

CAPÍTULO 2

A supervisão da comercialização de instrumentos financeiros

Gloria Caballero Núñez
Subdiretora da Área de Educação ao Investidor. CNMV. Espanha

Amparo Marián Cano
Assessora Técnica. IIMV

INTRODUÇÃO

1. A SUPERVISÃO DOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS
 - 1.1. Normas de conduta e requisitos organizacionais dos intermediários financeiros e empresas de serviço de investimento
 - 1.2. Delimitação da atuação supervisora por objeto e sujeito
 - 1.2.1. Tipologia e critérios de definição do investidor
 - 1.2.2. Catalogação de produtos por segmentação de clientes ou outros critérios como nível de risco
 - 1.3. Requisitos de idoneidade de comercializadores, regimes de incentivos e mecanismos para evitar conflitos de interesses
 - 1.4. Formalização das relações cliente-intermediário
 - 1.5. Informação pré e pós contratual
 - 1.6. Regimes de responsabilidades
2. DESAFIOS QUE DEVE ENFRENTAR O SUPERVISOR PERANTE NOVOS PRODUTOS E A GLOBALIZAÇÃO DE MERCADOS

INTRODUÇÃO

No âmbito das atuações que os órgãos supervisores dos mercados de valores realizam, encontram-se a autorização, registro e vigilância das atividades dos intermediários ou entidades que oferecem serviços de investimentos, assim como o registro administrativo dos produtos que comercializam.

Neste capítulo nos deteremos a analisar tanto a normativa que regula as relações entre investidores ou clientes financeiros⁵³ e os intermediários ou empresas de serviços de investimentos, como sua supervisão em países ibero-americanos.

Tal e como foi mencionado no capítulo anterior, as entidades que no âmbito dos mercados de valores oferecem seus produtos e serviços ao público devem cumprir uma série de normas de conduta ou de actuação⁵⁴ que definem seu trato com os clientes. Também, estas entidades devem contar com suas estruturas organizacionais, procedimentos e controles que lhes permitam prevenir e administrar os possíveis riscos e conflitos de interesses que, no exercício de suas atividades, pudessem prejudicar os investidores.

Nas legislações que regulam os mercados de valores dos países analisados neste Estudo, se estabelece como norma geral de conduta que os intermediários financeiros deverão atuar com diligência, honestidade, imparcialidade, idoneidade e transparência nos interesses de seus clientes, e em defesa da integridade do mercado. Estas normas de conduta, geralmente incorporadas em Códigos ou Regulamentos internos, afetam não somente as entidades em si mesmas, mas também a todo o pessoal que integra (gerentes ou administradores, empregados, representantes, etc.), inclusive as empresas relacionadas a elas (comercializadores externos vinculados às referidas empresas).

De acordo com os princípios Internacionais⁵⁵ que regem a regulação e supervisão dos mercados de valores, uma questão que deverá estar sempre incluída nas normas de

53. No presente trabalho será utilizado, indistintamente, o termo investidor ou inversionista.

54. Princípio 23 de objetivos e princípios para a regulação dos mercados de valores de IOSCO: *“Os intermediários do mercado estarão obrigados a cumprir normas de organização interna e normas de conduta encaminhadas a proteger os interesses dos clientes e garantir uma adequada gestão do risco. A direção do intermediário deverá ser o principal responsável pelo cumprimento destas normas”*. Ver documento completo dos Princípios de IOSCO disponível em: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf>

55. Os Princípios de IOSCO, Organização Internacional de Comissões de Valores, foram publicados pela primeira vez em 1998, e foram revisados em 2003 e 2008. Em junho de 2010 foi aprovada a nova relação de Princípios em matéria de regulação de valores. Podem ser consultado em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>

conduta é o princípio de “conhecimento do cliente” pelo intermediário enquanto tal e como será analisado mais adiante, nem em todas as normativas examinadas neste estudo se inclui também a verificação da adequação dos produtos e serviços ao perfil do cliente, embora cada vez mais sejam as jurisdições que estão procedendo em incorporar reformas neste sentido (como por exemplo no Brasil e México).

Contudo, em algumas jurisdições analisadas: Argentina, Colômbia, Costa Rica, Chile, Equador, Espanha, México, Panamá, Paraguai, e República Dominicana, se define ou distingue entre clientes institucionais, profissionais ou sofisticados, os demais investidores. Nesta classificação, diferente do que ocorre na Espanha⁵⁶, Colômbia⁵⁷ e Chile⁵⁸, não implica uma diferenciação no nível de proteção do investidor, embora quanto à limitação para adquirir determinados produtos levando em conta o seu risco, geralmente, sejam destinados somente a investidores institucionais ou sofisticados (caso por exemplo da Argentina, Costa Rica, México e Paraguai).

Por outro lado, um dos elementos primordiais nas relações com os clientes é a formalização contratual dos serviços e dos produtos oferecidos pelos intermediários, assim como o tipo e a qualidade de informação que oferecem antes e depois da comercialização de instrumentos e produtos financeiros (informação relevante, verdadeira, e suficiente, a fim que o cliente possa tomar suas decisões de investimento).

56. Na Espanha se incorporou ao Direito espanhol, mediante a Lei 47/2007, de 20 de dezembro, que modifica a Lei do mercado de valores, e o Real Decreto 217/2008, de 15 de fevereiro, a normativa europeia que harmoniza a proteção do investidor, assim como a organização e a relação com os clientes das entidades que prestam serviços de investimentos (Diretiva 2004/39/CE sobre os Mercados de Instrumentos Financeiros, MiFID, por suas siglas em inglês, a Diretiva 2006/73/EC e o Regulamento 1287/2006). No âmbito da União Europeia, com respeito à proteção do investidor, existe um tratamento diferenciado em função do perfil do cliente (minoritário ou profissional). À medida que se incrementa a complexidade do produto ou serviço que se oferece ao cliente, aumentam também as exigências de informações e a análises que a entidade deve realizar sobre sua situação pessoal. Atualmente há uma proposta legislativa para a reforma da MiFID remetida pela Comissão Europeia ao Conselho e ao Parlamento da União Europeia em 20 de outubro de 2011. A revisão da MiFID faz parte de um conjunto de reformas acometidas na Europa perante as crises financeiras, e em cumprimento dos mandatos do G20, sobre as áreas mais escuras e menos reguladas até o momento do sistema financeiro (instrumentos negociados OTC e derivados).

57. Em relação aos clientes que cumprem com as condições que contempla o Decreto 1121 de 2008 (compilado no Decreto 2255 de 2010), poderão ser categorizadas como investidores profissionais, as pessoas que possuem a certificação de profissional vigente do mercado como operador outorgado por um órgão autorregulador do mercado de valores; os órgãos financeiros estrangeiros e multilaterais e as entidades vigiadas pela Superintendência Financeira da Colômbia. Ver Decreto 1121 de 2008 compilado no Decreto 2555 de 2010.

58. No Chile, a diferenciação é dada principalmente na menor quantidade de informação a ser fornecida aos investidores qualificados frente aos do tipo varejista, baseado em que estes tipos de investidores contam com maior conhecimento e experiência no mercado de valores, também daquela relacionada aos tipos de produtos que podem ser oferecidos.

A supervisão do correto cumprimento das obrigações de informação dos intermediários financeiros faz parte das prioridades dos órgãos supervisores nos países ibero-americanos.

1. A SUPERVISÃO DOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS

Antes de começar a desenvolver os elementos fundamentais da supervisão dos intermediários⁵⁹ no âmbito dos mercados de valores nos países ibero-americanos e, específicos à supervisão da comercialização de produtos e instrumentos financeiros, resulta oportuno confirmar que tipo de entidades são objeto de supervisão, que serviços e instrumentos são oferecidos, e quais são os canais que se utilizam geralmente para eles.

Em primeiro lugar se deve destacar que, na maioria das jurisdições analisadas, somente aquelas entidades que estejam inscritas nos registros oficiais dos órgãos supervisores estarão autorizadas a realizar atividades e serviços de investimento. Porém, de acordo com o marco legislativo de cada país, deverão contar com a prévia autorização do supervisor.

Na Costa Rica, a regulação estabelece um regime de prévia autorização que devem atender todos os participantes e produtos que serão oferecidos no mercado de valores, processo que implica o cumprimento de requisitos de idoneidade e em alguns casos de operação (capital, tecnologias, etc.), perante o qual as pessoas físicas ou jurídicas e os produtos são inscritos no Registro Nacional de Valores e Intermediários (RNVI). No Equador, para atuar como operador de valores de uma Casa de Valores, deve estar inscrito no Registro do Mercado de Valores, e cumprir os requisitos estabelecidos na Codificação de Resoluções expedidas pelo Conselho Nacional de Valores. No Chile, a Superintendência de Valores e Seguros inscreve a pedido de partes, e havendo cumprido os requisitos a eles e aos intermediários de valores no Registro de Corretores de Bolsa e Agentes de Valores.

Um dos elementos essenciais para a autorização dos intermediários é contar com estruturas de governo e organização adequadas, orientadas a criar uma cultura geral de controle de riscos. Ou seja, contar com meios técnicos e humanos adequados e com mecanismos de controle interno e de riscos.

59. Segundo o documento de Princípios de IOSCO, se entende como “intermediários do mercado” aqueles que realizam as atividades de gerir carteiras individuais, executar ordens, operar com valores ou distribuí-los e fornecer informação pertinente para a negociação de valores.

No Brasil, a CVM registra aos intermediários (corretoras, distribuidoras, bancos de investimento, etc.), após verificação de sua estrutura de recursos humanos e materiais, controles internos e outros requisitos; porém, os intermediários que atuam no mercado de valores brasileiros, antes do registro na CVM, necessitam de autorização do Banco Central para sua constituição e funcionamento. Com o registro na CVM, se completa um processo de verificação por dois órgãos governamentais.

Na Espanha, estão autorizados a oferecer e realizar serviços profissionais de investimento para terceiros, os intermediários registrados oficialmente. Estas entidades registradoras são as Empresas de Serviços de Investimento (ESIs)⁶⁰ que respondem às categorias de Sociedade de Valores, Agência de Valores, Sociedades Gestoras de Carteira e Empresas de Assessoramento Financeiro, Sociedades Gestoras de Instituições de Investimento Coletivo e também as entidades de crédito, bancos e caixas de poupança. Sempre e quando cumpridos os requisitos jurídicos e estatutários há necessidade da autorização administrativa expressa para eles. A principal diferença entre Sociedade de Valores e Agência de Valores reside na capacidade para operar por conta própria; as Sociedades de Valores podem operar por conta própria e de outros, as Agências de Valores devem se limitar a operar profissionalmente por conta dos outros. As Sociedades Gestoras de Carteira são aquelas que têm como atividade principal a gestão de carteiras de investimento discricionária e individualizada, com arranjo aos mandatos conferidos pelos clientes, enquanto que as empresas de Assessoramento Financeiro, tal e como será explicado com mais detalhe no capítulo seguinte, prestam serviço de recomendações personalizadas a um cliente, seja a pedido deste ou por iniciativa da empresa a uma ou mais operações de instrumentos financeiros. Um aspecto relevante no marco da integração financeira europeia é que as ESIs autorizadas por outro país membro da União Europeia estão habilitadas a atuar na Espanha através do estabelecimento de uma filial ou em regime de livre prestação de serviços.

A legislação peruana define como intermediários financeiros as sociedades agentes de bolsa e as sociedades intermediárias de valores, enquanto que as sociedades administradoras de fundos (ou de patrimônios autônomos)⁶¹ não se consideram agentes de intermediação.

60. As empresas de serviços de investimento não poderão assumir funções exclusivas de sociedades gestoras de instituições de investimento coletivo, de fundos de pensões ou de fundos de titularização de ativos..

