscaria vedar por meio da segregação de atividades. Adicionalmente, nessa atividade, o conflito entre os interesses do administrador de carteira e o do agente autônomo é latente, justificando uma aplicação restritiva das regras de segregação de atividades. Essa preocupação foi, inclusive, positivada nas vedações impostas à atividade de administração de carteiras (art. 16, VI e VII da Instrução 306/99)."

7. Considerando que o próprio Recorrente não nega a possibilidade de conflito entre as duas atividades $\frac{3}{4}$ o que seria mesmo insustentável, haja vista que ambas, independentemente de terem ou não contato direto com o cliente, notoriamente competem pelos recursos de um mesmo público, não me parece possível dar provimento ao recurso.

8. Voto, por isto, no sentido de manter a decisão da área técnica para determinar que o Recorrente opte entre seu registro como diretor responsável pela administração de carteira da Ney O. Brito & Associados Ltda. ou pelo de consultor de valores mobiliários, cancelando o registro que pretenda não exercer.

9. Nada obstante, também voto no sentido de que a SIN proceda a estudo preliminar sobre as eventuais diferenças que existam entre a nossa regulamentação e aquela adotada nos principais mercados do mundo quanto ao conflito de interesses nas atividades de administração e de análise de valores mobiliários.

10. Apenas para que se tenha uma idéia da riqueza potencial desse tema, vale mencionar que, na Inglaterra, a Financial Services Authority – FSA publicou em outubro de 2003 um trabalho sobre o assunto, que embasou modificações de algumas de suas regras a respeito de conflito de interesses dos analistas de valores mobiliários. Quando o assunto foi submetido à audiência pública, um dos pontos sobre os quais a FSA pediu comentários foi o relativo ao eventual cabimento de diferenças entre as regras em função de se tratar de analista de *sell side* ou de *buy side*.

11. Embora reconhecendo que o conflito de interesses poderá ser maior ou menor em cada uma daquelas situações, a FSA decidiu, ao final, não fazer qualquer diferenciação, por entender que as regras eram flexíveis o suficiente para abarcar as atividades dos dois tipos de analistas, sem exigências desproporcionais. Relembre-se que, na Inglaterra, vigora um regime baseado no disclosure, e as proibições são mais específicas (por exemplo, é proibido negociar contra a recomendação dada ao cliente, etc).⁽⁵⁾

12. Pouco depois, em dezembro de 2003, foi divulgada a Diretiva Européia nº 2003/125, sobre apresentação de recomendações de investimento e divulgação de conflitos de interesse. Na mesma linha do regime britânico, as normas da Directiva têm conteúdo claramente informacional⁽⁶⁾.

13. A IOSCO, por sua vez, em seus trabalhos sobre analistas de investimento, reconheceu a potencial diferenciação regulamentar entre os dois tipos de analistas: *"Among other things, the second stage of this project can consider whether to review conflicts that pertain to other types of analysts. for their own investment accounts or on behalf of others. Buy-side analysts counsel their employers about which securities they should buy, hold or sell and their research is usually not distributed to anyone but the employer. For buy-side analysts, success or failure is a function of the accuracy and value-added nature of their analysis; buyside analysts are successful if their analysis results in good performance for their employers' accounts. Thus, their interests' generally are perceived to be more aligned with those of the money managers they work for and those of their clients"*.⁽⁷⁾

14. Já nos Estados Unidos, há apenas um registro para administrador de carteira, analista e consultor de valores mobiliários. Todos eles são considerados *investment advisors* e estão sujeitos ao *Investment Advisers Act*, de 1940.⁽⁸⁾

15. A prevenção ao conflito de interesses se dá apenas pelo "disclosure". *"an investment adviser must disclose to clients all material information regarding its compensation, such as if the adviser's fee is higher than the fee typically charged by other advisers for similar services (in most cases, this disclosure is necessary if the annual fee is three percent of managed assets or higher). An adviser must disclose all potential conflicts of interest between the adviser and its clients, even if the adviser believes that a conflict has not affected and will not affect the adviser's recommendations to its clients. This obligation to disclose conflicts of interest includes the obligation to disclose any benefits the adviser may receive from third parties as a result of its recommendations to clients. (...) An investment adviser may be subject to disclosure obligations not only under the Advisers Act, but also under other federal statutes, including the Securities Exchange Act of 1934."*

16. Assim, como se vê, parece existir bastante campo para o aprofundamento de nossa regulamentação, no particular.

É esse o meu voto.

Rio de Janeiro, 15 de agosto de 2006.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente

⁽¹⁾ "Art. 14 - A pessoa natural ou jurídica responsável pela administração da carteira de valores mobiliários deve observar as seguintes regras de conduta: (...) III - as informações sobre outras atividades que o próprio administrador exerça no mercado e os potenciais conflitos de interesse existentes entre tais atividades e a administração da carteira de valores mobiliários"

⁽²⁾ "Art. 16 - É vedado ao administrador de carteira: I - atuar como contraparte, direta ou indiretamente, em negócios com carteiras que administre, exceto nos seguintes casos: (a) quando se tratar de administração de carteiras individuais e houver autorização, prévia e por escrito, do respectivo titular; ou (b) quando, embora formalmente contratado como administrador de carteira, não detenha, comprovadamente, poder discricionário sobre a mesma e não tenha conhecimento prévio da operação."

