

CAPÍTULO 3

O assessoramento em matéria de investimento

Luis Leyva Martínez

Diretor Geral Adjunto de Regulação Bursátil. CNBV. México

Gloria Caballero Núñez

Subdiretora da Área de Educação ao Investidor. CNMV. Espanha

INTRODUÇÃO

1. ASSESSORAMENTO EM MATÉRIA DE INVESTIMENTO
2. REQUISITOS EXIGIDOS PARA A PRESTAÇÃO DE SERVIÇO
3. OBRIGAÇÕES PRÉVIAS PARA A PRESTAÇÃO DE SERVIÇO
4. OBRIGAÇÕES DURANTE A PRESTAÇÃO DE SERVIÇO
5. MECANISMO DE PROTEÇÃO

■ INTRODUÇÃO

O assessoramento em matéria de investimento que se enquadra dentro deste estudo entende-se como um serviço que presta informação de forma adequada, beneficia e protege, ajuda os investidores no momento de tomar uma decisão de investimento.

Supõe-se que os intermediários financeiros, com mais recursos e elementos de análises, podem assimilar e interpretar melhor uma informação disponível dos valores, emissores, as condições predominantes nos mercados financeiros e economias, assim como a situação financeira de clientes, seus interesses e objetivos de investimentos. Portanto, podem oferecer serviços de assessoria em matéria de investimentos que permitam aos investidores realizar operações de valores com melhor informação e entendimento.

Assim, os intermediários encontram-se em melhores condições de compreender os riscos que podem implicar para os investidores uma determinada aquisição de valores ou a adoção de uma estratégia de investimento em particular. Para protegê-lo, a qualidade da recomendação personalizada que podem oferecer a clientes menos sofisticados resulta de grande relevância. Para que isto aconteça, é necessário que o serviço seja prestado dentro do marco de uma regulação e supervisão eficiente e que as relações contratuais sejam adequadas e procurem as melhores condições possíveis em benefício dos investidores.

Neste sentido, são cada vez mais as experiências no âmbito internacional que incorporam esquemas regulatórios específicos. Para regular este tipo de serviço como um processo que contempla três momentos chaves de comunicação com o cliente, antes, durante e depois da prestação de serviço.

Estas regulações impulsionam nas obrigações de divulgação dos intermediários financeiros para o mercado, inclusive a clientes potenciais. Ou seja, antes de iniciar a relação contratual é recomendável que os investidores tenha referência das características do intermediário, os serviços que presta, as comissões que cobra, entre outros. Uma vez contratados os serviços, é recomendável que os intermediários mantenham informados seus clientes sobre qualquer eventualidade ou dificuldade que possa surgir e impedir o cumprimento da recomendação oferecida nos termos acordados durante a prestação do serviço. Os prestadores de serviço de assessoria em matéria de investimento devem manter informados seus clientes sobre os termos e condições em que suas operações serão conduzidas em conformidade com as recomendações proporcionadas.

Também é recomendável que os intermediários financeiros forneçam aos órgãos su-

pervisores informação periódica relacionada com as principais características da prestação deste serviço, a fim de que possam contar com informação chave para suas tarefas de vigilância e supervisão. A informação compilada pelas autoridades, tanto a periódica como a obtida através de inspeções in-situ, deve incluir elementos que permitam conhecer a idoneidade do serviço prestado, assim como o desempenho dos intermediários através das queixas ou denúncias que, neste caso, possam interpor os próprios clientes. Estes elementos, entre outros, são relevantes para a identificação de possíveis práticas não conformes na prestação deste serviço.

Entre os aspectos mencionados destaca-se a importância de determinar o procedimento que seguirá o intermediário na prestação de serviço de assessoria em matéria de investimento, estabelecer o tipo de produtos financeiros a que estará referenciado, assim como as políticas e delineamentos que poderia implementar em caso de surgir alguma mudança nas condições iniciais de serviço prestado ou do perfil de investimento dos clientes.

Uma vez concluída a prestação de serviço, resulta conveniente que os intermediários conservem um registro de cada uma das recomendações proporcionadas a seus clientes, o qual constitui informação de interesse e utilidade para as autoridades em suas tarefas de supervisão e avaliação do desempenho dos intermediários.

Além disso, a partir da perspectiva dos clientes, é necessário que os intermediários financeiros, conforme o caso, confirmem a execução de seus pedidos e informem periodicamente sobre o estado que preservam seus investimentos, facilitando dessa forma a manutenção adequada das mesmas.

No presente capítulo serão analisados os aspectos mais relevantes em torno da prestação do serviço de assessoria em matéria de investimentos. A partir da concretização do conceito de assessoria veremos quais são as entidades que podem prestar o referido serviço nos países participantes neste estudo; será analisado qual é o alcance do serviço e serão identificadas algumas das obrigações que devem cumprir os intermediários ou pessoas às autoridades e com seus clientes antes, durante e depois da prestação da assessoria, assim como os mecanismos de proteção do investidor existentes em cada jurisdição caso o serviço não tenha sido prestado de forma adequada.

1. ASSESSORIA EM MATÉRIA DE INVESTIMENTO

- **Definição**

No âmbito deste trabalho, "assessoria em matéria de investimento ou assessoramento financeiro", se entenderá como:

A prestação de recomendações personalizadas por um intermediário financeiro a um cliente, seja a pedido deste ou por iniciativa da referida entidade, levando em consideração suas circunstâncias pessoais, referentes a uma ou mais operações relativas a instrumentos financeiros que possam pertencer ou não à oferta de produtos e serviços da entidade

Portanto, não se considera assessoramento financeiro:

- 1) As recomendações de carácter genérico e não personalizadas ao cliente ou investidor que se possam realizar no âmbito da comercialização de valores e instrumentos financeiros em geral e que se consideram comunicações de carácter comercial.
- 2) Não são consideradas recomendações personalizadas aquelas que se divulgam exclusivamente através de canais de distribuição dirigido ao público em geral (imprensa, TV, rádio).

Assim, a mera divulgação de informação ou explicação das características e riscos de uma operação ou produto financeiro, ou a elaboração de informes de investimentos ou análises financeiras ou outras formas de recomendação geral referente às operações sobre instrumentos financeiros, não se considera assessoramento financeiro.

- **Tipificação na regulação**

Todos os países participantes neste estudo contam com alguma figura, seja pessoa física ou jurídica, que pode recorrer à prestação de serviço de assessoramento em matéria de investimento, em suas regulações não existe um consenso com respeito à definição deste serviço. Neste sentido, convém destacar que, na maioria das jurisdições, a regulação não distingue ou diferencia o assessoramento como uma atividade em si mesma e, por isso, não tem peso regulatório diferenciado de outras atividades que realizam os intermediários financeiros (como a compra ou venda de valores). Em alguns casos, o assessoramento está implícito na gestão de carteiras, e em outros casos não se distingue da comercialização ou "promoção de valores".

Por essa razão, as diversas referências que neste capítulo se realizam sobre a regulação, faculdades, e supervisão em matéria de assessoramento, têm sido tomadas¹⁰⁷ com base na regulação aplicável à intermediação com valores, exceto no caso da Espanha e México, onde se existe uma diferenciação que implica responsabilidades e direitos diferentes para as entidades que prestam serviços de investimentos e seus clientes.

Em algumas jurisdições, como Colômbia, Bolívia, Equador, Chile ou El Salvador, o assessoramento de qualquer natureza para a aquisição ou venda de valores se considera uma atividade vinculada à intermediação de valores, sendo enquadrada dentro deste serviço. Porém, na Espanha, o assessoramento de serviço de investimento é contemplado como um serviço independente da intermediação ou gestão de carteiras ou patrimônios.

Na Costa Rica, a intermediação financeira desenvolvida pelos postos de bolsa e as sociedades administradoras de fundos de investimento deixa implícito o trabalho de assessoria de investimento como parte integral e indissociável do serviço. A assessoria de investimento, como atividade independente da prestação de serviços anteriores, não está regulada e até está excluída dos supostos de oferta pública.

No Brasil, os intermediários podem prestar serviços de assessoria ou assistência técnica em operações e atividades nos mercados financeiros e de capitais, além dos consultores e analistas de valores mobiliários, atividades reguladas pela Lei do Mercado de Valores Mobiliários, que autoriza a CVM a fixar normas com relação a seu exercício.

- **Intermediários prestadores de serviço**

Nos países estudados, não existe uma homogeneização na regulação e quanto ao tipo de intermediários que podem oferecer o serviço de assessoramento em matéria de investimento. Porém, em algumas jurisdições se restringe a determinadas pessoas sujeitas a certos requisitos, e em outros não existe nenhuma regulação.

Na Colômbia, a assessoria é dada pelo intermediário de valores através de pessoas físicas que são autorizadas para esse fim, as quais devem estar inscritos no Registro Nacional de Profissionais do Mercado de Valores. Na Bolívia, o "assessor de investi-

107. A informação que tem servido de base para a elaboração deste trabalho foi extraída das respostas apresentadas pelos 17 países participantes deste Estudo. Como sugestão, recomenda-se consultar as fontes e referências legais mencionadas neste capítulo, a fim de determinar adequadamente o verdadeiro alcance da regulação do assessoramento em matéria de investimento em cada jurisdição.

mento" é aquela pessoa que pode prestar assessoria em matéria de investimento e pode ser um funcionário que atua na representação e sobre a responsabilidade do intermediário financeiro (Agência de Bolsa).