61. Na legislação peruana esta categoria inclui as sociedades administradoras de fundos mútuos de investimento em valores e as sociedades de fundos de investimento que, mesmo quando não qualificam como agentes de intermediação, constituem instituições de investimento coletivo que recebem aportes dos investidores dirigidos a determinados fundos administrados por estas sociedades para seu investimento em instrumentos financeiros e operações financeiras, entre outros.

Na Colômbia⁶², são intermediárias de valores as entidades vigiadas pela Superintendência Financeira com acesso direto a um sistema de negociação de valores ou a um sistema de registro de operações sobre valores para a realização ou registro de qualquer operação de intermediação de valores. Constitui atividade de intermediação no mercado de valores, a realização de operações que tenham por finalidade ou efeito de aproximação de demandantes e oferentes nos sistemas de negociação de valores ou no mercado mostrador, seja por conta própria ou de outros, nos termos e condições, para⁶³:

- A aquisição ou alienação no mercado primário ou secundário de valores inscritos no Registro Nacional de Valores e Emissores (RNVE);
- A aquisição ou alienação no mercado secundário de valores listados em um sistema local de cotações de valores estrangeiros; e
- A realização de operações com derivativos e produtos estruturados que sejam valores

Assim, entre os serviços de investimentos que os intermediários normalmente podem oferecer aos clientes encontramos, entre outros, a intermediação e execução de ordens, a administração e gestão de carteiras, e o assessoramento em matéria de investimento. Em algumas regulações são especificados e detalham os serviços de investimentos e outros que são considerados auxiliares. Este é o caso da Espanha onde, de acordo com o artigo 63 da Lei do Mercado de Valores, se consideram serviços de investimento⁶⁴ os seguintes:

- A recepção e transmissão de pedidos de clientes em relação a um ou mais instrumentos financeiros será entendida como compreendida neste serviço de pôr em contato dois ou mais investidores para que executem operações entre si sobre um ou mais instrumentos financeiros.
- A execução de pedidos por conta de clientes.
- A negociação por conta própria.
- A gestão opcional e individualizada de carteiras de investimento com arranjos apreciados e conferidos pelos clientes.
- A colocação de instrumentos financeiros se baseia ou não em um compromisso firme.
- A garantia de uma emissão ou colocação de instrumentos financeiros.

62. Cfr. Artigo 7.1.1.1.1 do Decreto 2555 de 2010.

63. Ibidem.

64. De acordo com a Lei, a comercialização de serviços de investimentos e a captação de clientes não constituem em si mesmas serviços de investimentos, mas sim atividades prévias a cada um dos serviços de investimento enumerados, que poderão ser desenvolvidas de forma separada em relação à prestação de serviço em si.

- O assessoramento em matéria de investimento.
- A gestão de sistemas multilaterais de negociação.

Consideram-se como auxiliares os seguintes serviços:

- A custódia e administração por conta dos clientes de instrumentos financeiros..
- A concessão de créditos ou empréstimos a investidores para que possam realizar uma operação sobre um ou mais dos instrumentos, sempre que na referida operação intervir a empresa que concede o crédito ou empréstimo.
- O assessoramento a empresas sobre estrutura de capital, estratégia industrial e questões afins, assim como o assessoramento e demais serviços em relação a fusões e aquisições de empresas.
- Os serviços relacionados às operações de segurança de emissões ou de colocação de instrumentos financeiros.
- A elaboração de informes de investimentos e análises financeiras ou outras formas de recomendação geral referente às operações sobre instrumentos financeiros.

No México, recentemente foram aprovadas disposições de caráter geral⁶⁵ para regular os serviços de investimentos prestados pelas entidades financeiras (Instituições de Crédito e Casas de Bolsa) aos investidores, distinguindo entre serviços assessorados (assessoria e gestão de investimentos), dos serviços não assessorados (execução de operações e comercialização). O objetivo da norma é incorporar os padrões internacionais e melhores práticas na matéria ao marco normativo desta jurisdição, o que repercutirá significativamente na proteção dos investidores.

Neste enfoque é conveniente distinguir entre as ações de comercialização diante do assessoramento no sentido estrito, atividade que por sua relevância merece ser desenvolvida em um capítulo específico. Conceitualmente, o assessoramento pode ser definido como a ação de oferecer recomendações personalizadas e individualizadas a um cliente sobre instrumentos financeiros definidos. Portanto, as recomendações de caráter genérico e não personalizadas, realizadas no âmbito da comercialização de valores e instrumentos financeiros não podem ser consideradas assessoramento, mas tem o valor de comunicações de caráter comercial.

Referente aos instrumentos e produtos que são oferecidos ao público destacaremos que, por regra geral, no marco legislativo dos países analisados, autoriza-se às Comis-

65. http://dof.gob.mx/nota_detalle.php?codigo=5279484&fecha=28/11/2012

sões ou Superintendências a supervisionar qualquer valor negociável⁶⁶, entendendo-se as ações, títulos e obrigações (valores de renda fixa), instituições de investimentos coletivos (participações ou cotas de fundos de investimentos, fundos mútuos, etc.), derivados financeiros (futuros, opções)⁶⁷ e produtos estruturados. Evidentemente, a denominação de valores e produtos financeiros pode variar em cada jurisdição, mas neste estudo, utilizaremos uma definição ampla que se denomina instrumento financeiro a todos aqueles que podem ser objeto de emissão e negociação, incluindo valores negociáveis e contratos financeiros equiparáveis. Porém, é conveniente aclarar que, atualmente, os produtos derivados⁶⁸ e estruturados são negociados somente na Argentina, Colômbia⁶⁹, Brasil, Espanha e México.

Dentre os canais que os intermediários financeiros utilizam para oferecer seus serviços e produtos, além de seus próprios escritórios e estabelecimentos onde fisicamente ou através de contatos telefônicos⁷⁰ entram em contato com seus clientes, não podemos deixar de mencionar que os avanços tecnológicos têm permitido a extensão de seus serviços e atividades através de Internet e, portanto, isto implica um desafio adicional para os órgãos supervisores dos mercados de valores na região na proteção dos investidores.

Por outro lado, em algumas jurisdições se permite a externalização⁷¹ de algumas atividades e serviços. Assim, na legislação espanhola as empresas de serviços de

66. No Brasil, a Lei define como Valores Mobiliários às ações, obrigações e títulos (debentures), cotas de fundos de investimentos e de clubes de investimentos, derivados, contratos de investimentos coletivos e outros. Os títulos públicos não são considerados valores mobiliários.

67. No Chile, a legislação não contempla dentro das atribuições da SVS a supervisão da comercialização de derivados, somente respeito aos valores objeto de oferta pública. A exceção, constituem as opções à compra e venda de ações que são consideradas por lei como valor.

68. No Peru não existe um mercado público de derivados que esteja regulado, os intermediários que estão autorizados a realizar operações com este tipo de instrumento devem realizar de forma privada ou no mercado estrangeiro. De acordo com a normativa peruana (Regulamento de Agentes de Intermediação), se um agente deseja intermediar operações com contratos de futuros, opções e demais derivados, por conta própria ou por conta de seus clientes, deve obter autorização prévia da Superintendência do Mercado de Valores (SMV).

69. Cfr. Capítulos 1 a 4 do Título 1 do Livro 35 do Decreto 2555 de 2010.

70. Existem chamadas telefônicas massivas ou correios eletrônicos que utilizam táticas agressivas para tratar de vender investimentos ou oferecer assessoria financeira, que vem de entidades que operam sem autorização, passando-se por entidades registradas. Estas entidades são conhecidas em algumas jurisdições como "barraquinhas financeiras". Muitas das empresas que utilizam essas táticas não estão autorizadas nem registradas e, de fato, podem ser fraudulentas. Na maioria dos países da União Europeia, os reguladores financeiros contam com leis, códigos ou diretrizes que restringem ou proíbem as "ligações frias" ("cold calling"). Em geral, se entende por "ligações frias" qualquer ligação ou visita comercial recebida sem ter sido solicitada.

71. Na União Europeia se define o termo de "externalização" como qualquer tipo de acordo entre uma empresa de investimento e um prestador de serviços, em virtude do qual este realize um processo, um serviço ou uma atividade que em outras circunstâncias seria a própria empresa de serviços de investimentos

investimento podem nomear agentes para a promoção e comercialização dos serviços de investimentos e serviços auxiliares objeto de seu programa de atividades. Também, podem nomear para realizar a seus clientes, em nome e por conta da empresa de serviços de investimentos, a recepção e transmissão de pedidos, assim como para prestar assessoria sobre os instrumentos financeiros e os serviços de investimentos que a empresa oferece. Estes agentes ou empresas vinculadas aos intermediários financeiros devem cumprir as mesmas normas de conduta e estão sob responsabilidade plena e incondicional dos intermediários que os contratam.

No Brasil, o agente autônomo de Investimento é o encarregado (ou representante) do intermediário para fazer captação de clientes, recepção, registro e transmissão de pedidos aos sistemas de negociação e, informam sobre os produtos oferecidos e os serviços prestados pelo intermediário. Para realizar tal atividade, tanto como pessoa física ou empresa, devem ter vínculo contratual com o intermediário⁷². Na Bolívia, a Sociedade Administradora de Fundos de Investimentos poderá contratar diretamente ou através de outras empresas, os serviços de Promotores de Investimentos⁷³ e para promoção dos fundos de investimentos que administra.

A supervisão das atividades de comercialização, assim como da entrega de informação aos clientes pelos intermediários fazem parte das atividades de fiscalização que são atribuições dos órgãos supervisores nos países ibero-americanos. Em países como a Colômbia, Costa Rica⁷⁴ e Brasil⁷⁵, a supervisão dos intermediários e de

72. Instrução CVM nº 497/11 <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos/inst/inst497consolid.doc>

73. No entanto, devem cumprir os requisitos seguintes:

- Estar capacitados para o trabalho que realizam, sob responsabilidade da Sociedade Administradora.
- A Sociedade Administradora deverá estabelecer com clareza as obrigações e deveres aos Promotores de Investimentos.
- Os Promotores de Investimentos não poderão receber ou realizar pagamentos à vista ou cheque ou qualquer outro meio, estas atividades ficam exclusivamente a cargo da SAFI.

74. A Sociedade da Bolsa deve contar com uma unidade de supervisão a nível gerencial, independente de qualquer outra área operativa ou administrativa da Bolsa, cuja função é detectar possíveis não cumprimentos ao Código de Conduta aplicável aos postos e agentes de bolsa e realizar as correspondentes investigações preliminares. Esta unidade deve colaborar estreitamente com a SUGEVAL em suas funções supervisoras.

75. No Brasil, a Lei do Mercado de Valores de 1976 define as entidades administradoras de mercados de bolsa como autorreguladas. Atualmente, tal função é executada pela BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (BSM), com personalidade jurídica própria e patrimônio independente, autonomia financeira, administrativa e orçamentária, assim como mandato fixo do diretor de autorregulação e dos conselheiros. Em síntese, a BSM tem as seguintes responsabilidades:

- Fiscalização e supervisão dos participantes no mercado e a própria BM&FBOVESPA;
- Identificação de violações à legislação e regulamentação vigentes, condições anormais de negociação ou comportamentos que podem pôr em risco a regularidade do funcionamento, a transparência e a credibilidade do mercado;
- Instauração e condução de processos administrativos disciplinares;
- Aplicação de sanções; e

suas práticas comerciais realiza-se tanto pelo órgão supervisor como pelas entidades autorreguladas.