⁽³⁾ "Art. 15 - Na administração de carteira de valores mobiliários deve ser assegurada a completa segregação das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica, devendo ser adotados procedimentos operacionais, dentre outros, objetivando: (...)"

⁽⁴⁾ Processos RJ2004/2775, RJ2004/2776, RJ2004/2777, julgados, respectivamente, em 23.08.2005, 25.10.2005 e 11.10.2005.

⁽⁵⁾ "Non-sell-side firms: 3.33 Many respondents suggested that investment research activity of firms away from the sell side should be excluded from the scope of our proposals. Such firms interpreted our proposals as covering their research inadvertently even though they did not send it to their clients. Private equity firms in particular viewed our proposals as catching them inadvertently. In these firms, employees can have integrated roles that include marketing and analysis, and these professionals can sometimes invest their own capital in a venture. 3.34 Our proposals explicitly do not cover research that is for internal use only. Based on our discussions with the buy side, we would expect that many if not most buy-side firms do not provide their clients with investment research. But for those that do, we think it inappropriate to proceed on the basis that conflicts cannot arise away from the sell side that would impact on the objectivity of that research. Such conflicts might arise from differing client interests, or internal interests such as those associated with proprietary trading or seeking to earn commission or soft commission. 3.35 Our unwillingness to have a special regime just for sell-side firms reflects our wish to ensure that our rules will be flexible enough to withstand changes in industry structure over time. It also reflects our concern for the proper management of conflicts, wherever they occur. This position is also consistent with developments at European level. Our response: We have not confined the scope of our proposals to sell-side firms, as we believe that conflicts of interest in investment research can arise in a broad range of settings. However, we have sought to recast our proposals so that they can more easily apply to a variety of firm types. Furthermore, our proposals require that a firm's conflicts management policy (when it is required to produce one) be appropriate to the size and nature of the firm's business". Consultation Paper 205, Conflicts of Interest: investment research and issues of securities - feedback on CP171, outubro de 2003, p. 23 e ss., disponível para consulta em <http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp205.pdf>, acesso em 07.08.06.

⁽⁶⁾ Vide artigos 5º e 6º da Diretiva. "Artigo 5.o Regra geral relativa à divulgação de interesses ou de conflitos de interesses 1. Os Estados-Membros assegurarão a existência de uma regulamentação adequada para garantir que as pessoas relevantes divulguem todas as relações e circunstâncias susceptíveis de serem razoavelmente consideradas prejudiciais à objectividade da recomendação, nomeadamente quando as pessoas relevantes têm um

interesse financeiro significativo num ou em vários instrumentos financeiros objecto da recomendação ou um conflito de interesses importante com o emitente a que diz respeito e recomendação. 1. Sempre que a pessoa relevante for uma pessoa colectiva, este requisito aplica-se igualmente às pessoas que nela trabalham, sob contrato ou outro vínculo, que tenham estado envolvidas na elaboração da recomendação. 2. Sempre que a pessoa relevante for uma pessoa colectiva, a informação a divulgar de acordo com o nº1 deve incluir, pelo menos, os seguintes elementos: a) Quaisquer interesses ou conflitos de interesses da pessoa relevante ou das pessoas colectivas a ela ligadas que sejam acessíveis ou que podem razoavelmente ser considerados acessíveis às pessoas que participam na elaboração da recomendação; b) Quaisquer interesses ou conflitos de interesses da pessoa relevante ou das pessoas colectivas a ela ligadas conhecidos das pessoas que, embora não tenham participado na elaboração da recomendação, tiveram acesso ou podem razoavelmente ser consideradas como tendo tido acesso à recomendação, antes da sua divulgação aos clientes ou ao público."