Em Honduras, Guatemala, Paraguai, República Dominicana e Panamá, os prestadores do serviço de assessoria são as casas de bolsas. Em outros países, diferentes entidades podem prestar seus serviços. No Uruguai são os intermediários de valores (corretores de bolsa e agentes de valores) e os assessores de investimentos. No México, o serviço de assessoria pode ser prestado por intermediários bursáteis (casas de bolsa e bancos), assim como por assessores independentes.

No Peru, o serviço de assessoria de investimento não está sujeito a um regime especial de autorização e registro, porém, as sociedades agentes de bolsa, como agentes de intermediação, encontram-se habilitadas a prestar o serviço de assessoria de sistema financeiro e execução de operações em bolsa, enquanto que as sociedades intermediárias de valores, também como agentes de intermediação, encontram-se habilitadas a assessorar e informar aos investidores. No Paraguai também não se encontra regulada a figura do assessor financeiro, assim as casas de bolsa podem prestar o referido serviço. No Brasil os intermediários (corretores, distribuidores) e os consultores de valores mobiliários prestam serviço de assessoria.

O Chile não conta com uma regulação particular referente à prestação de serviço de assessoria de investimento. Porém, tal como já mencionados anteriormente, no caso de intermediários de valores, se entende que a assessoria de investimentos é uma atividade vinculada à intermediação. No caso das agências gestoras, a Superintendência de Valores e Seguros (SVS) autorizou como atividade complementar a prestação de serviços de assessoria e consultoria nas tomadas de decisões de investimento, no mercado local ou estrangeiro e nas entidades encarregadas da gestão de recursos estrangeiros de investimento coletivo. Além disso, tanto para os intermediários de valores como os gestores, a SVS autorizou como atividade complementar a administração de carteiras de valores.

Na Espanha podem prestar serviço de assessoria em matéria de investimento as seguintes entidades sempre que seu programa de atividades o contemple: as sociedades e agências de valores, sociedades gestoras de carteiras, as entidades de crédito, as sociedades gestoras de instituições de investimento coletivo, as entidades de crédito e as entidades estrangeiras autorizadas a prestar este serviço em território espanhol.

- Alcance do serviço de assessoramento

Os requisitos jurídicos e operativos que envolvem a prestação de serviço de assessoramento em matéria de investimento variam em cada jurisdição.

Na Espanha, além das entidades que estão habilitadas para prestar o serviço de assessoria, convém mencionar a figura da empresa denominada Empresa de Assessoramento Financeiro (EAFI), que tem como objetivo específico à prestação de serviço de assessoramento financeiro. Estas entidades não podem receber e tramitar pedidos de clientes, fazer colocação de valores, serem membros de algum mercado e, portanto, não podem executar pedidos. Também não podem realizar atividades de comercialização de produtos de investimentos, oferecer serviços de investimentos que prestam outras entidades, nem atrair clientes para elas. Também, não podem manter depósitos nem instrumentos financeiros de clientes. Podem cobrar diretamente ao cliente uma comissão ou receber incentivos ou compensações de entidades terceirizadas por recomendar produtos emitidos, geridos ou comercializados pelas entidades. Na maioria dos países objeto de estudo não existe uma figura similar à espanhola.

No México, as casas de bolsa e instituições de crédito podem assessorar sobre estratégias de investimentos em particular, ou sobre a seleção de ativos para a formação de uma carteira de investimentos como parte do serviço de assessoramento. Além disso, existe a figura do Assessor em Investimentos que, sem ser um intermediário do mercado de valores, proporciona de forma habitual e profissional serviços de administração de carteira de valores, tomando decisões de investimentos em nome e por conta de terceiros, assim como de assessoria de investimentos em valores, análises e emissão de recomendações de investimentos. Estas entidades estão proibidas de receber qualquer tipo de remuneração proveniente de emissores pela promoção dos valores que estas emitem ou de intermediários do mercado de valores nacionais ou estrangeiros, por referenciar com estes clientes ou operações. Os assessores em investimentos também estão proibidos de receber em depósito, em administração ou custódia, ou em garantia por conta de terceiros, dinheiro ou valores que pertencem a seus clientes, seja diretamente destes ou provenientes das contas que são controladas, salvo tratando-se de remunerações pela prestação de seus serviços.

Também no Uruguai contempla a figura do assessor independente, porém, os assessores são "entidades que se limitam a aproximar ou assessorar as partes em negócios de caráter financeiro sem assumir obrigação ou algum risco"¹⁰⁸.

108. Texto Ordenado da Carta Orgânica Art. 34, número 1 II.

No Brasil, os Analistas de Valores Mobiliários têm sua atividade regulada pela Instrução CVM 483/10, sendo assim considerados aqueles que, com caráter profissional, elaboram informes de análises (estudos e análises sobre valores mobiliários ou seus emissores) destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, embora seja restringida a clientes que podem auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisões de investimentos. Os analistas são credenciados por uma entidade autorreguladora reconhecida pela Comissão. Os Consultores de Valores Mobiliários são regulados pela Instrução CVM 43/05 e estão habilitados a prestar serviços de conselheiros em valores mobiliários a seus clientes. Os administradores de carteira de valores mobiliários (Instrução CVM 306/99) ao assinar um contrato com os investidores, devem buscar atender aos objetivos de investimentos do titular da carteira. Por isso, a CVM exige que o contrato a ser firmado previamente e por escrito com o cliente contenha as características básicas dos serviços a ser prestados, entre eles a política de investimentos a ser adotada que deve estar de acordo com o perfil do investidor, com sua situação financeira e com seus objetivos, tomando decisões de investimentos nominal e por conta de terceiros, assim como de assessoria de investimentos em valores, análises e emissão de recomendações de investimentos.

Na Argentina, a Lei de Mercado de Capitais sancionada com data de 29/11/12, prevê a figura do "agente produtor de agentes de negociação" que se encontra habilitado, com registro prévio perante a Comissão Nacional de Valores, para desenvolver atividades de difusão e promoção de valores negociáveis sobre a responsabilidade de um agente de negociação registrado.

Na República Dominicana, o serviço que oferecem os participantes do mercado se limita a um mandado de abertura e mobilização de contas de valores e a execução das instruções expressas do investidor ou recomendadas pelo Posto de Bolsa. O novo regulamento encontra-se em consulta pública e contempla o serviço de administração de carteira¹⁰⁹.

No Panamá, existe a figura do assessor de investimento, que não pode manter fundo nem valores de clientes, mas pode gerir esses fundos, embora sejam depositados por um intermediário diferente deles. Neste caso, os assessores de investimentos podem transmitir as ordens de compra e venda às casas de valores que serão executadas quando o cliente ou assessor (se tiver habilitação opcional) autorizar. Também, devem prestar assessoria independente, já que estão proibidos de receber qualquer tipo de remuneração proveniente de emissores pela promoção dos valores que es-

109. Na norma para intermediários de valores que estabelece disposições para seu funcionamento, (R-CNV-2005-10-IV), se contemplam os serviços de administração de carteira.

tas emitem ou de intermediários do mercado de valores nacionais ou estrangeiros, por referenciar clientes ou operações com eles.

Na Colômbia as pessoas físicas autorizadas a prestar o serviço de assessoria financeira podem receber compensações ou incentivos dos fornecedores dos produtos que finalmente adquire o cliente, derivados de uma recomendação.

Na Bolívia, as agências de bolsa que assessoram seus clientes na compra de valores de emissões que participaram como estruturadores e/ou colocadores e/ou underwriters, devem revelar de forma escrita e expressa aos clientes sobre estes fatos. Também ocorre quando se assessoram sobre a compra de valores de empresas vinculadas. Na Espanha existe a mesma obrigação.

2. REQUISITOS EXIGIDOS PARA A PRESTAÇÃO DE SERVIÇO

- Regime de autorização e registro

As jurisdições requerem também que se informe sobre os sócios, sua participação no capital social, a relação de administradores e os que exercerão o cargo diretivo, com informação sobre a trajetória e atividade profissional de cada um deles.

Nos países objeto de estudo, se exige um Regulamento Interno de Conduta, ajustado às normas reguladoras do mercado de valores, que garanta o cumprimento das respectivas normas por parte de todos os empregados, conselheiros, diretores e procuradores da empresa.

Em países como Uruguai, Peru, Brasil, República Dominicana, Chile e Colômbia, o assessoramento financeiro não está sujeito a um regime especial ou individual de autorização e registro, basta que as entidades estejam autorizadas e registradas para exercer todos os serviços de investimentos habilitados no seu âmbito de atuação.

No Brasil, os intermediários necessitam de autorização específica para oferecer o serviço de gestão de carteiras a seus clientes, não é uma autorização automática como para a assessoria ou assistência técnica em operações e atividades nos mercados financeiros e de capitais.

No México, os intermediários que prestam serviços de assessoria de investimentos não precisam de uma autorização particular. Esses intermediários, para oferecer seus serviços de assessoria, usam a própria autorização genérica para operar como intermediários de valores que lhe confere a habilitação. Os assessores de investido-

res independentes não estão sujeitos à autorização nem à supervisão da Comissão Nacional Bancária e de Valores (CNBV). Em breve se pretende modificar a normativa para eliminar esta assimetria regulatória.