As atividades de supervisão, em geral, estão englobadas nos programas de revisão que os supervisores desenvolvem periodicamente. No caso da CNMV⁷⁶ da Espanha, no marco de suas atribuições de supervisão e inspeção, se realiza o rastreamento da conduta e dos requisitos organizacionais através de três tipos de atuações: inspeções *in situ* das entidades, análises temáticas e setoriais (que incluem uma amostra de entidades), e análises específicas sobre temas definidos de interesses do supervisor. Em geral, a supervisão consiste em revisar o cumprimento das obrigações de informação prévia (incluindo o caso em que uma entidade emissora atue simultaneamente como colocador, apesar dos particulares conflitos de interesses existentes destes supostos), a categorização de clientes, as avaliações de conveniência e idoneidade e a atuação das entidades em áreas especialmente sensíveis (assessoramento, recepção e transmissão de pedidos e gestão de carteiras, entre outras). Para a seleção das atuações supervisoras se utiliza o que se denomina "mapa de riscos do setor", que se alimenta tanto da informação reservada remetida pelas entidades, como de outra informação relevante, especialmente denúncias e reclamações apresentadas à CNMV pelos investidores. Como resultado, são desenhadas estratégias supervisoras para cada entidade, considerando os recursos de que dispõe.

Também na Costa Rica, durante os processos de inspeção e supervisão *in situ*, é verificado de forma obrigatória se os intermediários contam com o perfil adequado de aplicar aos clientes, assim como com os documentos que evidenciem o trabalho do intermediário referente ao repasse de informação aos clientes. Além disso, o trabalho do supervisor abrange os contratos, pedidos e comissões cobradas, sem limitação de fiscalizar os antecedentes que se consideram necessários para zelar pela proteção do investidor, como também acontece no Paraguai.

Em Honduras, a CNBS supervisiona e avalia as políticas de transparência, atenção ao usuário, reclamações e os contratos de produtos financeiros a fim de evitar cláusulas e práticas abusivas, e que a publicidade cumpra com as disposições de transparência, entre outros aspectos.

• Administração de Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP), previsto na Instrução CVM 461/07.

76. Com o fim de melhorar a supervisão das entidades que prestam serviços de investimentos, na CNMV foi dado andamento a elaboração de um mapa de riscos e de cumprimento das normas de conduta. Com esta iniciativa, em consonância com as recentemente abordadas pela Autoridade Europeia de Valores e Mercados (ESMA), a CNMV obterá informação sobre os produtos que as entidades estão vendendo entre sua clientela, assim como a forma em que está sendo realizada essa comercialização, com o objetivo de se antecipar em sua ação inspetora e supervisora e reforçar a defesa efetiva do investidor.

No Peru se requer que a informação sobre pedidos, atribuições, apólices, operações, margens de liquidez e solvência, montantes intermediados por segmento de negociação e tipo de operação, informação financeira e fatos relevantes, entre outros, seja remetida periodicamente à Superintendência de Mercado de Valores (SMV). A partir desta informação, se efetua um monitoramento continuado das atividades de intermediação, utilizando aplicações informáticas que permitem uma análise dirigida a determinar os fatores de riscos associados a cada agente de intermediação, a fim de estabelecer prioridades ou esforços de supervisão. Esta informação permite remeter comunicações aos investidores e solicitando que confirmem um conjunto de fatos ou procedimentos relacionados a operações efetuadas em seu nome. Por exemplo, se a solicitação de confirmação sobre a autorização das referidas operações tiver sido remetida a situação ou histórico da sua conta, e tiver sido informado sobre os riscos relacionados às operações, entre outros. A partir desta informação, são elaborados os documentos analíticos necessários para efetuar o planejamento de uma inspeção in situ. As inspeções podem ser do tipo operativo, do tipo financeiro ou do tipo integral (que considera ambos os aspectos). Podem ser pontuais, por um tema específico, por exemplo, dirigidas a verificar que não tenha sido o uso indevido dos fundos dos clientes ou que os saldos em conta sejam remetidos aos investidores de acordo ao estabelecido pelas normas vigentes, ou pode ser focado em temas mais abrangentes, como a supervisão dos sistemas de controle interno.

Em síntese, os trabalhos supervisores que realizam os órgãos participantes neste estudo, no âmbito da comercialização de valores e instrumentos financeiros dirigidos a clientes varejistas ou não profissionais, se apresenta em dois aspectos chaves:

- As análises das estruturas organizacionais e procedimentos de controle interno e de gestão de riscos (gestão e prevenção de conflitos de interesses e de não conformidade às práticas de vendas)
- A verificação da transparência na comercialização (que previamente à contratação de um serviço ou venda de um instrumento, as informações sejam repassadas ao cliente de forma adequada, se tenha constância do perfil do investidor e que se realize a entrega de toda a documentação contratual obrigatória e informativa).

1.1. Normas de conduta e requisitos organizacionais dos intermediários financeiros e empresas de serviço de investimento

De acordo com os Princípios Internacionais de IOSCO, os intermediários financeiros devem cumprir as normas de conduta que definem seu trato com os clientes. Assim se estabelece na Lei do Mercado de Valores do Peru, e praticamente na totalidade

das legislações analisadas, que os intermediários financeiros deverão se comportar com diligência e transparência no interesse de seus clientes e em defesa da integridade do mercado. Neste contexto, devem se organizar de forma que se minimizem os riscos de conflitos de interesse e, em situação de conflito, dar prioridade aos interesses de seus clientes, sem privilegiar a nenhum deles. Assim, devem gerir sua atividade de forma ordenada e prudente, cuidando dos interesses dos clientes como se fossem próprios, garantindo-se que dispõem de toda a informação necessária sobre seus clientes e mantê-los sempre informados de forma cordial, oportuna e adequada.

Outro exemplo se observa na Bolívia, onde as normas de conduta estabelecidas na Lei de Mercado de Valores N° 1834 de 31 de março de 1998, na Normativa para Agências de Bolsa aprovada mediante Resolução Administrativa N° 751 de 8 de dezembro de 2004, e na Normativa para Fundos de Investimentos e suas Sociedades Administradoras, aprovada mediante resolução Administrativa N° 421 de 13 de agosto de 2004. Por sua vez na Costa Rica se estabelece mediante a Lei Reguladora do Mercado de Valores, em seu título VI, as normas gerais de conduta que devem seguir os participantes do mercado de valores. As bolsas de valores deverão estabelecer regulamentos internos com normas de conduta, de acatamento obrigatório para seus diretores e empregados, assim como para os postos e agentes de bolsa. Os postos de bolsa e as sociedades administradoras de fundos de investimentos deverão estabelecer regulamentos no mesmo sentido.

Em algum dos países a colaboração entre as entidades supervisoras e as autorreguladas tem contemplado o estabelecimento de um Código de Conduta que devem seguir os participantes do mercado em suas relações com seus clientes. Este é o caso da República Dominicana, onde além das normativas ditadas nesta matéria, a Superintendência de Valores (SIV), junto com os participantes do mercado, criaram um Código de Conduta do Mercado de Valores, ao que todos os participantes poderão aderir com o fim de que as regras de conduta sejam homogêneas.

Conforme estabelecido pela Norma de Transparência⁷⁷, as instituições supervisionadas pela CNBS, órgão supervisor do mercado de valores de Honduras, devem implementar um Código de Boas Práticas para a atenção dos usuários financeiros, que deverá compreender as políticas desenhadas pela instituição supervisionada para que os empregados e funcionários, responsáveis de atender aos usuários, ofereçam informação e atenção adequada em conformidade com as normas vigentes.

77. Resolução GE No. 1631/12-09-11, "Normas para o Fortalecimento da Transparência, a Cultura Financeira e Atenção ao Usuário Financeiro nas Instituições Supervisionadas".

No Panamá, o Acordo 5-2003 estabelece normas de conduta para os intermediários financeiros, assim como regulação para a celebração de contratos, recepção e execução de pedidos, informação aos clientes, e conflitos de interesses.

No Brasil, a Instrução CVM nº 505/11 estabelece normas e procedimentos a ser observados nas operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulados de valores mobiliários. A norma estabelece padrões para diversas questões, entre elas, regras para o registro de clientes; a transmissão de pedidos (mesmo a obrigatoriedade de contar com um sistema de gravação telefônica); os procedimentos e controles internos para execução de ordens; identificação do investidor final em todas as ordens que transmita ou transfira e nas operações que execute ou registre; pagamento e recepção de recursos financeiros; estabelecimento de procedimentos e controles internos que garantam o exercício das funções com boa fé, diligência e lealdade com relação aos clientes; a identificação e o tratamento de situações de conflito de interesses; a correta prestação de informações sobre produtos oferecidos e os mecanismos de ressarcimento de prejuízos eventualmente existentes.

No art. 109 da Recopilação de Normas de Mercado de Valores (art. 249 no Reordenamento de junho de 2012) emitida pela Superintendência de Serviços Financeiros do Banco Central do Uruguai, encontram-se as normas de conduta que devem seguir os intermediários financeiros em relação a seus clientes/investidores.

Na Espanha, o não cumprimento das normas pelos intermediários que lhes são atribuídos, considera-se um risco a mais a gerir e prevenir, estabelecendo a obrigatoriedade de que as entidades apliquem e mantenham políticas e procedimentos para seu controle e minimização, igual aos outros riscos relativos à sua atividade, processos e sistemas. No caso da função de cumprimento normativo⁷⁸, também, atribui-se a eles a responsabilidade de assessoria e atender o restante da organização no desenvolvimento de sua atividade em torno da cultura de cumprimento. Com caráter adicional e complementar à função de cumprimento normativo, que é obrigatória para todo tipo de entidade, se exige que as entidades mantenham funções de auditoria interna e controle de riscos na medida e com o alcance do seu tipo de negócio, atividades e

78. A figura do oficial de justiça se encontra na legislação da Espanha, no artigo 70 da LMV e no artigo 28 do RD 217/2008, sobre regime jurídico das empresas de serviços de investimentos e das demais entidades que prestam serviços de investimento.

No nível da União Europeia, o órgão supervisor, ESMA (European Securities and Markets Authority), recentemente publicou diretrizes sobre alguns aspectos dos requisitos que a MiFID impõe em função de cumprimento nas empresas de investimentos, específico sobre a obrigação de cumprimento e a efetiva observância das responsabilidades derivadas da mesma <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-388.pdf>.

exposição ao restante dos riscos requeridos.

A seguir, em síntese, se detalha as principais normas de conduta⁷⁹ que devem presidir as atuações e atividades dos intermediários financeiros e alguns dos requisitos organizacionais necessários com que devem contar, assim como seu reflexo em algumas das normativas dos países analisados no presente trabalho:

- **Dever de atuar com honestidade, imparcialidade e profissionalismo, no melhor interesse de seus clientes**

Os intermediários financeiros devem atuar honesta e imparcialmente, mantendo neutralidade em sua atuação, sem estabelecer diferença no trato a seus clientes. Assim, no Panamá, se estabelece no Código Geral de Conduta dos mercados de valores que as Casas de Valores deverão atuar no exercício de suas atividades com imparcialidade, sem antepor os interesses próprios aos de seus clientes, em benefício destes e do bom funcionamento do mercado⁸⁰. No Peru, este dever também sugere a não utilização de práticas ou condutas desleais perante seus concorrentes, seja mediante informação a clientes, publicidade ou sob qualquer outra modalidade.

Na Colômbia, a Lei 1328 estabeleceu, para as entidades vigiadas pela Superintendência Financeira da Colômbia (entidades financeiras, seguradoras e do mercado de valores), o dever de abster-se de incorrer em condutas que levam a abusos contratuais ou de concordar com cláusulas que possam afetar o equilíbrio do contrato ou dar lugar a um abuso de poder dominante contratual. Por esta razão, a citada lei proibiu a incorporação de cláusulas abusivas nos contratos de adesão, apontan-

79. Enquanto nas legislações analisadas e em relação às normas de atuações dos intermediários no melhor interesse de seus clientes, encontram-se as normas referidas à Gestão de Pedidos e o Princípio de Melhor Execução, optou-se por não analisar neste trabalho.