Artigo 6.º Condições suplementares relativas à divulgação de interesses ou de conflitos de interesses 1. Para além das obrigações estabelecidas no artigo 5.º, os Estados-Membros exigirão que as recomendações formuladas por um analista independente, uma empresa de investimento, uma instituição de crédito, qualquer pessoa colectiva a ela ligada ou qualquer outra pessoa cuja actividade principal consista em elaborar recomendações, divulguem de forma clara e bem visível a seguinte informação sobre os seus interesses e conflitos de interesses a) As participações importantes existentes entre, por um lado, as pessoas relevantes ou qualquer pessoa colectiva com elas relacionada e o emitente, por outro. Estas participações importantes incluirão, pelo menos, os seguintes casos: (i) quando a pessoa relevante ou qualquer pessoa colectiva a ela ligada detiverem mais de 5 % da totalidade do capital emitido do emitente, ou (ii) quando o emitente detiver mais de 5 % da totalidade do capital emitido da pessoa relevante ou qualquer pessoa colectiva a ela ligada, os Estados-Membros prevêem limiares inferiores aos 5 % indicados nestes dois casos; b) Os outros interesses financeiros importantes da pessoa relevante ou qualquer pessoa colectiva com ela relacionada em relação ao emitente; c) Sempre que for pertinente, uma declaração indicando se a pessoa relevante ou qualquer pessoa colectiva a ela ligada é um intermediário financeiro de fomento do mercado (market maker) ou um prestador de liquidez no que diz respeito aos instrumentos financeiros do emitente; d) Sempre que for pertinente, uma declaração indicando se a pessoa relevante ou qualquer pessoa colectiva a ela ligada desempenhou, nos últimos 12 meses, funções de líder ou de líder associado na colocação de qualquer oferta pública de instrumentos financeiros do emitente; e) Sempre que for pertinente, uma declaração indicando se a pessoa relevante ou qualquer pessoa colectiva a ela ligada é parte em qualquer outro acordo com o emitente relativamente à prestação de serviços bancários de investimento, desde que tal não implique a divulgação de informações comerciais confidenciais e que o acordo tenha estado em vigor nos últimos 12 meses ou tenha dado origem a uma remuneração ou à promessa de remuneração durante o mesmo período;

f) Sempre que for pertinente, uma declaração indicando se a pessoa relevante ou qualquer pessoa colectiva a ela ligada é parte num acordo com o emitente relativo à elaboração da recomendação. 2. Os Estados-Membros exigirão a divulgação, em termos gerais, da estrutura das disposições administrativas e de organização efectivas, instituídas para prevenir e evitar os conflitos de interesse, no seio da empresa de investimento ou da instituição de crédito, relativamente às recomendações, incluindo as barreiras informativas. 3. Os Estados-Membros exigirão que, para as pessoas singulares ou colectivas que trabalhem para uma empresa de investimento ou uma instituição de crédito sob contrato qualquer ou outro vínculo, e que tenham estado envolvidos na elaboração da recomendação, a condição prevista no segundo parágrafo do nº 1 do artigo 5.º incluirá, em especial, a informação sobre se a remuneração dessas pessoas está ligada a operações bancárias de investimento realizadas pela empresa de investimento, pela instituição de crédito ou por qualquer pessoa colectiva a ela ligada. Além disso, sempre que essas pessoas singulares receberem ou adquirirem acções dos emitentes antes da respectiva oferta pública, deve ser indicado o preço e a data de aquisição dessas acções.

(7) Cf. IOSCO: Report on Analyst Conflicts of Interest, p. 4 e 5, disponível para consulta em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD152.pdf>, acesso em 07.08.06.

(8) De acordo com o Advisers Act, investment advisor são definidos como "any person or firm that satisfies the following three requirements: (1) for compensation; (2) is engaged in the business of; (3) providing advice, making recommendations, issuing reports, or furnishing analyses on securities, either directly or through publications." A SEC tem interpretado os componentes dessa definição da seguinte forma: (1) "compensation": "the receipt of any economic benefit suffices. To be deemed compensation, a fee need not be separate from other fees charged, it need not be designated as an advisory fee, and it need not be received directly from a client" (2) "business": "an investment advisory business need not be the person's or firm's sole or principal business activity". (3) "advice about securities": "if the advice or reports relate to specific securities. The Division has stated that providing one or more of the following also could satisfy this element: advice about market trends; advice in the form of statistical or historical data (unless the data is no more than an objective report of facts on a non-selective basis); advice about the selection of an investment adviser; advice concerning the advantages of investing in securities instead of other types of investments; and a list of securities from which a client can choose, even if the adviser does not make specific recommendations from the list. An employee of a registered investment adviser does not need to register separately as an investment adviser with the Commission, so long as all of the employee's investment advisory activities are within the scope of his or her employment." Alguns casos são expressamente excluídos da definição de investment advisor, e por isso não são regulados pelo Advisers Act, dentre eles: advogados, contadores, engenheiros e professores, quando os serviços de consultoria forem apenas incidentais às suas profissões; broker-dealers, nesse mesmo caso, mas desde que não recebam qualquer comissão especial pela consultoria; e editores de jornais, periódicos e revistas especializadas, desde que suas opiniões sejam emitidas de forma genérica, não se destinando a uma pessoa ou público individualizado. Para se registrar, a pessoa precisa preencher o formulário apropriado, que, essencialmente, pede informações sobre a experiência prévia e histórico profissional do pretendente. "The only grounds for denial are if the Commission finds that the adviser has committed prohibited acts and the public interest requires denial, or if the adviser is prohibited from registering with the Commission. (The Commission may deny an adviser's registration on the same basis that it may revoke an adviser's registration, such as for making false or misleading statements in Form ADV, or having been convicted of a felony in the past ten years." Conforme Advisers Act, § 203(c) and (e), 15 U.S.C. 80b-3(c) and (e).)