Na Bolívia, os assessores de investimentos devem estar autorizados e inscritos no Registro do Mercado de Valores da Autoridade de Supervisão do Sistema Financeiro (ASFI). Na Guatemala, devem estar inscritos no Registro do Mercado de Valores e Mercadorias.

Na Costa Rica, os agentes de bolsa e os postos de bolsa devem contar com a autorização da Bolsa Nacional de Valores. Os executivos de vendas dos fundos de investimentos, que também podem prestar assessoria, devem estar credenciados para prestar seu serviço. No Equador, as casas de valores devem estar constituídas legalmente, contar com uma autorização de funcionamento e estar inscritas no Registro do Mercado de Valores da Superintendência de Companhias. Ou seja, estar habilitadas e devidamente autorizadas para realizar qualquer operação, seja de intermediação ou administração de carteiras de terceiros.

Em El Salvador, as casas de corretores de bolsa podem prestar seu serviço de assessoramento sempre que estejam devidamente autorizadas e registradas na Superintendência do Sistema Financeiro para operar como tais. Para realizar as operações com valores estrangeiros requer autorização especial da Superintendência, a mesma que lhes permite assessorar neste tipo de instrumento.

Na Espanha, as entidades que prestam serviços de investimentos, entre outros, o assessoramento em matéria de investimento, estão sujeitas a um regime de autorização e registro. Assim, para prestar este serviço devem fazer declaração à CNMV comunicando sua pretensão de prestar serviço de assessoria e devem cumprir com as respectivas normas, especialmente aquelas relacionadas à clientela. As entidades não podem realizar serviços que não estão incluídos no programa de atividades e nem de um alcance diferente.

No Panamá, tanto as casas de valores como os assessores de investimento devem obter previamente uma licença emitida pela Superintendência do Mercado de Valores para poder efetuar suas atividades comerciais.

Como exceção ao anterior, em Honduras, o serviço de assessoramento em matéria de investimento não está sujeito a um regime de autorização e registro.

Nenhum país se manifestou sobre a existência de manutenção de um registro de colégios ou associações profissionais de assessores, que seriam por sua vez os supervisores das entidades ou pessoas que prestam serviços de assessoria em matéria

de investimentos. Porém, no México existe a Associação de Assesores de Investimentos Independentes, órgão autorregulatório reconhecido pela CNBV que agrupa diferentes pessoas que oferecem serviços de assessoria financeira em matéria de administração de carteiras¹¹⁰.

- **Requisitos de qualificação**

Existe um consenso internacional em considerar, como boa prática, que os órgãos supervisores e reguladores exijam que as entidades cumpram com algum requisito de qualificação profissional que garanta a capacidade técnica e a experiência profissional necessária para uma adequada prestação do serviço, sendo a atualização periódica necessária de acordo com a dinâmica dos mercados.

Na Espanha, as entidades que prestam serviços de investimentos devem cumprir com determinados requisitos, levando em conta a natureza, escala e complexidade de suas atividades empresariais, natureza e abrangência dos serviços prestados. Uma exigência é a de empregar pessoal com qualificação, conhecimentos e experiência necessária para desempenhar as funções que se lhes são atribuídas. No caso das Empresas de Assessoramento Financeiro (EAFI), pessoas jurídicas, se exige que a maioria dos membros de seu Conselho de Administração ou seu administrador ou administradores, assim como todos seus diretores gerais e similares, possuam conhecimento e experiência adequados para o exercício de suas funções. Quando uma EAFI for pessoa física, deve contar com experiência suficiente para o exercício de suas funções. Os conhecimentos e experiência exigíveis devem ser em qualquer caso, suas funções de assessoramento em matéria de investimento, gestão de patrimônios ou análises ou outras relacionadas com o mercado de valores que resultam adequadas para o exercício de suas funções. Para apreciação dos conhecimentos é importante que o profissional apresente seu diploma e certificados que comprove seus conhecimentos em matéria de investimento. Diferente de outras jurisdições (como a UE e outros países da Europa), na Espanha não se exige como obrigação um título universitário ou um certificado de assessor financeiro para desenvolver a profissão, é valorizada positivamente sua experiência anterior em matéria de investimento pelo supervisor.

Em países em que a assessoria é oferecida no âmbito da intermediação financeira, não se exigem requisitos específicos para a prestação de serviço de assessoria em matéria de investimento. Assim, por exemplo, no Peru, se valida o acesso das pessoas com cargo de direção e administração de um agente de intermediação, exigem também que tenham bons antecedentes de solvência moral e experiência em maté-

110. <http://www.amaii.com.mx/AMAII/Portal/>

rias econômicas, financeiras ou mercadológicas e/ou conhecimento do mercado de valores, compatível com as funções a desempenhar. Mesmo assim, os agentes de intermediação são responsáveis que seus representantes sejam capacitados técnica e profissionalmente, conhecimentos e experiência são os requisitos para o desempenho de suas funções.

Na Costa Rica, os requisitos de experiência são definidos por cada entidade, não existe regulação neste sentido. Em El Salvador, entre os requisitos para o registro das casas de corretores de bolsa, a Superintendência do Sistema Financeiro (SSF) não requer aspectos relacionados com a qualificação profissional.

Na Argentina, a Comissão Nacional de Valores aprovou a Resolução Geral N° 610/12, que exige a todos os mercados que operam em seu entorno de controle, um "Registro de Assessores Idôneos" das pessoas que desenvolvem atividades de vendas, promoção ou prestação de qualquer tipo de assessoria ou atividade que implique o contato com o público investidor e seus intermediários, incluindo aos produtores relacionados com os mesmos. Assim, para ter sua inscrição no Registro, deve estar aprovado em um dos programas de capacitação que lhe confere um certificado reconhecido e registrado pela CNV. Também se destaca a implementação dos fundos comuns de investimentos pela Câmara Argentina de Fundos Comuns de Investidor (CAFCI), que desenvolve um "esquema de vendedor idôneo", direcionado para as pessoas que desenvolvem essa atividade, o qual exige prestar exame de conhecimento atinente a esse tema em particular.

No Brasil, os consultores de valores mobiliários, regulados pela Instrução CVM43/05, devem ter comprovada experiência na atuação no mercado de valores mobiliários e atender às exigências estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional para ocupar cargos importantes de direção como corretores e distribuidores.

Na Bolívia, os assessores de investimentos devem, entre outros, ser licenciados e apresentar um certificado de alguma bolsa de valores em que comprove terem sido aprovados no exame de conhecimentos para ser assessor de investimentos.

Na Colômbia se exige a certificação de profissionais perante um órgão certificador. A certificação tem dois componentes: um relacionado com a credibilidade da capacidade técnica e profissional (aprovação de exames de idoneidade profissional, assim como a formação acadêmica e a trajetória profissional), e outro relacionado com a verificação de antecedentes pessoais. No Chile, como parte do credenciamento dos trabalhadores que participam diretamente na intermediação de valores, os conhecimentos dos assessores de investimentos são credenciados por alguma das Bolsas de Valores Nacionais.

No México, a Lei do Mercado de Valores estabelece que as casas de bolsas, na prestação de serviço de assessoria de investimentos, devem utilizar os serviços de pessoas físicas autorizadas pela CNBV. Este deve estar devidamente credenciado e contar com qualidade técnica, honorabilidade e memorial de crédito satisfatório perante alguma associação gremial reconhecida pela CNBV como órgão autorregulatório. Da mesma forma, os assessores em investimentos, na prestação de seus serviços, devem certificar sua qualificação técnica, honorabilidade e memorial de crédito satisfatório perante um órgão autorregulatório reconhecido pela Comissão em relação aos serviços que ofereça ao público uma boa prestação dos serviços de pessoas físicas que contam com a referida certificação.

3. OBRIGAÇÕES PRÉVIAS À PRESTAÇÃO DO SERVIÇO

- **Frequência no assessoramento ao cliente**

Os diferentes tipos de assessoramento em matéria de investimento podem ter também repercussões nas obrigações e responsabilidades da entidade frente ao cliente. O assessoramento pode ser prestado em diferentes contextos. Por exemplo, no assessoramento "recorrente" o cliente tem uma relação contínua com seu assessor, que periodicamente lhe apresenta recomendações de investimentos. Porém, o assessoramento "pontual" implica que o assessor, de forma não reiterada ou esporádica, oferece recomendações ao cliente.

Na Espanha, Brasil, Panamá, Paraguai, Peru, Uruguai, Costa Rica, Chile e República Dominicana, a norma atualmente não contempla a definição nem o alcance de diferentes tipos de assessoramento em matéria de investimentos e, portanto, não estão previstos de modo específico na normativa às obrigações e direitos dos investidores e entidades em função do tipo de assessoramento que será prestado. O anterior, à margem do que pode estabelecer a regulação aplicável ao mercado de valores como obrigações e direitos gerais e, contratualmente, as partes em cada caso.

No México, o marco regulatório do mercado de valores não estabelece uma categorização como tal, referente ao que deu origem à necessidade de assessoria de investimentos, implicitamente na Lei do Mercado de Valores se reconheceria uma assessoria proveniente de entidades financeiras, o qual, segundo o tipo de contrato que estabelecera com seus clientes poderia ser por uma vez só (pontual) ou recorrente (contínua) a respeito de uma estratégia ou um produto financeiro, assim como aquela assessoria proveniente dos assessores em investimentos "independentes", em que a referida Lei não considera intermediários do mercado de valores.