80. Neste sentido, não deverão antepor a compra ou venda de valores por conta própria em idênticas ou melhores condições a de seus clientes, tanto daqueles que têm dado ordem como os outros aos que estejam gerenciando suas contas de investimento em virtude de mandatos genéricos ou específicos. Também, quando se negociem ordens de forma agrupada por conta própria e estranha, a distribuição dos valores adquiridos ou vendidos ou dos potenciais benefícios, tanto se o pedido se executa total ou parcialmente, deve assegurar que nenhum cliente seja prejudicado. Por outro lado, sem prejuízo da liberdade de contratação e de fixação de comissões, a Casa de Bolsa não deverá oferecer vantagem, incentivos, compensações ou indenizações de qualquer tipo a clientes relevantes ou com influência na mesma quando isso possa supor prejuízos para outros clientes ou para a transparência do mercado. Mesmo assim, não deverá induzir à realização de um negócio a um cliente com o fim exclusivo de conseguir o benefício próprio. Finalmente, as Casas de Valores se absterão de realizar operações com o exclusivo objetivo de perceber comissões ou multiplicar de forma desnecessária e sem benefício para o cliente, nem aceitar presentes ou incentivos, diretos ou indiretos, cuja finalidade seja influenciar nas operações de seus clientes ou que possam criar conflitos de interesse com outros clientes, seja distorcendo seu assessoramento, violando a devida opção ou por qualquer outra causa sem justificativa.

do alguns casos de cláusulas que no juízo do legislador são consideradas como abusivas. Razão pela qual a Superintendência instruiu e exemplificou as práticas que se consideram abusivas, atendendo o mandato legal constante na Lei 1328 de 2009.

- **Dever de requisitar informação do cliente. O princípio de “conheça o teu cliente”, avaliação da adequação e conveniência de produtos para o investidor.**

Em termos gerais, os intermediários devem procurar obter informação sobre os conhecimentos e experiência de seus clientes em matéria de investimentos, sobre seus objetivos de investir e obter toda informação que resulte necessária para oferecer um ótimo serviço.

Na maior parte das jurisdições analisadas: Argentina, Bolívia, Brasil, Colômbia, Costa Rica, Chile, Espanha, México, Panamá, Peru, República Dominicana, Uruguai, se exige aos intermediários que apliquem os procedimentos necessários e assim possam conhecer a seus clientes, seja através de normativas ditadas pelos órgãos reguladores e supervisores, ou pelas entidades autorreguladas.

No Uruguai, no artigo No. 109.2 da RNMV (art. 213 no Reordenamento de junho de 2012) estipula-se que os intermediários de valores e os assessores de investimento devem estar bem informados para avaliar quais instrumentos são adequados às características e objetivos de investimento de seus clientes.

No Equador e Honduras, pelo contrario, o marco legal não obriga aos intermediários avaliar a adequação dos produtos aos clientes. Também no Paraguai não se solicita uma análise da adequação do produto ao perfil do investidor, se requer somente que o intermediário solicite ao investidor a declaração de conformidade no qual a pessoa manifesta ter recebido toda a informação necessária para a compreensão do risco inerente à aquisição do produto em questão.

Na regulação da República Dominicana⁸¹ o Posto de Bolsa é quem avalia e determina o perfil do investidor (formulário “Conheça seu Cliente” para pessoas físicas), mas não existem normas que ditem quais instrumentos devem ser dirigidos a um tipo de investidor específico. Na Bolívia ocorre algo parecido, onde às Agencias de Bolsa devem elaboração o perfil do cliente para a administração de carteira em forma opcio-

81. No art. 9 da “Norma para intermediários de valores que estabelece disposições para seu funcionamento”, Resolução CNV-2005-10-IV, se exige aos intermediários de valores realizar uma avaliação dos clientes para determinar o perfil de investidores e, desta forma, adequar as operações que realize ao perfil que foi traçado.

nal, ou seja, quando o investimento dos recursos do cliente é realizado pela Agência de Bolsa através das operações ou transações considerando a forma mais apropriada e conveniente para os interesses do mesmo, por conta e risco do cliente.

No Brasil, os intermediários sempre tiveram a obrigação de conhecer a seus clientes de acordo com a Instrução CVM 301/99, recentemente modificada pela Instrução CVM 506/11, a qual estipula que o intermediário, ao registrar o cliente, deve obter informações sobre o investidor para facilitar traçar seu perfil, tanto do ponto de vista econômico (informações sobre seus rendimentos e a situação patrimonial), como do ponto de vista de aversão ao risco e educação financeira (informações sobre perfil de risco e conhecimento financeiro do cliente). Além das disposições específicas em diferentes normas, a CVM submeteu à audiência pública (Anúncio de Audiência Pública SDM nº 15/11) uma proposta de Instrução que regula o dever de verificação da adequação dos produtos e serviços ao perfil do cliente. Atualmente, a versão final da norma está sendo desenvolvida pela CVM.

Na Argentina, de acordo com o Código de Proteção ao Investidor (Resolução Geral Nº 529/08 da CNV), os intermediários financeiros são obrigados a aplicar um questionário no momento da abertura de conta do investidor, para determinar seu perfil de risco.

Na Costa Rica, a SUGEVAL emitiu disposições que obrigam os intermediários (Postos de Bolsa e Sociedades Administradoras de Fundos de Investimentos) a aplicar um questionário para determinar o perfil de cada investidor e assim formatar as possibilidades de investimento com seus respectivos produtos de acordo com o perfil.

No Chile, a Circular Nº 1.869 referente à Supervisão Baseada em Riscos (SBR), dispõe que as Administradoras de Instituições de Investimento Coletivo devem definir políticas e procedimentos destinados a cumprir com o objetivo que exige a adequação ao perfil do investidor, estabelecendo assim que uma das matérias que devem estar presente é o "conhecimento do cliente" através dos antecedentes do investidor, tais como, situação financeira, finalidade do investimento e grau de tolerância ao risco. Para os intermediários de valores, no mesmo contexto da SBR, a Circular Nº 2.054 estabelece a responsabilidade para a cúpula administrativa de zelar pela existência de um adequado desenho, implementação e documentação de políticas e procedimentos para o conhecimento dos clientes, de suas necessidades e objetivos de investir, e a entrega de informação aos mesmos, com o objetivo de não recomendar ou oferecer investimento em instrumentos ou ativos que não correspondem a seu perfil de risco. Posteriormente, se prevê abordar normas de "suitability" para os intermediários de valores.

A necessidade de adequar a proteção de cada cliente a seu nível de conhecimentos e experiência exige, na legislação espanhola, para determinados instrumentos ou produtos (ver seção 1.2.2), a obrigação do cliente varejista de fornecer à entidade que vai prestar o serviço de investimento a informação necessária para determinar o nível de conhecimento e experiência. Esta informação é conduzida através de uma avaliação da conveniência de investir, mediante o teste denominado “teste de conveniência”⁸² e que deve ser realizado em caráter geral quando a entidade prestar serviços de investimento diferenciado à gestão de carteiras ou ao assessoramento em matéria de investimento. A informação que a entidade deve obter sobre o cliente referente a seus conhecimentos e experiência deve incluir os seguintes dados, na medida em que resultam apropriados à qualificação do cliente, à natureza e abrangência do serviço a ser prestado e ao tipo de produto ou transação prevista, incluindo a complexidade e os riscos inerentes:

- Os tipos de instrumentos financeiros, transações e serviços com o qual está familiarizado o cliente.
- A natureza, o volume e a frequência das transações do cliente sobre instrumentos financeiros e o período em que tem sido realizado.
- O nível de estudos, a profissão atual e, profissões anteriores do cliente que resultem relevantes.

Ressaltando-se que caso o produto não tenha a catalogação da complexidade, requer que as entidades obtenham informação do cliente com a finalidade de avaliar a conveniência do produto caso solicitado pelo cliente. Se for a própria entidade a que oferece o produto ao cliente, mesmo não sendo complexo, deve ser avaliada a conveniência. Entretanto, a finalidade da avaliação da conveniência⁸³ é conseguir a proteção adequada

82. O objetivo da análise de conveniência é que a entidade obtenha os dados para apreciação se, em sua opinião, o cliente conta com os conhecimentos e experiência necessários para compreender a natureza e riscos do serviço ou produto oferecido, mas não busca ajustar os objetivos de investimento do cliente ao nível de risco do instrumento, já que o grau de complexidade de um instrumento não está totalmente correlacionado com seu maior ou menor nível de risco potencial. Por exemplo, as ações que compõem qualquer índice bursátil são instrumentos relativamente pouco complexos, mas podem apresentar uma alta volatilidade, enquanto que um título estruturado é um instrumento complexo de entender, embora possa incorporar um nível de risco relativamente baixo (imaginemos o caso de um título com vencimento para 1 ano que garante a devolução do principal a vencimento e referencia seu rendimento à evolução de um subjacente, que conta com uma elevada qualidade creditícia).

83. Na Espanha, se recomenda realizar os questionários de conveniência mediante documento separado da ordem de compra de produtos, que contenha as respostas dadas pelo cliente e o resultado da avaliação e que se solicite cópia assinada pelo cliente do mesmo. Se a avaliação refere-se a uma operação específica, devem estabelecer-se os procedimentos oportunos para que a avaliação fique referendada de forma inequívoca à operação de que se trate e, em todo caso, deve identificar-se a data em que foi feita essa avaliação. As suposições no sentido positivo da conveniência que se realizam, com base ao nível geral de formação e experiência profissional do cliente, podem manter-se indefinidamente, salvo que a entidade conte com informação que aconselhe uma revisão dos mesmos.

na venda de instrumentos financeiros complexos a clientes minoritários, já que estes clientes podem não ter a experiência nem conhecimentos suficientes para entender as características e riscos associados aos referidos produtos. No caso de que em função da informação recebida do cliente, intermediário ou empresa que presta serviço de investimento considere que o produto ou serviço não é adequado para si, deverá ser advertido e, se o cliente não facilita a informação solicitada ou esta não for o suficiente, a empresa de investimento deverá advertir sobre a impossibilidade de determinar se o serviço ou produto é adequado ou não. Por outro lado, caso a entidade preste o serviço de gestão de carteiras ou de assessoramento, o cliente deve fornecer, além da informação anterior referente a conhecimentos e experiência, informação sobre sua situação financeira e objetivos de investir, com a finalidade de que a entidade possa recomendar os instrumentos financeiros que mais lhe convêm (avaliação da idoneidade de caráter geral através do teste de idoneidade, tal e como se explica no capítulo dedicado ao Assessoramento).

No Panamá, o Código Geral de Conduta dos Mercados de Valores (Regra Quinta), referente à informação sobre a clientela, aponta que as entidades (Casa ou Corretor de Valores) deverão solicitar a seus clientes a informação necessária para sua correta identificação, assim como informação sobre sua situação financeira, experiência como investidor e objetivos do investimento, quando esta última for relevante para os serviços que serão prestados. Deverão preencher um formulário que no entendimento do juiz do órgão supervisor, a Superintendência do Mercado de Valores, contenha informação suficiente para apreciar os dados relevantes para investir e a recomendação aos clientes. A referida informação terá caráter confidencial e não poderá ser utilizada em benefício próprio ou de terceiros, nem para fins diferentes daqueles que se solicita. Mesmo assim, as entidades deverão estabelecer sistemas de controle interno para impedir a difusão ou o uso das informações obtidas de seus clientes.

No Peru, os agentes de intermediação, ao iniciar a relação comercial com o cliente, são obrigados a efetuar ações razoáveis a seu alcance para obter um conhecimento adequado do perfil de cada um de seus clientes, para determinar seu nível de experiência no mercado de valores, deixando constar na ficha de registro do cliente. Esta ficha de registro é um documento no qual o agente registra informações que permitem identificar seu cliente, condições da relação comercial e advertências relacionadas à operação no mercado de valores. Seu alcance e regulação encontram-se definidos pelo Regulamento de Agentes de Intermediação.

Para maior informação, consultar Guia de Atuação para Análises da Conveniência e a Idoneidade em http://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaConveniencialdoneidad.PDF.