Frente ao estudo das obrigações das entidades ou assessores diante de seus clientes da prestação de serviço, não se levará em conta esta diferenciação por “tipos” de assessoramento.

- **Documentação contratual para a prestação do serviço**

No âmbito do assessoramento em matéria de investimento, se considera uma boa prática a existência de contratos que deverão apresentar as características essenciais do serviço e estabelecer de forma clara os seguintes aspectos: as partes obrigadas, o conjunto de obrigações a que se comprometem as partes, a informação que a entidade deve pôr a disposição e remeter aos clientes, sua periodicidade e forma de transmissão, informação sobre os incentivos cobrados pela entidade que presta assessoramento e o conceito, periodicidade e valores da retribuição a serem pagos pelo cliente, cláusulas específicas com respeito à modificação e rescisão pelas partes, procedimento para a atualização da informação do cliente sobre seus conhecimentos, situação financeira e objetivos de investimentos que procede, etc.

Na Espanha, a Lei do Mercado de Valores exige que os contratos celebrados com clientes minoritários sejam por escrito. Porém, existe uma exceção para o caso da prestação do serviço de assessoramento em matéria de investimento aos clientes, já que a norma aponta que “basta a constância escrita ou confiável da recomendação personalizada”. Neste sentido, se considera uma boa prática¹¹¹ o fato de que as entidades que, além de assessoramento prestam o serviço de recepção, transmissão e execução de pedidos de cliente, desenvolvam a rastreabilidade entre as operações realizadas e as recomendações emitidas num prazo de até 15 dias a partir de efetuada a correspondente recomendação. Como mecanismo de controle interno e como meio pelo qual a entidade possa comprovar o cumprimento de suas obrigações na medida em que permite dispor da informação para saber se o cliente que emite um pedido que já lhe foi entregue para a informação esclarecedora sobre as características e riscos do produto ou se foi avaliado anteriormente a sua idoneidade.

No Brasil, não há regras específicas para consultores de investimento, mas o contrato firmado pelos administradores de carteiras de valores mobiliários deve definir o conteúdo e a periodicidade da informação apresentada ao cliente, entre outras informações.

Na Colômbia, os intermediários financeiros autorizados legalmente para receber pedidos de clientes, devem documentar oportuna e adequadamente esses pedidos e as

111. Para mais informação, consultar o guia sobre a prestação de serviço de assessoramento em matéria de investimento na Espanha http://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaAsesoramientoInversion.pdf

operações sobre valores que realizam em virtude deste processo.

No Chile, o serviço de assessoria não é documentado contratualmente. Porém, tratando-se de administração de carteiras, deve subscrever-se um contrato de prestação de serviços que deve mencionar custos, políticas de investimentos, informação, etc.

Na Costa Rica, os agentes de bolsa prestam assessoria em nome dos postos de bolsa. Para a prestação deste serviço de assessoria, é obrigado elaborar um contrato e subscrever entre o posto de bolsa e o cliente, mesmo que não contemplem requisitos mínimos de conteúdos para determinado contratos nem em um tipo de contrato. No que diz respeito aos fundos de investimentos (os executivos de venda prestam assessoria em nome dos fundos de investimentos), existe um requisito que regulamenta a obrigação de assinar um documento de aceitação de condições entre o executivo e o cliente, em que deverão estar claramente definidas as referidas condições.

Em El Salvador, o assessoramento faz parte dos serviços de intermediação que o cliente contrata, nas disposições que regulam as condições de assessoramento se inclui em cada um dos diferentes contratos que os clientes assinam com as casas de bolsas onde existe um contrato para os diferentes serviços de investimentos oferecidos.

No México, as operações que as casas de bolsa celebram com seus clientes estão regidas pela Lei do Mercado de Valores e pelas previsões contidas nos contratos de intermediação bursátil. A citada Lei não estabelece um contrato específico para a prestação do serviço de assessoramento. Na prática, a assessoria de investimentos que oferecem os intermediários do mercado de valores se realiza a partir de contratos de intermediação bursátil.

No Panamá existe a obrigatoriedade de assinar um contrato no caso de prestação de serviço de gestão de carteiras, depósito de valores e em operações de compra e venda com pacto de recompra de valores negociados em mercados secundários organizados, quando seu valor seja inferior a 50.000 dólares. Porém, se o cliente solicitar o serviço de assessoria, tem a obrigação de assinar um contrato e nas cláusulas deve constar todos os tipos de serviços a serem prestados.

No Paraguai não existe a obrigatoriedade de assinar um contrato, mas se requer um contrato para todos os serviços oferecidos ao cliente, com aprovação do conteúdo por parte da CNV.

No Uruguai a norma não exige que o serviço de assessoramento seja documentado

contratualmente, embora se requeira que os assessores de investimentos devam implementar procedimentos de resguardo da informação e do software utilizado, assim como todo dado que se considere relevante na reconstrução das recomendações oferecidas.

Na Bolívia, a normativa exige das agências de bolsa a elaboração do perfil do cliente para a administração de carteira de forma discricional. Também no Brasil a CVM exige dos intermediários que o contrato contenha informações mínimas sobre o perfil do cliente quando oferece o serviço de administração de carteira de valores mobiliários. Os mesmos procedimentos são exigidos no México.

- **Conheça seu cliente e a idoneidade das recomendações**

- a) Conheça seu cliente**

Toda pessoa ou intermediário financeiro que presta serviços de investimentos, particularmente o de assessoria em matéria de investimentos, deveria cumprir o princípio de "conheça seu cliente". Neste sentido, se considera uma boa prática que o prestador de serviço de assessoria solicite toda informação necessária sobre os conhecimentos, experiências, direcionamentos do investimento do cliente, assim como sua situação financeira e objetivos de investimento, tolerância ao risco, tendo assim a opção de recomendar as melhores estratégias de investimento ou instrumentos financeiros ou recomendar o que for mais conveniente ao cliente em particular.

É importante enfatizar a informação correta sobre os conhecimentos e experiência do sistema financeiro, a qual se deve obter pelo menos informação sobre os tipos de instrumentos financeiros, transações e serviços em que os clientes estejam familiarizados, a natureza, o volume e a frequência de suas transações sobre instrumentos financeiros e o período da realização. Outros dados importantes são o nível de estudos, a profissão atual e as profissões anteriores que sejam relevantes.

Quanto à situação financeira e objetivos de investimentos, as entidades deveriam solicitar informação sobre o horizonte temporal desejado para o investimento, seu perfil de riscos e a finalidade do investimento. Além disso, convém salientar que o cliente pode, do ponto de vista financeiro, assumir qualquer risco que seja coerente com seus objetivos de investimento. A informação sobre a situação financeira deve incluir, periodicamente, informação sobre a origem e o nível de suas rendas, seus ativos, incluindo seus ativos líquidos, investimentos e bens imóveis, assim como seus compromissos financeiros periódicos.

Os intermediários financeiros devem estabelecer as políticas e procedimentos ade-

quados para conhecer os dados essenciais de seus clientes e as características dos instrumentos financeiros disponíveis para esses clientes.

Muitos dos países objeto deste estudo têm incorporado em suas legislações disposições que, contidas com maior ou menor alcance, têm a obrigação de conhecer ao cliente e de solicitar, portanto, a informação mencionada, como é o caso do Peru, onde os intermediários financeiros, habilitados a oferecer o serviço de assessoria, assim como seus representantes e diretores, devem cumprir com o dever de obter informação de seus clientes, solicitando deles informação sobre sua situação financeira, experiência em investimentos e seus objetivos de investimentos, em consideração a relevância desta informação para os serviços oferecidos.

b) Idoneidade das recomendações

Os intermediários financeiros devem fazer perguntas com questões apropriadas, recopilar a informação necessária e relevante, e interpretar adequadamente a informação reportada pelo cliente. Assim, as recomendações emitidas pelos intermediários aos clientes devem ser as mais adequadas possíveis.

Na Espanha, as normas de conduta vigente obrigam a avaliar a idoneidade das entidades que prestam os serviços de assessoria em matéria de investimentos. As entidades devem obter de seus clientes a informação necessária para definir os tipos de recomendações de investimentos que lhe serão oferecidos e devem cumprir os seguintes requisitos:

- Respondem aos objetivos de investimentos do cliente;
- São de tal natureza que o cliente pode assumir, do ponto de vista financeiro, qualquer risco de investimento que seja coerente com seus objetivos de investimento; e
- São de tal natureza que o cliente conte com os conhecimentos e experiências necessárias para compreender os riscos que implicam.

É importante destacar que a norma determina que, quando a entidade não tem informação sobre o cliente, não poderá prestar o serviço de assessoria. Além disso, a entidade deve proporcionar ao cliente por escrito ou mediante outro suporte duradouro, uma descrição de como se ajusta a recomendação dadas as características e objetivos do investidor. As recomendações ou decisões de investimento devem adaptar-se ao nível de risco recolhido nos objetivos de investimentos do cliente e em nenhum caso devem supor níveis de risco superiores aos que esteja disposto a assumir. O nível de risco máximo recomendável ou assumido será o que indique o cliente.

Se o cliente estiver disposto a assumir elevados níveis de risco, mesmo que possa comprometer sua situação patrimonial, ou se for estimado que o cliente não compreenda suficientemente a natureza e riscos do investimento apresentado, respeitar estritamente os objetivos de investimento do cliente pode fazer que a recomendação ou a decisão sejam pouco idôneas. Embora o cliente fixe um determinado nível de risco, pode ser conveniente recomendar ou decidir um investimento de menor valor mas que seja financeiramente assumível pelo cliente, ou realiza-lo sobre um instrumento de natureza mais simples que o cliente possa compreender adequadamente.

Na Bolívia, a normativa exige a elaboração do perfil do cliente às Agências de Bolsa para a administração de carteira de forma discricional. O referido perfil deve incluir 1) o direcionamento do investimento, 2) objetivo de investimento e rentabilidade esperada que permita à Agência entender o nível de tolerância de risco do cliente, 3) a tolerância ao risco (quando puder ser especificada pelo cliente através da qualificação de risco mínimo ou outros mecanismos) e 4) o conhecimento e aceitação dos riscos inerentes ao investimento.

No Brasil, os intermediários têm obrigação de conhecer seus clientes. A Comissão de Valores Mobiliários exige que o contrato contenha informação mínima sobre o perfil do cliente se oferece o serviço de administração de carteira de valores. O intermediário, ao fazer o registro do cliente, deve obter informação sobre o investidor que permita traçar seu perfil, tanto do ponto de vista econômico (sobre rendimentos e a situação patrimonial) como de aversão ao risco e educação financeira (informação sobre perfil de risco e conhecimento financeiro do cliente). Também se exige que o cliente declare expressamente que recebeu e leu o material específico e tem conhecimentos sobre os riscos implicados.

Na Colômbia, o intermediário de valores solicita informação sobre a vocação do cliente, renda anual, ativos, passivos, importações, exportações, ocupação, profissão, negócio, etc. O cliente responde um questionário do perfil de investidor em que é advertido que seu diligenciamento permite ao intermediário identificar a carteira que mais se adapte a suas características e ajudar a tomar as melhores decisões de investimento.

Na Costa Rica, os participantes nos mercados solicitam informação do cliente, entre outros, sobre seus objetivos de investimentos, atitude para enfrentar o risco e experiência em investimentos.

No México, as casas de bolsa e instituições de crédito devem contar com delineamentos e tendências políticas a identificar e conhecer seus clientes, assim como definir seus objetivos de investimentos, perfil de investimentos e risco. Obrigações

similares se determinam no Panamá e Peru.

- **Verificação da idoneidade**

Em alguns países se verifica a idoneidade dos produtos ao perfil dos clientes através de inspeções por parte da autoridade supervisora (Bolívia, Panamá, Uruguai, e Costa Rica). No Panamá, durante a Inspeção, seleciona-se uma amostra de carteira de clientes e se verificam os pedidos para adquirir instrumentos financeiros contra o perfil do cliente e se são instrumentos registrados na Superintendência ou se são adquiridos através de mercados internacionais (no caso de existir alguma dúvida sobre o produto, se solicitam os folhetos informativos à casa de valores). Dependendo do tipo de instrumentos, se pode observar sua volatilidade e se isso corresponde ao tipo de investimento de acordo com o perfil do investidor. Em caso de dúvida, se utilizam sistemas de informação eletrônica que o regulador contrata com um fornecedor, que permite estudar com mais detalhe certos instrumentos e se são ou não aptos para um cliente em particular.

No Brasil, a CVM editará uma norma com as obrigações sobre o dever de verificação da adequação dos produtos e serviços ao perfil do cliente (suitability), depois da Audiência Pública (Audiência Pública SDM 15/11)¹¹².

- **Informação sobre despesas e custos**

Dentro das normas de conduta que devem cumprir as entidades ou pessoas que prestam serviços de investimentos, encontra-se o de informar a seus clientes sobre as despesas e custos associados ao serviço de assessoria em matéria de investimento. Assim, os clientes deverão, no mínimo, conhecer:

- O valor total que irão pagar por receber o serviço de assessoria em matéria de investimento, incluindo o pormenorizado de todos os honorários, comissões, custos e despesas associados e todos os impostos a liquidar através da entidade que presta o serviço;
- Quando uma parte do preço for pago em uma divisa diferente do país, deverá indicar qual é a divisa em questão e o contra valor e os custos aplicáveis;
- Advertência no caso de surgir outros custos para o cliente, incluindo o pagamento de impostos; e
- As formas de pagamento, assim como qualquer outra questão que, direta ou indiretamente, incidem no valor a pagar pelo serviço.

112. Anúncio de Audiência Pública SDM nº 15/11: <http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed1511sdm.pdf>.

Em todos os países objeto de estudo, o assessoramento encontra-se sobre o regime de preços de livre mercado. Assim, na Colômbia há liberdade de cobrança de taxas e a obrigação de não fazer diferenciação entre clientes¹¹³.

No Brasil e no Chile, tratando-se dos administradores de carteiras de valores, as remunerações cobradas pelos serviços prestados ficam estabelecidas no contrato. No Equador a taxa é de livre contratação das partes e, em geral, estabelecem a cobrança de seus honorários ou comissões sobre o valor efetivo da carteira administrada ou assessorada onde esta taxa é expressa em percentagem, anual ou mensal.

Na Espanha, as entidades que prestam serviços de investimentos podem estabelecer livremente suas taxas máximas de comissões e despesas tributáveis. As entidades devem estabelecer as taxas de assessoria em função do valor assessorado ou sobre sua revalorização, ou ambos. Também no folheto de taxas, deve indicar-se se são complementares ou alternativas. O fato de não indicar o valor da taxa, se entenderá que são alternativas e se estabelecerá como comissão máxima e será maior o benefício para o cliente. A taxa se expressa em percentagem anual sobre o patrimônio assessorado e/ou sobre sua revalorização anual, podendo ser indicado um mínimo anual sobre o patrimônio assessorado, sem prejuízo do que foi acordado entre as partes e sobre o acréscimo e liquidação previstos no contrato correspondente. Para faturamentos inferiores ao período ordinário de liquidação acordado, será aplicado à parte proporcional o número de dias em que foi prestado o serviço. De forma alternativa a anterior, é possível estabelecer uma taxa pelo tempo necessário para a análise da carteira. A taxa se expressa em euros por hora e no caso de existir frações de horários será aplicada a parte proporcional que corresponda.

No México também existe liberdade de cobrança de comissões aos clientes, em compensação, estas devem ser similares e não poderão variar em seu valor tratando-se de clientes com perfis ou contas com características similares.

No Panamá as taxas são determinadas pelo livre mercado e a base de cálculo da taxa depende do assessor e dos serviços oferecidos. Entre os diferentes sistemas de cobrança encontram-se os seguintes:

- 1) O assessor de investimento não cobra taxas ou comissões a seus clientes, porém recebem reposições dos fornecedores finais que oferecem o produto.
- 2) A cobrança do vencimento proveniente da percentagem de comissão (previamente acordado com o cliente) calculado sobre a base do valor de mercado da

113. Cfr. Artigos 2.9.24.1.1 a 2.9.24.1.3. do Título 24 Regime de taxas nas operações que realizam as Sociedades Comissionistas de Bolsa

- carteira de investimento do cliente objeto de assessoria. A cobrança pode ser mensal, trimestral, quadrimestral, semestral ou anual, geralmente por período vencido.
- 3) Outro sistema também envolve, somado ao anterior, a cobrança no vencimento pelo assessor de uma "taxa de desempenho", que consiste em uma porcentagem de comissão (previamente negociado com o cliente) calculado sobre a base do rendimento obtido na carteira do cliente objeto de assessoria. Esta taxa de desempenho também pode ser cobrada de forma mensal, trimestral, quadrimestral, semestral ou anual, geralmente por período vencido.
 - 4) Outros assessores utilizam o sistema de cobrança de uma comissão fixa. Geralmente o cálculo consiste em aplicar um montante fixo de comissão previamente negociado com o cliente por hora de serviço prestado.

No Uruguai, os intermediários de valores prestam assessoria gratuitamente por que cobram uma porcentagem sobre pedido executado.

4. OBRIGAÇÕES DURANTE A PRESTAÇÃO DO SERVIÇO

As entidades que prestam serviços de investimentos, entre outros, como assessoria financeira, devem se comportar com diligência e transparência em interesse de seus clientes, zelar pelos interesses como se fossem seus. Assim, devem manter em todo momento adequadamente informados seus clientes. Portanto, a prestação do serviço de assessoria em matéria de investimentos requer, neste caso, uma comunicação contínua entre o prestador de serviço e seus clientes por um lado, assim como com as autoridades supervisoras por outro. Desta forma, os envolvidos podem dar continuidade às características e condições em que o serviço é prestado.

A partir da perspectiva dos clientes, se considera uma boa prática que os prestadores de serviço de assessoria se mantenham informados sobre o estado que guardam as recomendações oferecidas, assim como qualquer mudança que possam apresentar as mesmas, a fim de buscar os resultados mais favoráveis aos interesses dos clientes.

Os supervisores devem contar com informação tanto estatística como do desempenho de quem presta serviço, tanto para dar cumprimento a suas funções de supervisão, como para garantir a eficiência e integridade dos mercados financeiros e a confiança dos usuários, e contar com informação oportuna e verdadeira dos investimentos e serviços de investimentos prestados.