As jurisdições onde existe a autorregulação do mercado são as próprias Bolsas que instruem entre seus membros a obrigação de esboçar a seus clientes e oferecer produtos de acordo com esse perfil, tal e como foi implementado na Bolsa de Comércio de Santiago.

- **Obrigação de informar ao cliente**

A informação que o cliente deve receber sobre os produtos de investimento deve ser clara, compreensível, precisa, comparável, verdadeira, suficiente e oportuna, e incluir os riscos que em cada operação pode ocorrer, bem como as despesas e custos dos serviços que oferecem. Por outro lado, as comunicações de publicidade devem ser claramente identificáveis como tais.

Desde o ano 2004, a CNV do Paraguai estabeleceu a obrigação de que os clientes das Casas de Bolsa deveriam assinar uma carta em que declarem haver recebido informação suficiente, e avaliado o risco do valor a ser adquirido.

Pela importância de poder contar com informações adequadas, como demonstra tanto as recomendações internacionais como seu reflexo nas legislações desenvolvidas nos países ibero-americanos, esta matéria será objeto de um desenvolvimento mais detalhado (ver seção 1.5). Cabe mencionar que na Espanha, a lei 47/2007 propôs uma modificação substancial da Lei do Mercado de Valores, ao introduzir uma melhora notável das obrigações de informação pré-contratual, contratual e pós-contratual que as entidades devem fornecer aos clientes ou investidores minoritários. Em conjunto, as modificações contribuíram para um aumento da proteção aos investidores, também as obrigações de informações estabelecidas e, portanto, o nível de proteção oferecido varia em função do tipo de cliente e do produto ou serviço oferecido. Referente ao tratamento da informação posterior à contratação de um produto ou serviço, o Real Decreto 217/2008 regula o nível de confirmação que se exige em relação às ordens executadas sobre qualquer tipo de produto e, em particular, a inclusão de informação sobre o cliente, a data, hora e a central de execução, assim como o centro e as condições para a liquidação, além do colapso de gastos e custos indiretos.

- **Ordenamento e manutenção de registros**

Entre os requisitos organizacionais e de controle com que devem contar as entidades, estão a manutenção do registro ordenado e adequado de sua atividade e organização interna. Estes registros são essenciais para o cumprimento, entre outros, de requisitos de organização interna, de obrigações de proteção aos clientes e de normas de conduta, constituindo sua manutenção um instrumento eficaz para reconsti-

tuir fatos, dados, informações e atuações referentes aos serviços e atividades das empresas que prestam serviços de investimento, levando em conta a estrutura, organização e complexidade e natureza das atividades e serviços prestados.

As próprias entidades são as que devem analisar e avaliar se os registros com os quais contam são suficientes, para que por um lado, assim possibilitem o devido cumprimento das obrigações que impõem a normativa vigente em cada momento e, por outro lado, para que a entidade supervisora possa conduzir adequadamente seu trabalho.

A Norma para Intermediários de Valores da República Dominicana, que estabelece disposições para seu funcionamento (CNV-2005-10-IV), tem por objetivo estabelecer, entre outras, as regras para a documentação e registro de operações e o registro de estipulações contratuais. Dentro dos registros mínimos de informação deve existir um arquivo com cópia de toda correspondência enviada e recebida pelo intermediário de valores, que relacione todos os documentos existente entre este e o cliente.

Na Espanha, as entidades que prestam serviços de investimentos devem criar um registro⁸⁴ que inclui o contrato ou contratos⁸⁵ que tenha por objetivo o acordo entre a empresa e o cliente, e devem oficializar-se os direitos e as obrigações das partes e demais condições em que a empresa presta serviço ao cliente. Também, as entidades deverão manter os registros de seus serviços e operações em suporte duradouro e não manipulável durante um período mínimo de 5 anos, e no que diz respeito a suas relações com clientes enquanto dure a relação. Entre outros, podem destacar-se os seguintes registros:

- Registro de atividade e organização: organograma, programa de atividades, procurações, autorização do supervisor, etc.
- Registro de instrumentos financieros de clientes.
- Registro de clientes: dados identificativos, classificação ou reclassificação, em seu caso.
- Registro de avaliação da conveniência.
- Registro de conflitos de interesses.
- Registro de gestão de reclamações.

84. Resolução de 7/10/99, da CNMV, sobre os registros mínimos a serem mantidos por empresas que prestam serviços de investimento <http://www.boe.es/boe/dias/2009/10/21/pdfs/BOE-A-2009-16730.pdf>

85. Na Espanha é obrigatório que constem por escrito os contratos celebrados com clientes minoritários. Ver Circular 7/2011, de 12 de dezembro, da CNMV, sobre folheto informativo de taxas e conteúdo dos contratos-tipo em <http://www.boe.es/boe/dias/2011/12/24/pdfs/BOE-A-2011-20107.pdf>.

- **Prevenção de conflitos de interesses**

Os intermediários financeiros devem estabelecer mecanismos efetivos para evitar os conflitos de interesses com seus clientes. Assim, devem em todo momento dar prioridade aos interesses de seus clientes. Este princípio implica que devem comunicar os potenciais conflitos de interesses a seus clientes.

Na Colômbia⁸⁶ os princípios, políticas e procedimentos para a detecção, prevenção e administração de conflitos de interesses devem ser incorporado no respectivo código de boa governança corporativa da entidade, e são aplicáveis a seus administradores, empregados ou funcionários que desempenham atividades relacionadas com a intermediação e contém no mínimo o seguinte:

- 1) Os mecanismos para que as áreas, funções e sistemas de tomada de decisões susceptíveis de entrar em conflito de interesses, estejam separados física e operacionalmente.
- 2) Os mecanismos e procedimentos para que a realização de operações por conta própria esteja separada de qualquer outro tipo de atividade que possa gerar conflito de interesses, observando as instruções que nesse sentido comunica a Superintendência Financeira da Colômbia.
- 3) As regras e limites sobre operações vinculados⁸⁷ nos sistemas de negociação de valores.

Na Costa Rica, a Superintendência é o órgão que se encarregada de emitir as normas necessárias para regular os conflitos de interesses entre os participantes dos mercados de valores que inclui, entre outros, os seguintes aspectos:

- a) A proibição de determinadas operações entre sociedades pertencentes ao mesmo grupo financeiro ou ao mesmo grupo de interesse econômico, aplicando, se pertinente, as normas da Lei Orgânica do Banco Central.
- b) Um regime de incompatibilidade aplicável aos funcionários dos sujeitos fiscalizados, que possa prevenir a realização de operações ou a transmissão de informação que venha prejudicar o público investidor.
- c) A prestação de serviços, independentemente da forma contratual utilizada, entre entidades do mesmo grupo de interesse econômico.

86. Cfr. Numeral 2º do artigo 7.3.1.1.2 do Decreto 2555 de 2010.

87. Por "vinculado" deve ser entendido que é ou são: (i) os acionistas ou beneficiários reais do dez por cento (10%) ou mais da participação acionária no intermediário, (ii) as pessoas jurídicas nas quais o intermediário seja beneficiário real dos dez por cento (10%) ou mais da participação societária, (iii) a matriz do intermediário de valores e seus filiais e subordinados, e (iv) os administradores do intermediário, de sua matriz e das filiais ou subordinados deste.

- d) Os regulamentos de qualquer outra situação que por razões de conflito de interesse possa resultar em prejuízo ao público investidor.

Na sétima regra do Código Geral de Conduta do Mercado de Valores do Panamá se destaca especificamente que as entidades não deverão, sob nenhum conceito, revelar aos clientes as operações realizadas por outros. Mesmo assim, não deverão estimular a realização de uma operação por um cliente com o objetivo de beneficiar a outro, e deverão estabelecer regras gerais de pró rateio ou de distribuição das ordens executadas que evitem conflito em operações que afetam a dois ou mais clientes.

Na Bolívia, os funcionários, os executivos, assim como os diretores das Agências de Bolsa, deverão reportar ao oficial de cumprimento seus investimentos pessoais no mercado de valores, e qualquer situação de vinculação com a Agência de Bolsa e/ou outras empresas ou instituições participantes do mercado de valores. O oficial de cumprimento deverá levar um informe ao diretório sobre seus próprios investimentos no mercado de valores e sobre potenciais conflitos de interesses e acesso à informação privilegiada e/ou confidencial, geradas pelas situações mencionadas anteriormente.

O Equador, em sua Codificação das Resoluções do Conselho Nacional de Valores, tem um capítulo destinado aos conflitos de interesses, que inclui o conceito, as obrigações dos participantes do mercado de valores, os procedimentos das entidades de autorregulação para prevenir e resolver os conflitos e a obrigação da revelação a seus clientes.

- **Função de cumprimento normativo**

Com respeito à organização interna dos intermediários financeiros, não existe uma única estrutura apropriada ou idônea de aplicação universal, mas que esta deve variar em função da natureza do negócio e dos riscos que deve assumir cada entidade ou intermediário. Porém, ha um aspecto que se inclui em muitas das normativas dos países deste estudo, no âmbito dos requisitos organizacionais e as condições de funcionamento exigidas aos intermediários financeiros para a proteção do investidor: o oficial de cumprimento.

De acordo com os princípios de IOSCO, *"...o cumprimento por parte da entidade de todos os requisitos legais aplicáveis, assim como das políticas e os procedimentos internos da própria entidade, deverá ser supervisionado por outra área separada que vai depender diretamente da cúpula da direção, e que possua uma estrutura que garanta sua independência com respeito às divisões operativas..."*. Por exemplo, na Colômbia é obrigação dos intermediários de valores nomearem um funcionário como oficial de

cumprimento perante a Superintendência Financeira, que faculta a ele o poder de posse⁸⁸.

No Peru, o Regulamento de Agentes de Intermediação estabelece que o funcionário de controle interno deva depender diretamente do diretório e contar com autonomia e recursos. Entre suas funções se encontra a supervisão do sistema de controle interno do agente, a avaliação do cumprimento de disposições que regem o agente, assim como a confiabilidade do sistema de informação e contabilidade.

Na Espanha, para garantir que a função de cumprimento normativo se desenvolva de forma adequada e independente, as empresas que prestam serviços de investimentos devem garantir de que se cumpram as seguintes condições:

- a) A unidade que garanta o desenvolvimento da função de cumprimento normativo deve estar dotada de autoridade, recursos e a experiência necessárias e deve ter acesso a toda a informação pertinente.
- b) Deve ser nomeado um responsável de cumprimento que está a cargo do desenvolvimento da função de cumprimento assim como do informe de cumprimento para a cúpula da direção da entidade.
- c) As pessoas encarregadas de garantir o desenvolvimento da função de cumprimento não podem participar na prestação dos serviços e atividades que controlam.
- d) O sistema para fixar a remuneração das pessoas encarregadas de garantir o desenvolvimento da função de cumprimento não deve comprometer, nem real nem potencialmente, sua objetividade.

88. O número 1.1 do Título Primeiro, do Capítulo Décimo da Circular Básica Jurídica da Superintendência Financeira da Colômbia como segue:

"1.1. Pessoas que devem tomar posse.

Em conformidade com o estabelecido nas normas citadas devem tomar posse do cargo:

- Os representantes legais, principais e suplentes, das entidades vigiadas, com exceção daqueles designados pelo Presidente da República.
- Membros da junta diretiva, conselho diretivo ou de administração, principais e suplentes, das entidades vigiadas, com exceção daqueles designados pelo Presidente da República.
- Os representantes dos escritórios de representação de instituições financeiras e de resseguros do exterior.
- Os representantes designados para a Colômbia das instituições financeiras e de resseguros do exterior que decidem pelo benefício, com exceção das estabelecidas nos numerais 8 e 9 do artigo 2º do Decreto 2951 de 2004.
- Os revisores fiscais, principais e suplentes, das entidades vigiadas.
- Os oficiais de cumprimento para a prevenção de lavado de ativos, principais e suplentes, das entidades vigiadas".