- **Informação periódica à Autoridade supervisora**

A partir do assessoramento em matéria de investimentos, na maioria dos países analisados, com exceção do México e Espanha, encontra-se circunscrito à administração de carteiras de investimentos ou em alguns casos à intermediação com valores, e não existe na região uma obrigação específica de enviar à autoridade supervisora informação periódica associada ao serviço de assessoria.

Assim, a informação periódica que recebe o supervisor, seja mensal, como no Equador, Peru e República Dominicana, ou trimestral, como na Colômbia¹¹⁴, Chile e México—, está associada a la administración de carteras de inversión por cuenta de terceros. En el caso de Panamá, se recaba información trimestral sobre el número de clientes que reciben asesoramiento, así como también sobre el monto de las cuentas en administración.

A Argentina e Bolívia contam com informação associada à idoneidade dos assessores de investimentos. Em outros países, como no Brasil, se recebe informação dos analistas (assessores independentes) através de órgãos autorreguladores. No caso do Equador, os intermediários de valores enviam informação mensal para manter o registro no mercado de valores sobre as carteiras de investimentos de terceiros que mantêm na administração. No Paraguai, os intermediários devem remeter diaria-

114. As sociedades comissionistas de bolsa de valores têm obrigações que devem cumprir como intermediários de valores, dentro das quais se encontram aquelas relacionadas com os deveres de informação e documentação, contidos nos parágrafos 1º e 3º do artigo 7.3.1.1.2. do Decreto 2555 de 2010, que consagram o seguinte:

"1. Dever de informação. Todo intermediário deverá adotar políticas e procedimentos para que a informação dirigida a seus clientes ou possíveis clientes em operações de intermediação seja objetiva, oportuna, completa, imparcial e clara. De forma previa a realização da primeira operação, o intermediário deverá informar a seu cliente pelo menos o seguinte:

a) Sua natureza jurídica e as características das operações de intermediação que se estão sendo contratadas, e

b) As características gerais dos valores, produtos ou instrumentos financeiros oferecidos ou promovidos; assim como os riscos inerentes aos mesmos.

(...)

3. Dever de documentação. Os intermediários de valores autorizados legalmente para receber pedidos de clientes deverão documentar oportuna e adequadamente os pedidos e as operações sobre valores que executam.

Os intermediários deixarão à disposição de seus clientes, na Superintendência Financeira da Colômbia e órgãos de autorregulação, quando solicitados, os recibos, comprovantes e demais registros dos pedidos e operações realizadas em desenvolvimento da relação contratual."

Assim, em desenvolvimento dos referidos deveres, os intermediários de valores estão obrigados a deixar à disposição de seus clientes os recibos e comprovantes das operações que realizam por conta de seus clientes.

mente informação sobre as operações realizadas destacando entre outros aspectos o tipo de serviço prestado.

Na Bolívia, os intermediários devem remeter à autoridade supervisora os dados pessoais dos assessores de investimentos e dos promotores de investimentos. Para as sociedades administradoras de fundos de investimentos, na regulação para o envio de informação periódica, foi estabelecido o envio de um relatório trimestral de promotores de investimentos. A informação proporcionada permite que, em caso de um processo administrativo, a consequência de uma assessoria mal realizada, se confirmada, a pessoa pode perder a habilitação do Registro do Mercado de Valores.

No caso particular da Espanha, as entidades que prestam o serviço de assessoria em matéria de investimento devem remeter anualmente¹¹⁵ à Comissão Nacional do Mercado de Valores (CNMV) a seguinte informação:

- Número de clientes minoritários, profissionais e contrapartida elegível;
- Número de clientes minoritários por tipo de perfil de risco;
- Remuneração bruta;
- Incentivos associados à prestação de serviço (recebidos de um terceiro e pagos a um terceiro);
- Detalhe de instrumentos financeiros recomendados aos clientes minoritários e profissionais;
- Valor do patrimônio assessorado em cada um dos estados da União Europeia referente aos serviços prestado pela filial na Espanha.

Com a informação disponível, a CNMV elabora um mapa de riscos que, além da informação remetida pelas entidades, contém uma série de "alarmes" que servem para determinar a estratégia supervisora. Em suas tarefas de supervisão de assessoria em matéria de investimentos, além de aproveitar a informação remetida pelas próprias entidades, utiliza informação solicitada através de reclamações, denúncias ou consultas.

Cabe destacar também o caso do México em que, derivado das obrigações associadas a este serviço, os intermediários devem enviar trimestralmente à CNBV a informação sobre as características dos valores que integram a carteira das contas sobre as quais as entidades prestam serviço. Tratando-se de assessoria em matéria de investimento, os intermediários deverão informar à CNBV sobre o número de contrato ou conta associada às carteiras de valores, neste caso, o nome do assessor de in-

115. Circular 1/2010, de 28 de julho, da CNMV, de informação reservada das entidades que prestam serviços de investimentos..

vestimento reservado ao cliente ou conta de que se trata.

Em todos os países participantes neste trabalho, as autoridades supervisoras utilizam a informação proveniente da administração de carteiras ou intermediação com valores em geral, ou dos países que contam com um marco regulatório particular para o assessoramento para fins supervisores ou estatísticos, como no Peru e Panamá. Neste último caso, a informação obtida também se aproveita para determinar o volume de operação do assessor ou para efeitos de planejamento de suas atividades de supervisão como no Brasil, Colômbia, Equador, Espanha, e México.

A CVM do Brasil aproveita a informação compilada através de consultas, reclamações e denúncias de investidores e do público em geral, assim como as informações obtidas na supervisão dos mercados e dos intermediários (incluindo notícias publicadas em jornais e outros veículos de comunicação, informações em sites, etc.).

No México e Equador, a informação periódica permite às áreas de supervisão contar com novos elementos de análises como coadjuvantes para uma melhor realização das funções de inspeção e vigilância. Assim, essa informação contribui para definir os programas de supervisão e temas relevantes para abordar, assim como determinar a conveniência de visitas especiais de inspeção¹¹⁶. A CNBV do México habilitou uma caixa postal de queixas em sua página na Internet¹¹⁷, através da qual recebe informação que pode conduzir à realização de visitas de inspeção sobre temas específicos. Derivado da nova regulação em matéria de serviços de investimentos, os intermediários de valores enviam trimestralmente à CNBV a informação referente às reclamações ou ações judiciais interpostas em contra da Entidade. A informação das reclamações constitui um elemento chave para a supervisão da CNBV, desta forma permite identificar práticas indevidas por parte dos intermediários na prestação dos serviços de investimentos, assim como permite uma atuação de vigilância preventiva¹¹⁸.

- **Obrigações de registro do assessoramento em matéria de investimentos**

Salvo na Espanha, Uruguai e recentemente no México, os demais países objeto deste estudo não contemplam em suas respectivas regulações uma obrigação de registro sobre as recomendações proporcionadas pelos intermediários financeiros.

116. Disposições de Carácter Geral em Matéria de Serviços de Investimento.

117. www.cnbv.gob.mx

118. Disposições de Carácter Geral em Matéria de Serviços de Investimentos.

Na Espanha a normativa exige fazer um registro de recomendações de clientes. Esse registro deve incluir a constância escrita ou confiança na recomendação personalizada a clientes minoritários, esboçar essa informação e evidenciar que:

- a) O cliente minoritário a quem foi prestado o assessoramento (ou seja, NIF/CIF/Cod.cliente, etc.);
- b) A recomendação (ou seja, comprar, vender, manter, subscrever, número de títulos/contratos ou percentagem de carteira e valor etc.);
- c) O instrumento financeiro ou a carteira que foi recomendada (ou seja, ISIN ou código equivalente, denominação, etc.), fazendo constar, entre outros, a data da recomendação.

Este registro deve ser caracterizado como um registro adicional aos registros de pedidos e operações (se a entidade presta o serviço de recepção, transmissão e execução de pedidos). Portanto, é independente de que o cliente decida ou não realizar a operação associada à recomendação, se decide ou não realizar a operação, ou o faça com outra entidade, a recomendação deve ser registrada. Tudo isso, sem prejuízo de que a efetiva realização das recomendações personalizadas ao investidor deve constar por escrito ou de outra forma confiável. Assim, o registro é independente de que a entidade tenha decidido documentar contratualmente a assessoria. Por conseguinte, a existência de um contrato de assessoria em matéria de investimento não exime em nenhum caso de levar o citado registro nem de comunicar de forma confiável cada recomendação ao investidor¹¹⁹.

No Uruguai se obriga às instituições a resguardar tudo, dado que se considere relevante na reconstrução das assessorias oferecidas¹²⁰.