Em qualquer caso, não se exige que as entidades cumpram com o incluído nas letras c) e d), sempre que, em função do tamanho, natureza, escala e complexidade de suas atividades, e da natureza e gama de seus serviços de investimentos, possa demonstrar que o cumprimento de tais requisitos não resulta proporcionado, e que o funcionamento da unidade segue sendo eficaz.

- **Serviço de atenção ao cliente**

Em algumas das jurisdições examinadas se exige que os intermediários devam contar com um departamento ou serviço especializado de atenção ao cliente⁸⁹, que tenha por objetivo atender e resolver as queixas e reclamações que apresentam seus clientes relacionadas com seus interesses e direitos legalmente reconhecidos. No México, cada instituição financeira deve contar com uma "Unidade Especializada", a qual tem por objetivo atender consultas e reclamações dos usuários de serviços financeiros. A Referida Unidade deve responder por escrito ao usuário.

Na Espanha, as entidades deverão adotar as medidas necessárias para separar o departamento ou serviço de atenção ao cliente dos demais serviços comerciais ou operacionais da organização, de modo que seja garantida para aquele que toma decisões de forma autônoma no âmbito de sua atividade e, assim, evitar conflitos de interesses.

Na Costa Rica, somente estão obrigadas as sociedades administradoras de fundos de investimentos, não existindo obrigação legal para os postos de bolsa.

Na Bolívia, as sociedades que administram fundos de investimentos abertos faz mediar a gestão de atenção ao cliente através de seu banco filial, sendo o oficial de cumprimento responsável pelo rastreamento das queixas e demandas dos clientes.

Em Honduras, a Resolução GE No. 1631/12-09-2011, que contém as Normas para o Fortalecimento da Transparência, a Cultura Financeira e Atenção ao Usuário Financeiro nas Instituições Supervisadas, exige que disponham de áreas encarregadas de atender às reclamações ou consultas dos usuários financeiros através do Oficial de Atenção ao Usuário Financeiro, que terá um prazo máximo de dez (10) dias úteis contados a partir da data em que a reclamação da consulta foi oficializada.

89. No Brasil, as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil que tenham clientes pessoas físicas ou pessoas jurídicas classificadas como microempresas na forma da legislação própria, devem instituir um componente organizacional de atenção ao cliente, com a atribuição de atuar como canal de comunicação entre estas instituições e os usuários de seus produtos e serviços (Resolução do Conselho Monetário Nacional 3849/10). No âmbito do mercado de valores mobiliários, a CVM elaborou uma norma específica para este serviço de consultas (Ouvidoria). Instrução CVM Nº 529, de 1 de novembro de 2012. Ver em http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=I&File=inst\inst529.doc.

1.2. Delimitação da atuação supervisora por objeto e sujeito

Nas legislações analisadas não existe uma delimitação da atuação do órgão supervisor em função do tipo de produto ou classe de investidor. Porém, em algumas jurisdições, a normativa estabelece uma graduação com respeito ao nível de proteção em função do destinatário do produto financeiro. Assim, em aplicação da MiFID, na Espanha se obriga às empresas que oferecem serviços de investimentos não somente a conhecer seus clientes, mas a sua classificação em categorias em função de sua experiência como investidor, seus conhecimentos e sua qualificação para tomar suas próprias decisões de investidor e analisar corretamente seus riscos, existindo em função de cada categoria um nível de proteção diferenciado. Logicamente, o máximo nível de proteção se dirige ao investidor minoritário. Também, o nível de proteção e os requisitos para avaliar a conveniência do produto ao investidor são diferentes, segundo o instrumento de que são tratados e de quem surge a iniciativa no processo de comercialização ou venda. Ou seja, se realiza tanto uma classificação da clientela como do produto ou instrumento a ser comercializado. Esta classificação dos instrumentos financeiros está no artigo 79, seção 8, letra a) da Lei do Mercado de Valores.

No Chile, determinadas características do emissor de um produto financeiro específico torna viável que o órgão supervisor (SVS) determine a solicitação de menor quantidade de informação a respeito, e inclusive delimite certos tipos de mercados e investidores.

1.2.1. Tipologia e critérios de definição do investidor

TAssim como foi salientado na introdução deste capítulo, em muitas das legislações analisadas se define ou distingue entre clientes institucionais, profissionais ou sofisticados, do resto dos investidores. Porém, esta classificação, diferente do que acontece na Espanha e Colômbia, não comporta uma diferenciação no nível de proteção do investidor, podendo constituir-se em uma restrição para adquirir determinados produtos que, em atenção a seu risco, geralmente são unicamente aptos para os investidores institucionais.

Na Colômbia, mediante a Lei 1328 de 2009 se define o "consumidor financeiro" como aquele cliente, usuário ou potencial cliente das entidades submetidas à inspeção e vigilância da Superintendência Financeira de Colômbia. Também no marco normativo que regula as relações dos intermediários financeiros com os investidores do mercado de valores (Lei 964 de 2005, regulamentada pelo Governo Nacional em relação à intermediação de valores), se define para aqueles que terão a qualidade de cliente investidor e de investidor profissional, levando em conta os volumes de investimento,

a frequência, o profissionalismo, os conhecimentos especializados e os demais fatores relevantes, assim como as regras aplicáveis às relações entre os investidores e intermediários. O cliente investidor é aquele que não tem a qualidade de investidor profissional, este último é definido como:

- 1) As pessoas que possuem em vigência a certificação de profissional do mercado como operador outorgado por um órgão autorregulador do mercado de valores;
- 2) Os órgãos financeiros estrangeiros e multilaterais; e
- 3) As entidades controladas pela Superintendência Financeira da Colômbia.

Um "investidor profissional" é todo cliente que conta com a experiência e conhecimentos necessários para compreender, avaliar e gerenciar adequadamente os riscos inerentes a qualquer decisão de investimento. Para ser categorizado como profissional, o cliente deverá acreditar no intermediário, no momento da classificação, um patrimônio igual ou superior a dez mil (10.000) SMMLV⁹⁰ (equivalente a 3.374.578,8 dólares) e, pelo menos, uma das seguintes condições: ser titular de uma carteira de investimento de valores igual ou superior a cinco mil (5.000) SMMLV (o equivalente a 1.687.289,09 dólares), ou haver realizado direta ou indiretamente quinze (15) ou mais operações de alienação ou de aquisição, durante um período de sessenta (60) dias do calendário, tempo que não supere os dois anos anteriores no momento em que se faz a classificação do cliente. O valor agregado destas operações deve ser igual ou superior ao equivalente a trinta e cinco mil (35.000) SMMLV (equivalente a 11.811.023,62 dólares)

Os intermediários de valores devem classificar e informar a seus clientes em alguma das duas categorias, oportunamente, sobre a categoria a qual pertencem e o regime de proteção que será aplicado. No momento de classificar um cliente como "investidor profissional", os intermediários de valores deverão informar que têm direito a solicitar o tratamento de "cliente investidor" de forma geral ou particular referente de um tipo de operações no mercado de valores. Neste último caso, o "investidor profissional" poderá solicitar tal proteção cada vez que se inicie um novo tipo de operação. A mudança de categoria deve constar por escrito.

No Brasil, a Instrução CVM nº 409/04 define como "investidores qualificados": investidores que possuem investimentos financeiros no valor de mais de R\$ 300.000,00 (aproximadamente 150.000 dólares) e os institucionais, que podem ter acesso a produtos de maior complexidade e risco. Além disso, o regulamento de mercado estabelece que certos valores somente podem ser oferecidos a investidores que possuem mais de (1.000.000,00) um milhão de reais.

90. Salário Mínimo Legal Mensal Vigente na Colômbia

Na Espanha, mediante o RD 217/2008, em seu artigo 61, se estabelece que a entidade de serviços financeiros deverá classificar o cliente como minoritário ou profissional⁹¹. De acordo com o artigo 78 da Lei do Mercado de Valores, se consideram profissionais aqueles que têm experiência, conhecimentos e qualificação suficientes para tomar suas próprias decisões de investimento e prever corretamente seus riscos; especificamente são classificados nesta categoria os seguintes:

- a) As entidades de crédito, as empresas de serviços de investimento, as companhias de seguros, as instituições de investimentos coletivos e suas sociedades gestoras, os fundos de pensões e suas sociedades gestoras, os fundos de titularização e suas sociedades gestoras, os que operam frequentemente com matérias primas, com derivados, assim como operadores que contratam em nome próprio e outros investidores institucionais.
- b) Os estados e administrações regionais, os órgãos públicos gestores da dívida pública, os bancos centrais e órgãos internacionais e supranacionais (como o Banco Mundial, o Fundo Monetário Internacional, o Banco Central Europeu, o Banco Europeu de Investimentos e outros de natureza similar).
- c) Os empresários que individualmente reúnem, ao menos, duas das seguintes condições:
 - que o total dos ativos seja igual ou superior a 20 milhões de euros;
 - que a quantidade de cifra anual de negócios seja igual ou superior a 40 milhões de euros;
 - que seus recursos próprios sejam iguais ou superiores a dois (2) milhões de euros.
- d) Os investidores institucionais que têm como atividade investir geralmente em valores ou outros instrumentos financeiros, tais como as entidades de capital de riscos e suas sociedades gestoras.

Portanto, de acordo com a normativa espanhola se consideram clientes minoritários todos os profissionais, entendendo que as necessidades de ambos são diferentes em matéria de proteção, pelo que se diferencia a quantidade e o detalhe da informação a fornecer a um e outros. Assim, o cliente minoritário é o que necessita de um maior grau de proteção, ao estimar o legislador que não dispõe, em geral, da experiência, os conhecimentos e a qualificação necessária para avaliar os riscos inerentes das tomadas de decisões de investimentos. Deve-se mencionar que os clientes têm a possibilidade de renunciar de forma expressa a seu tratamento como clientes minoritários referente a alguma operação ou serviço, esta renúncia

91. Na margem da classificação dos clientes como minoritários e profissionais, a norma contempla que determinadas entidades de crédito, seguradoras, instituições de investimento coletivo, etc., levam em consideração de contrapartida elegível, que tem o máximo conhecimento e experiência nos mercados de valores e não contam com a proteção das normas de conduta..

deve estar condicionada à empresa que preste o serviço de investimento para ele, em avaliar adequadamente sua experiência e conhecimentos com as operações e serviços solicitados, garantindo que o cliente compreenda e conheça suficientemente seus riscos. Ao concluir a avaliação, a empresa deverá comprovar que se cumpram pelo menos dois dos seguintes requisitos:

- que o cliente realizou operações de volume significativo no mercado de valores, com uma frequência média de mais de dez por trimestre durante os quatro trimestres anteriores;
- que o valor do efetivo e valores depositados seja superior a 500.000 euros;
- que o cliente ocupe, ou tenha ocupado durante pelo menos um ano, um cargo profissional no setor financeiro que requer conhecimentos sobre as operações ou serviços previstos.

Na Espanha é possível que algum cliente classificado como profissional possa solicitar à entidade que lhe presta serviço de investimento um tratamento não profissional a fim de ter um nível de proteção mais amplo.