No México, tratando-se de casas de bolsa e instituições de crédito, existe a obrigação do registro das instruções recebidas de seus clientes, os quais podem vir de alguma recomendação dada pela entidade. Se as instruções do cliente são oriundas de meios eletrônicos ou de telecomunicação, devem ser registradas e identificadas¹²¹. Os intermediários financeiros, no ato da prestação de sua assessoria em matéria de investimentos a seus clientes que não sejam investidores institucionais ou clientes sofisticados¹²², podem recomendar a adoção de uma estratégia de investi-

119. Artigo 79 da Lei do Mercado de Valores

120. RNMV, Artigo 335, 336. .

121. México, disposições aplicáveis a casas de bolsa, Art. 120 Bis 2..

122. As novas disposições em matéria de serviços de investimentos no México contempla a definição de cliente sofisticado como aquela pessoa que mantém em média durante os últimos 12 meses, investimentos em valores em uma ou várias entidades financeiras, por um montante igual ou superior a 4.500.000 unidades de investimento, ou obtido em cada um dos últimos 24 meses, rendimentos brutos

mento ou seleção de ativos na carteira de investimento, incluindo para efeito de justificativa que a estratégia ou seleção resulte razoável. Em caso definitivo em que os intermediários recomendam operações sobre valores ou instrumentos financeiros derivados, deverão elaborar a justificativa apontada, que deve conter, entre outros conceitos, as características da estratégia de investimentos ou composição da carteira de investimentos objeto da assessoria ofertada. Em todo caso, os intermediários estarão obrigados a elaborar e proporcionar a justificativa referida quando seja solicitada pelos investidores institucionais ou clientes sofisticados.

No Paraguai, tanto para a prestação de serviços como para operações extrabursáteis, solicita-se o registro dos dados do cliente, tipo de serviço prestado, títulos de valores, montantes, tipo de operações e garantias¹²³.

Na República Dominicana¹²⁴ a normativa não exige o registro de recomendações *per se*, mas um registro das operações realizadas. Neste sentido, a normativa estabelece que para garantir a devida evidência de cada operação entre o intermediário e seus clientes, tanto as acordadas em bolsas de valores como no mercado extrabursátil, cada operação deverá ser documentada no mesmo dia, com especificação de data, do número da conta em que foram creditados ou debitados os valores ou efetivada cada operação.

5. MECANISMOS DE PROTEÇÃO

Com o propósito de oferecer maior certeza jurídica aos investidores, as pessoas e entidades dedicadas ao serviço de assessoria em matéria de investimento estão sujeitas à adoção de medidas tais como oferecer fundos de garantia, seguros, ou alguma figura equivalente, ou combinações de algumas destas que permitam fazer frente a eventuais responsabilidades por negligência profissional, ou pela realização de atos jurídicos que se celebrem contravenção ou estabelecido pela regulação correspondente. Os regimes de proteção dos investidores revisados no presente estudo, com a finalidade de dotar de transparência a prestação de serviços de investimentos, requer dos prestadores de serviços que, além de antepor os interesses de seus clientes, revelem todo conflito de interesse que possam ter

anuais iguais ou superiores a 1.500.000 unidades de investimentos.

123. Res. CNV 763/04, Capítulo IV, artigos 121 a 126.

124. "Norma para intermediários de valores que estabelece disposições para seu funcionamento", R-CNV-2005-10-IV no Capítulo IV, especificamente os arts.27a 34.

- **Regime de responsabilidade ao oferecer assessoria em matéria de investimento**

Das jurisdições analisadas, foi observada a existência de uma figura que permite garantir as atividades de assessoria na Bolívia, Colômbia, Espanha e Paraguai. Na Bolívia, o assessor (Agência de Bolsa) como pessoa jurídica, deve credenciar a apresentação de uma garantia do correto e cabal cumprimento de suas obrigações, equivalente a 50.000 dólares, o qual lhe permite prestar serviços de intermediação. Em caso de demonstrar negligência no assessoramento ou o não cumprimento ao estabelecido na normativa vigente, se solicita a execução de garantias. Porém, este processo requer uma análise prévia pelas autoridades financeira ASFI.

Na Colômbia, as pessoas físicas e jurídicas que prestam o serviço de assessoramento no mercado de valores não são obrigadas a contratar seguro de responsabilidade civil. Como garantia para o investidor do mercado de valores existe o Fundo de Garantias das Sociedades Comissionista de Bolsa membros da Bolsa de Valores da Colômbia S.A., denominado "Patrimônio Autônomo do Fundo de Garantias das Sociedades Comissionistas da Bolsa de Valores da Colômbia" (FOGACOL)¹²⁵.

Na Espanha, as empresas de assessoria em matéria de investimento devem ter um capital social de 50.000 euros, ou contar com um seguro de responsabilidade civil profissional que cubra todo o território da União Europeia, aval ou outra garantia comparável para fazer frente à responsabilidade por negligência profissional no exercício de sua atividade no âmbito europeu, com uma cobertura mínima de 1.000.000 euros por reclamação de danos e um total de 1.500.000 euros anuais para todas as reclamações. Também se pode constituir uma combinação de capital inicial e de seguro de responsabilidade civil profissional que dê lugar a um nível de cobertura equivalente ao recomendado no parágrafo anterior.

As demais empresas de serviços de investimentos devem aderir ao Fundo de Garantia de Investimentos, como será explicado mais detalhadamente no capítulo 6 deste Estudo, permite aos clientes a recuperação do efetivo e instrumentos financeiros entregues

125. Este tema será desenvolvido no capítulo 5. O capital mínimo que se requer na Colômbia em montantes absolutos é:

- Sociedade Comissionista de Bolsa. Capital mínimo 1.182.000.000 pesos colombianos, 648.317,77 dólares;
- Sociedades Comissionistas autorizadas somente para contrato de comissão 596.000.000 pesos colombianos, aproximadamente 326.901,35 dólares;
- Sociedades Comissionistas de Bolsa de Bens e Produtos Agropecuários e Agroindustriais 1.182.000.000 pesos colombianos, que equivale a 1.300 salários mínimos legais mensais vigentes para o ano 2012, ou seja , 648.317,77 dólares

à entidade e que possua, administre ou conduza por conta própria dos clientes, com um máximo de 100.000 euros por cliente. O anterior, nos casos em que a entidade não possa restituí-lo por alguma das seguintes causas:

- Concurso de credores;
- Declaração administrativa da CNMV indicando que a sociedade não pode cumprir com as obrigações contraídas com seus clientes por razões, e
- Relacionadas com sua situação financeira.

No Paraguai, as casas de bolsa devem constituir um fundo de garantia para seu registro e habilitação pela Comissão Nacional de Valores para operar no mercado de valores. As garantias exigidas somente cobrem as operações bursáteis realizadas pela casa de bolsa, até o valor da apólice do seguro contratado.

No caso mexicano, não existe um fundo de garantia ou obrigação de contratar um seguro para fazer frente a contingências legais. Porém, as casas de bolsa serão responsáveis por danos e prejuízos ocasionados ao cliente por realizar operações fora do perfil do cliente, ou quando não se conte com o consentimento expresso deste para realizar uma operação fora do perfil¹²⁶.

Na Guatemala, os agentes de valores e as qualificadoras de riscos devem apresentar na hora de solicitar sua inscrição uma fiança de cumprimento, equivalente a um milhão de quetzales, a qual deve conter a nome do Registro do Mercado de Valores e Mercadorias. Esta fiança serve para afiançar as responsabilidades que podem ser derivadas de sua atuação no mercado de valores.

- **Conflitos de interesse (revelação ao cliente)**

A revelação de conflitos de interesse à clientela constitui uma parte fundamental dentro de um esquema de proteção ao investidor. Os clientes devem ter informação completa para determinar se uma assessoria pode estar influenciada por interesses particulares, diferentes para si próprio. Por exemplo, as entidades podem ser propensas a recomendar a compra de valores e instrumentos financeiros que são emitidos por entidades de seu mesmo grupo empresarial ou financeiro. Assim, promotores ou assessores poderão ter maiores incentivos para recomendar certos valores em específico quando ao fazê-lo recebem uma comissão direta. A maior transparência evita que a entidade anteceda seus interesses aos de seus investidores, ao mesmo tempo em que fortalece a solidez na tomada de decisões destes últimos.

126. Lei do Mercado de Valores, arts. 189 e 190.

Em relação à obrigação das entidades que prestam o serviço de assessoria em matéria de investimento, de informar ao cliente sobre os possíveis conflitos de interesse existentes no momento de prestar o serviço, Honduras não teve nada previsto em sua normativa durante o espaço de tempo da elaboração deste estudo, e El Salvador analisa sua incorporação.

Na Bolívia, a Agência de Bolsa é obrigada a informar à autoridade sobre a supervisão de qualquer potencial de conflito de interesses para a aprovação ou rejeição da ação geradora de conflito antes da tomada de decisão dos procedimentos. Caso a ação geradora do conflito tenha sido aprovada pelo supervisor, a Agência de Bolsa deverá informar sobre o potencial conflito de interesses aos clientes e partes envolvidas, de forma escrita, expressa e oportuna.

No Uruguai, no caso dos intermediários de valores (também são assessores em matéria de investimentos), a linha b) do artigo 249 da Recopilação de Normas de Mercado de Valores (Reordenamento em junho de 2012) impõe, quando atuem por conta de terceiros, a obrigação de outorgar prioridade aos interesses de seus clientes, reduzindo ao mínimo os conflitos de interesses, os quais devem ser definidos e identificados e perante essas situações se deve evitar privilegiar a algum cliente em particular. Assim, no caso dos intermediários de valores, o artigo 252 da citada recopilação lhes impõe a obrigação de adotar um Código de Ética que rege os comportamentos a que se refere o artigo 249 antes mencionado, o qual deve ser publicado na página web e estar à disposição dos clientes que solicitam. Por último, no caso dos assessores de investimentos, a linha e) do artigo 251 obriga os agentes a cumprir com os mesmos requisitos exigidos dos intermediários de valores referentes aos conflitos de interesses anteriormente mencionados.