Referente a outras jurisdições, em que se distinguem diversos tipos de investidores, cabe mencionar que no México a Lei do Mercado de Valores define dois tipos com base em suas rendas e investimentos em valores. O qualificado e institucional, em função das características e complexidade dos valores ou instrumentos financeiros de que se trata, não em respeito do tipo de serviço de investimento ao que pudessem ter acesso. O investidor qualificado se define como a pessoa que manteve, em média, durante o último ano, investimentos em valores iguais ou superiores a 1.500.000 unidades de investimento⁹² (5.663.000 dólares) ou que obteve em cada um dos 2 últimos anos, rendimentos brutos anuais iguais ou superiores a 500.000 unidades de investimento. As novas disposições em matéria de serviços de investimento no México contempla a definição de cliente sofisticado como aquela pessoa que mantenha em média durante os últimos doze meses, investimentos em valores em uma ou várias entidades financeiras, por um montante igual ou superior a 4.500.000 unidades de investimento, ou que obteve em cada um dos últimos 24 meses, rendimentos brutos anuais iguais ou superiores a 1.500.000 unidades de investimento. Nesse sentido, esta definição, permitirá contemplar um marco regulatório mais flexível na prestação de serviços de investimentos, assim como um maior leque de valores disponíveis para sua comercialização. Tratando-se de investidores dos quais as entidades financeiras podem assumir que pelo montante de

92. As unidades de investimentos (UDI) são uma medida de referencia utilizada para descontar o efeito da inflação no valor do dinheiro. São estabelecidas pelo Banco do México para sustentar as obrigações dos créditos hipotecários ou de qualquer ato mercantil ou financeiro. Ao 31/12/2012 1 UDI equivale a 4,874624 pesos mexicanos

seus investimentos e seus rendimentos anuais, contam com o conhecimento e experiência suficiente para entender e em seu caso aceitar os riscos associados a potenciais investimentos.

Também a Superintendência de Valores e Seguros do Chile, através de sua Norma de Caráter Geral N° 216, define o que se entende por “investidor qualificado” com base, principalmente, em critérios de sofisticação e conhecimento financeiro e patrimonial. Assim, dentro deste grupo podemos encontrar os bancos e sociedades financeiras, companhias de seguro, administradoras de fundos, corretores de bolsa e agentes de valores, pessoas físicas ou jurídicas, etc., os quais, ao ser considerados um tipo especial de investidor, com base nos critérios mencionados, poderão participar nos mercados especiais estabelecidos pela Superintendência e nas ofertas ou colocações dirigidas a esses investidores.

Portanto, tanto na Lei do Mercado de Valores da República Dominicana, como no Regulamento (Art. 12 Lei 19-00 e Literal g) Art. 5 do Regulamento 729-04), aparece a definição de investidores institucionais, e no Equador o artigo 74 da Lei do Mercado de Valores é que define os investidores institucionais.

No Panamá a Lei do Mercado de Valores se define como investidores qualificados as pessoas físicas ou jurídicas cujo giro ordinário de negócios inclua a negociação, por conta própria ou de terceiros, de valores ou bens do tipo que constitui a carteira de investidores de uma sociedade de investidor, de um fundo de cobertura ou uma parte significativa deste ou que tenham assinado uma declaração em que consta que possuem, individualmente ou em conjunto com seu cônjuge, um patrimônio não inferior a um milhão de balboas (1.000.000 dólares) ou seu equivalente em outra moeda, e consentir que seja tratado como um investidor qualificado.

1.2.2. Catalogação de produtos por segmentação de clientes ou outros critérios como nível de risco

Enquanto não existe nas legislações analisadas, salvo na Espanha, a obrigação de realizar uma catalogação de produtos⁹³, se deve destacar que em algumas jurisdições existem limitações para adquirir determinados produtos devido ao risco, que se dirigem exclusivamente a investidores institucionais ou sofisticados.

93. Com o objetivo de transmitir para as entidades que prestam serviços de investimentos as pautas adequadas para o cumprimento da normativa em vigor, a CNMV de Espanha publicou em outubro de 2010, um “Guia sobre a catalogação de instrumentos financeiros complexos ou não complexos”. Pode ser consultado em:

<http://www.cnmv.es/loultimo/Guia%20IF%20conplejos%20y%20no%20conplejos.pdf>.

No México existem produtos financeiros que se consideram não adequados para o público investidor em geral, pelo que são destinados exclusivamente para investidores com nível mais elevado de sofisticação (investidores institucionais e qualificados). Entre estes produtos, podemos citar os valores estrangeiros listados no Sistema Internacional de Cotações e os certificados de capital de desenvolvimento (CDS). Também a LMV (art. 8) salienta que a oferta privada de valores em território nacional poderá ser efetuada por qualquer pessoa, sempre que alguns dos requisitos forem cumpridos, um deles é que se efetue exclusivamente a investidores institucionais ou qualificados.

Valores / instrumentos financeiros	Tipo de investidor a que está dirigido principalmente
Valores inscritos no Registro nacional de Valores	Grande público investidor
Sociedades de investimento de dívida e renda variável	Grande público investidor
Títulos Bancários estruturados	Grande público investidor
Valores estruturados	Institucionais e qualificados
Sociedades de investimentos de Capitais (SINCAS)	Institucionais e qualificados
ETFs plain vanilla	Grande público investidor
ETFs complexos	Institucionais
Certificados de capital de desenvolvimento (CKDs)	Institucionais e qualificados
Derivados cotados em bolsa	Grande público investidor
Derivados OTC	Institucionais e qualificados

Fonte: Informação disponibilizada pela CNBV do México.

Na Costa Rica, também se distingue a oferta pública de valores dirigida a qualquer tipo de investidor daquela oferta de valores restringida que se dirige exclusivamente ao investidor sofisticado ou institucional. Nesse sentido, se verifica que os intermediários realizam um processo da devida diligência nos trabalhos para a obtenção dos perfis que permitem detectar o tipo de investidor e o cliente e a que tipo de produtos pode ter acesso.

Na Espanha o nível de proteção se aplica de diferente forma, se o instrumento se considera complexo ou não complexo. No artigo 79 da Lei do Mercado de Valores em sua oitava seção são detalhados os critérios para que as entidades cataloguem como não complexos somente aos produtos transparentes e líqui-

dos, tais como ações admitidas à negociação num mercado regulado ou num mercado equivalente de um terceiro país; a instrumentos do mercado monetário; a obrigações ou outras formas de dívidas securitizadas, salvo a incorporação de um derivado implícito; e instituições de investimentos coletivos harmonizadas a nível europeu. Assim, a norma aponta alguns critérios a fim de classificar como não complexos aqueles que obedecem as seguintes condições:

- 1) que haja possibilidades frequentes de venda, reembolso ou outro tipo de liquidação do referido instrumento financeiro a preços publicamente disponíveis para os membros do mercado e que sejam preços de mercado ou preços oferecidos, ou validados, por sistemas de avaliação independentes do emissor;
- 2) que não implique em perdas reais ou potenciais para o cliente que exceda do custo de aquisição do instrumento;
- 3) que esteja à disposição do público informação suficiente sobre suas características. Esta informação deverá ser compreensível para que permita que um cliente minoritário médio emita um juízo fundamentado para decidir se realiza uma operação nesse instrumento.

Em caso de instrumentos complexos, a entidade sempre deve avaliar a conveniência (teste de conveniência mencionado na seção 1.1 deste capítulo), se o instrumento não for conveniente para o cliente, a entidade somente poderá tramitar a operação solicitada se for previamente advertida. Assim, uma correta classificação dos instrumentos financeiros, como complexos ou não complexos pelas entidades é fundamental para uma adequada proteção dos clientes.

1.3. Requisitos de idoneidade de comercializadores, regime de incentivos e mecanismos para evitar conflitos de interesses.

- **A idoneidade dos comerciantes**

O desenvolvimento da atividade de comercialização implica no compromisso de assumir o risco. Entre outros, o risco operacional ou risco que ocasiona perdas imprevisíveis como resultado de erros humanos ou vendas inadequadas. O controle de riscos requer, entre outras questões, contar com meios organizacionais, materiais e humanos suficientes e adequados para a realização de uma eficiente gestão do negócio e dos riscos assumidos.

Em todas as legislações analisadas neste Estudo, se exige que os intermediários fi-

nanceiros ou entidades que comercializam produtos financeiros devem contratar pessoal qualificado com conhecimentos e experiências para desempenhar as funções que lhes são atribuídas. Salvo exceções, como no caso da República Dominicana e Panamá, onde a certificação da referida qualificação não corresponde geralmente às entidades supervisoras, embora corresponda à administração do registro necessário para realizar sua atividade.

Na Costa Rica, os agentes de bolsa, os gestores de carteira e os executivos de venda de fundos de investimento devem contar com uma certificação expedida pela Bolsa Nacional de Valores ou por outras entidades cujos planos devem ser conhecidos previamente pela SUGEVAL.

Na Argentina, com data de 20 de setembro de 2012, a CNV aprovou a Resolução Geral N° 610/12 mediante o qual incorporou em suas Normas a exigência a todos os mercados sob sua competência, a manutenção de um "Registro de Assessores Idôneos" das pessoas que desenvolvem a atividade de venda, promoção ou prestação de qualquer tipo de assessoria ou atividade que implique o contato com o público investidor em seus intermediários, incluindo os produtores relacionados aos mesmos. Para que seja feita a inscrição no "Registro de Assessores Idôneos" os interessados devem ser credenciados perante a entidade correspondente, contar com idoneidade suficiente, sendo requisito indispensável ter a aprovação de um dos programas de capacitação reconhecidos e registrados pelo Órgão Supervisor.

Na Colômbia⁹⁴ se exige a certificação de profissionais, procedimento mediante o qual as pessoas físicas são obrigadas a se inscrever no Registro Nacional de Profissionais do Mercado de Valores, administrado pela Superintendência Financeira, credenciadores de capacitação técnica e profissional perante um órgão certificador, e os certificados são concedidos mediante aprovação nos exames de idoneidade profissional correspondentes. Também, compreende a formação acadêmica e a trajetória profissional. A prova de idoneidade é formada por uma parte de conteúdo básico e outra especializada, cujo conteúdo dependerá da atividade ou atividades de intermediação no mercado de valores que pretenda desempenhar o interessado.

Em El Salvador, os Agentes Corretores, para obter autorização pela Bolsa de Valores, devem cumprir com os requisitos estabelecidos em um instrutivo emitido pela Bolsa e aprovado pelo Regulador, deve ter o comprovante da aprovação no curso de capacitação bursátil iniciado pela ACABOLSA (Associação de Casas de Corretores de Bolsa). No Paraguai se exige requisito semelhante para ser operador de Bolsa.

94. Podem ser certificadores os órgãos de autorregulação, as bolsas de bens e produtos agropecuários, agroindustriais ou de outras *commodities*, autorizadas pela Superintendência Financeira da Colômbia..

No Peru se valida o acesso das pessoas que possuem a seu cargo a direção e administração de um agente de intermediação, exigindo, entre outros aspectos, ter experiência em matérias econômicas, financeiras ou comerciais e/ou conhecimento do mercado de valores, em grau compatível com as funções que pretende desempenhar. Assim, os agentes de intermediação são responsáveis que seus representantes sejam pessoas com capacitação profissional ou técnica, conhecimentos na área e experiência comprovada para o desempenho de suas funções.

Na República Dominicana, a pessoa física que deseja atuar como corretor no mercado de valores deverá se inscrever no Registro do Mercado de Valores, ser submetido ao teste aplicado pelo supervisor (a SIV) e ser aprovado⁹⁵ Da mesma forma, no Panamá, todos os executivos principais (cargos gerenciais), corretores de valores e analistas devem obter uma licença emitida pela Superintendência do Mercado de Valores para exercer suas funções. Para exercer tais funções o solicitante deve ser aprovado nos exames em que são obrigados a se submeter e assim demonstrar sua experiência, reputação e boa conduta.

No Brasil, a ANBIMA⁹⁶ (autorregulador voluntário) tem um programa de certificação profissional para os profissionais do mercado financeiro brasileiro, que tem por finalidade capacitar pessoal que mantém contato, presencial ou à distância, com os investidores na comercialização de produtos de investimentos. Também existe, para os intermediários, um programa de qualificação operacional pela BM&FBOVESPA, com o objetivo de certificar a qualidade dos serviços oferecidos (Home Broker - pessoas físicas pela Internet; Retail Broker - mercado corporativo; Carrying Broker - liquidação e custódia de posições; Execution Broker -trading profissional; e Agro Broker - mercado agropecuário). Para os agentes autônomos de investimentos, a ANCORD

95. A norma R-SIV-2008-06-CV estabelece as disposições gerais sobre a sabatina que os habilita a operar no mercado de valores dominicano.