Tanto os intermediários que contratam os analistas no Brasil, como as empresas de análises, devem declarar de forma clara e detalhada, em todo informe de análise que publiquem, divulguem ou distribuam, aquelas situações que possam afetar a imparcialidade do referido informe ou, que configurem ou possam configurar conflito de interesses. A autorregulação (entidade acreditadora, atualmente a APIMEC) deve elaborar um código de conduta profissional que deve tratar, no mínimo, sobre

- 1) Potenciais situações de conflito de interesses no exercício da atividade de analista.
- 2) Compromisso de busca por informações idôneas e confiáveis para serem utilizadas em análises, recomendações e apresentações feitas pelo analista.
- 3) Dever de independência do analista, até com relação à pessoa ou instituição a que esteja vinculado no caso.

No Chile, a divulgação sobre conflitos de interesses existe para o caso da administração de carteiras que possam prestar os intermediários de valores e administradoras de fundos fiscalizados. Em nível de assessoria, no marco da atividade complementar autorizada para as gestoras, deverá adequar suas políticas e procedimentos de gestão de risco e controle interno incorporando esta nova atividade e abordando os potenciais conflitos de interesses que por ventura surjam com seus respectivos resguardos, no caso do próprio intermediário. Cabe mencionar neste ponto o caso dos intermediários que participam em uma oferta pública de aquisição de ações. Os intermediários, ao recomendar a venda de suas ações a seus clientes, devem informar que estão recebendo comissões pelo adquirente.

Na Colômbia, quando algum intermediário detecta conflito de interesses, deve comunicar a seu cliente, e se detectado depois de sua vinculação, deverá abster-se de realizar para si ou outros as operações onde há conflito de interesses.

Na Costa Rica, a junta diretiva da sociedade administradora deve aprovar políticas sobre administração dos conflitos de interesses e incompatibilidades. Referidas políticas são de acesso público e devem ser publicadas no site na internet da entidade ou, se houver falha, deverão entregar uma cópia destas a cada investidor antes da realização do primeiro investimento.

A regulação referente à gestão de carteiras do Equador obriga a advertir aos clientes ou a quem corresponda, sobre os conflitos de interesses que se poderiam apresentar no desenvolvimento da atividade¹²⁷. As bolsas de valores deverão contar com um documento em que se descrevem os procedimentos para prevenir e resolver os conflitos de interesses que se apresentam entre seus membros, assim como entre eles e o próprio órgão autorregulador. Os participantes nos mercados de valores, seus representantes legais, membros do diretório e seus empregados, deverão revelar imediatamente sobre qualquer conflito detectado ou indício de conflito de interesses a seus clientes à Superintendência de Companhias do Equador e às bolsas de valores, quando corresponda. Esta revelação deverá ser efetuada mediante comunicação dirigida aos citados participantes.

Na Espanha, quando as medidas organizacionais ou administrativas adotadas pelas empresas de investimentos para gerir o conflito de interesses não forem suficientes para garantir com certeza onde serão previsto os riscos de prejuízo para o cliente, deverão revelar previamente a natureza e origem do conflito ao cliente antes de atuar por conta do mesmo. A revelação deve ser verdadeira e deve incluir os dados suficientes, em função da natureza do cliente, para que tome uma decisão com con-

127. Disposições Gerais da Codificação das Resoluções do Conselho Nacional de Valores.

hecimento de causa em relação ao serviço de investimento ou auxiliar que afete o conflito de interesses.

No México, os assessores em investimentos independentes têm a obrigação de informar a seus clientes quando surgem conflitos de interesses, esclarecendo expressamente em que consistem¹²⁸. Para evitar os conflitos de interesses dos Assessores Independentes de Investimentos, a Lei do Mercado de Valores¹²⁹ estabelece as seguintes proibições:

- Receber qualquer tipo de remuneração proveniente de emissores pela promoção de valores que são emitidos.
- Receber qualquer tipo de remuneração proveniente de intermediários do mercado de valores nacionais ou estrangeiros, por referenciar clientes ou operações correspondentes.
- Receber depósito em administração ou custódia, ou em garantia por conta de terceiros, dinheiro ou valores que pertencem a seus clientes, seja diretamente ou provenientes das contas que são administradas por eles, salvo tratando-se das remunerações pela prestação de seus serviços.
- Oferecer rendimentos garantidos.

As casas de bolsa e os bancos na prestação de serviços de investimentos sobre valores de dívida com vencimento maior que um ano, obrigações subordinadas, assim como relatórios sobre referidos valores, que tenham sido emitidos por estas entidades, ou seu pessoal relacionado, devem obter de seus clientes pessoas físicas uma manifestação por escrito onde os clientes declaram que conhecem, entre outros, os potenciais conflitos de interesses em que pudesse incorrer o intermediário ao oferecer algum serviço de investimento. Assim, com a prestação de um serviço de investimento, os intermediários deverão revelar ao cliente as políticas em matéria de conflito de interesses que tenham sido aprovadas pelo conselho de administração. Porém, a CNBV considerou que somente a revelação de conflitos não é suficiente para evitar a existência de más práticas. Para que, nas novas disposições em matéria de serviços de investimentos se estabeleça a proibição de prestar serviços de investimentos diante dos conflitos, foram definidas suposições que constituiriam um conflito de interesses. Por exemplo, se considera a existência de um conflito de interesses quando se oferece serviços de investimentos assessorados de valores cuja colocação está entre seus clientes que exceda vinte por cento (20%) do total da emissão como resultado dos serviços prestados. Estes valores são emitidos pela própria entidade financeira ou por pessoas relacionadas à mesma.

128. Lei do Mercado de Valores, Artigo 226, seção III.

129. LMV, Art. 227.

Também se considera um conflito de interesses quando os serviços de investimentos assessorados são prestados têm valores que excedem quarenta por cento (40%) do total da emissão quando se trata de emissões de pessoas que não estão relacionadas com o intermediário. O suposto, tais como os que tenham sido objeto de oferta pública em que a casa de bolsa tem atuado como líder colocador, membro do sindicato colocador ou faz parte do processo dessa oferta pública. Também, tem sido objeto de oferta pública uma parte ou a totalidade dos recursos obtidos através da mesma quando destinados ao pagamento de obrigações ou passivos em favor do intermediário colocador ou das pessoas que fazem parte do mesmo consórcio ou grupo empresarial a que pertence o intermediário, entre outros.

As novas disposições em matéria de serviços de investimentos do México incluem a obrigação para os intermediários de contar com um responsável por supervisionar o cumprimento das disposições. Também, entre outras funções, deverá avaliar o cumprimento das políticas e delineamentos para evitar conflitos de interesses, assim como detectar qualquer conflito de interesses nos serviços de investimentos. Além disso, deve dar aviso imediato ao conselho de administração através do comitê de auditoria que tenham constituído os intermediários em termos das disposições que lhes são aplicáveis.

As entidades gestoras do Panamá procedem em advertir os clientes dos conflitos de interesses que desenvolvem dentro de sua atividade de assessor de investimentos.

A Lei que rege o mercado de valores do Paraguai estabelece que as casas de bolsa cujos representantes, assessores e demais dependentes, participem no conselho de administração de um emissor de valores de oferta pública ou de suas empresas vinculadas, estão sujeito à obrigação de informar a seus clientes desta situação.

No Peru, a Lei do Mercado de Valores estabelece como norma de conduta geral em que os intermediários financeiros devem, entre outros, comportar-se com diligência e transparência no interesse de seus clientes. Os intermediários devem organizar-se de forma que sejam reduzidos ao mínimo os riscos de conflitos de interesses e, em situação de conflito, dar prioridade aos interesses de seus clientes, sem privilegiar a nenhum deles, nos serviços de assessoria que prestam. Os intermediários financeiros devem gerir sua atividade de maneira ordenada e prudente, cuidando dos interesses dos clientes como se fossem seus, devendo cumprir com o princípio de evitar conflitos de interesses.

Na República Dominicana, as atuações e as obrigações dos intermediários com respeito a seus clientes relacionadas com o conflito de interesses estabelecem a obrigação de "deixar constância frente aos clientes de qualquer possível conflito de

interesses em relação ao serviço de assessoria ou com os serviços de investimento prestados”¹³⁰.

Atualmente, no âmbito da União Europeia, existe uma proposta de modificação normativa que está sendo debatida entre a Comissão, o Conselho e o Parlamento Europeu. Porém, é difícil antecipar quais serão os conteúdos finais desta modificação. Destaca-se no âmbito das normas de conduta, obrigar as entidades que oferecem serviço de assessoria em matéria de investimento a informar ao cliente se o serviço de assessoria é independente ou não, ou seja, se esta assessoria está sobre uma base diversificada de produtos de diferentes fornecedores ou se se trata de uma venda assessorada. Caso o assessoramento se qualifique como independente, o fornecedor do serviço não poderá reter incentivos. Estas normas obrigarão as entidades a ajustar significativamente seu modelo de negócio em grande parte das entidades que prestam estes serviços, já que atualmente é muito comum que recebam uma parte significativa de suas rendas por meio das retrocessões.

130. Regulamento de Aplicação da Lei 729-04, Capítulo III.2, titulado Normas de Proteção da Clientela.