96. A iniciativa da associação está em linha com as Resoluções 3.158 e 3.309 do Conselho Monetário Nacional (CMN), que instituiu exames de certificação destinados a elevar o nível de conhecimento e qualidade do mercado de produtos de investimento. Algumas das certificações da ANBIMA são as seguintes:

- CPA-10 (gerentes de agência);
- CPA-20 (profissionais que atendem investidores qualificados);
- CGA-Certificação de Gestores de Investidores: certifica o profissional que desempenha atividade de gestão remunerada de recursos de terceiros, possuindo poderes para tomar decisões de investimentos;
- CEA-Certificação de Especialista em Investimentos ANBIMA: assessoram investidores em seu planejamento de investimentos, atuando em agências bancárias ou plataformas de investimentos, sem possuir carteira de clientes. O especialista de investimento atua diretamente junto aos clientes ou gerentes de contas, faz suas recomendações para destino de recursos em produtos dos mercados financeiros, de capitais e de previsão complementar aberta de acordo com o perfil do investidor detectado no processo de *suitability*;
- CFP-Certificação do Planejador Financeiro (conhecimentos de administração de investimentos, gestão de riscos, previsão complementar, seguros, planejamento financeiro, fiscal e sucessória).

(Associação Nacional dos Corretores e Distribuidores de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias) é reconhecida pela CVM como entidade acreditadora, por ter estrutura adequada e capacidade técnica para o cumprimento das obrigações previstas na Instrução CVM 497/11, e por possuir estrutura de autorregulação com capacidade técnica e independência, que inclui: existência de código de conduta, fiscalização do cumprimento deste código pelos agentes autônomos acreditados, realização de exame de qualificação técnica, instituição de programa de educação continuada, e sanção das infrações ao código de conduta profissional.

Por último, a regulação chilena exige dos intermediários, seus diretores e administradores, em caso de ser pessoa jurídica, e a todos os trabalhadores que participam diretamente na intermediação de valores, a credibilidade de seus conhecimentos na área. A Norma de Caráter Geral N° 295 estabelece a forma, periodicidade e exigências que devem ser cumpridas para acreditar tais conhecimentos de acordo com o cargo, funções e responsabilidades que deverá desempenhar o interessado. O adequado cumprimento dos requerimentos estabelecidos na normativa mencionada deve ser acreditado por alguma das bolsas de valores nacionais, que são os encarregados de levar adiante o processo de acreditação e registrar as pessoas que têm a capacidade de cumprimento desta norma.

Em geral, seria recomendável que os intermediários financeiros estabelecessem planos de formação e avaliação continuada para garantir a capacitação técnica e profissional do seu pessoal, sobretudo de quem lida com trabalhos comerciais, elaboração de análises ou informes para difundir entre clientes, a gestão e mensura dos riscos ou desenvolver atividades cuja complexidade e constante evolução requeiram uma atualização permanente.

- **Regime de incentivos**

Define-se como "incentivo" os pagamentos ou cobranças de honorários ou comissões pelo intermediário, referente à provisão de um serviço de investimento ou comercialização de um produto financeiro. A regulação dos incentivos pretende, entre outras, a transparência na relação econômica entre a entidade e o cliente.

Na maioria das legislações dos países ibero-americanos analisadas existe a obrigação de informar ao cliente sobre as comissões ou incentivos que recebe o intermediário financeiro, a empresa que presta um serviço de investimento ou a entidade comercializadora.

Na normativa espanhola, o regime de incentivos está enquadrado como norma de con-

duta dentro da obrigação das entidades que prestam serviços de investimentos de agir com diligência e transparência em prol dos interesses de seus clientes. Especificamente, se considera que uma empresa de serviços de investimento não age com diligência e transparência e no interesse de seus clientes, se em relação com a prestação de um serviço de investimento ou auxiliar pagam ou recebem algum honorário ou comissão, ou aportam ou recebem algum benefício não monetário que não se ajuste a uma série de princípios. São considerados incentivos permitidos os seguintes:

- a) Os honorários, comissões ou benefícios não monetários pagos ou dados a um cliente ou pessoa que atua por conta própria, e os oferecidos pelo cliente ou pessoa que atue por sua conta;
- b) Os honorários, comissões ou benefícios não monetários pagos ou dados a um terceiro ou a uma pessoa que age por conta daquele, e os oferecidos por um terceiro ou por uma pessoa que atua por conta daquele, quando se cumprem as seguintes condições:
 - 1) i) A existência de natureza e quantia dos honorários, comissões ou benefícios não monetários ou, quando não seja possível determinar a quantia, o método de cálculo dessa quantia deverá ser revelado claramente ao cliente de forma completa, exata e compreensível antes da prestação do serviço de investimento ou auxiliar. As entidades que prestam serviços de investimentos podem comunicar as condições essenciais de seu sistema de incentivos de forma resumida, sempre que uma comunicação mais detalhada for solicitada pelo cliente. Entende-se por cumprida esta última obrigação se a entidade disponibiliza ao cliente a informação requerida através dos canais de distribuição da entidade ou em sua página web, sempre que o cliente consentir essa forma de receber informação.
 - 2) O pagamento dos incentivos deve melhorar a qualidade do serviço prestado ao cliente e não pode distorcer o cumprimento da obrigação da empresa de atuar sempre dentro dos interesses do cliente.
- c) Os honorários adequados que permitam, ou seja, necessários para a prestação dos serviços de investimentos, como as despesas de custódia, de liquidação e câmbio, as taxas reguladoras ou os gastos de assessoria jurídica e que, por sua natureza, não podem entrar em conflito com o dever da empresa de atuar com honestidade, imparcialidade, diligência e transparência com arranjo ao interesse ótimo de seus clientes.

Como exemplo, se apontam alguns tipos de incentivos que as entidades devem ter identificados no âmbito da comercialização ou venda de produtos financeiros na Espanha, e sobre os que devem informar aos clientes:

- Retrocesso de comissões recebidas de uma instituição gestora de investimento

coletivo pela comercialização de fundos de investimentos do grupo ou estranho ao grupo (as entidades podem receber, com base nos acordos assinados com as entidades gestoras de IIC, uma comissão das mesmas, sempre que não implique uma distorção da obrigação de agir da melhor maneira possível a favor do interesse do cliente).

- Retrocesso de comissões na tramitação e execução de pedidos (as entidades podem receber ou remunerar a um terceiro com comissões para possibilitar a seus clientes a transmissão e execução ótima de pedidos nos mercados em que não é membro).
- Comissões por colocação e/ou garantia de ofertas públicas de venda (as entidades podem receber comissões pela operação de colocação e/ou garantia de OPVs sempre que as mesmas protegerem os interesses dos clientes pela própria entidade).
- Comissões pagas a empresas de assessoramento financeiro (as entidades podem pagar uma porcentagem das rendas geradas pelos clientes apresentados pela empresa de assessoramento financeiro)
- Comissões pagas a agentes das entidades (a entidade pode pagar a um agente uma quantidade determinada ou determinável, a receber de uma só vez ou periodicamente, sobre as posições contratadas pelos clientes ou mantidas por eles, como retribuição pela contratação ou apresentação, dependendo caso).

• Mecanismos para evitar os conflitos de interesses

Como já mencionada na seção 1.1 sobre as principais normas de conduta, os intermediários financeiros devem estabelecer mecanismos efetivos para evitar os conflitos de interesses. De acordo com os Princípios internacionais da IOSCO, toda entidade deverá intentar evitar conflitos de interesses decorrentes, porém se existem potenciais conflitos, deverá garantir o tratamento justo de todos seus clientes mediante uma divulgação apropriada de informação, normas internas de confidencialidade ou não, atuando igualmente quando não for possível evitar o conflito. Nenhuma entidade deverá colocar seus próprios interesses por cima dos seus clientes.

No âmbito da normativa europeia se propõe uma metodologia de controle que estabelece um enfoque preventivo, mediante o qual se obriga as entidades a realizar seu próprio diagnóstico de forma contínua, e a desenhar e revisar permanentemente suas próprias medidas preventivas e corretivas. Para tal, as entidades devem atuar nas seguintes fases:

- **Identificação de conflitos (reais ou potenciais):** A entidade deve identificar que pessoas e áreas, por sua função na empresa, são susceptíveis de atuar sob conflito. Define-se como áreas de negócios especialmente submetidas a

conflitos de interesse, a atividade de gestão por conta própria, gestão de carteiras e assessoramento corporativo e análises. Também se exige da empresa a manutenção de um registro atualizado com as categorias de pessoas interessadas, áreas de negócios, tipos de instrumentos e operações identificadas como fonte potencial de conflitos de interesses.

- **Política sobre conflitos:** Uma vez identificados os conflitos, reais ou potenciais, e identificado o risco desses conflitos prejudicarem os clientes, é necessário definir e aprovar uma política para sua gestão a fim de evitar prejuízos a clientes. Uma política adequada de conflitos se sustenta na existência de medidas orientadas a obter uma atuação leal e independente das pessoas que trabalham em uma organização, tanto a nível individual como coletivo. Como elementos da política de gestão de conflitos estão o estabelecimento de barreiras de informação e, sobretudo, barreiras indevidas de influência de uma área em outras, entre as quais existe um conflito de objetivo, real ou potencial. Pela natureza de sua função (barreiras entendidas como procedimentos não físicas), políticas de retribuição adequadas, dependência hierárquica e supervisão direta independente, restrição de atividades conflitivas desenvolvidas pela mesma pessoa na própria empresa ou em outras, ou restrições de incentivos ao pessoal que, podem afetar o exercício independente de suas respectivas funções.
- **Publicidade dos conflitos de interesses:** As entidades devem deixar a disposição dos clientes sua política sobre conflitos que antecede a prestação de serviços. Quando os conflitos não podem ser geridos sem uma garantia para eliminá-los e a possibilidade de causar prejuízo para o cliente, deve ser comunicado e dar sua conformidade por escrito às operações potencialmente afetadas pelo conflito. Deve mencionar-se que a publicidade dos conflitos é o último recurso ao que deve acudir a entidade, dado que, com anterioridade, deve promover a gestão adequada do conflito evitando o potencial prejuízo aos clientes e, portanto, eliminar a necessidade de sua difusão.

1.4. Formalização das relações cliente-intermediário

As relações entre o cliente/investidor e o intermediário financeiro na formalização devem ocorrer através de um contrato por escrito⁹⁷. A forma escrita do contrato é um requisito geral nas legislações analisadas⁹⁸. No referido contrato devem ser

97. No Capítulo 5 sobre Mecanismos de solução de controvérsias e garantias a favor do investidor neste estudo, se realiza uma análise pormenorizada do marco contratual e regulatório da relação entre investidor e intermediário financeiro.

98. Na Guatemala se firma um contrato de comissão comercial no qual as regras de prestação de serviços são acordadas no mercado bursátil. Na Espanha, o contrato escrito se estabelece com caráter obrigatório quando se trata de clientes minoritários (vid art 79 ter da LMV). No caso da prestação do serviço de assessoramento, a norma destaca que *"basta a constância escrita ou confiável da recomendação*

especificados os serviços oferecidos, os riscos, as obrigações e responsabilidades de cada uma das partes, os termos do negócio e as formas do término do referido contrato.

Os órgãos supervisores nos países ibero-americanos não desenvolveram ainda modelos de contrato-tipo⁹⁹, mas já foram estabelecidas normas específicas que determinam o conteúdo mínimo desses contratos e, em geral, têm a atribuição de verificação dos mesmos. Assim, no Paraguai, mediante a Res. CNV N° 763/04, se estabelece para as casas de bolsa remeter à CNV todos os modelos de contrato a ser celebrados com seus clientes para sua verificação referente às disposições legais vigentes.

Em El Salvador, os contratos de intermediação que as casas de corretores de bolsa devem assinar com seus clientes estão regulados mediante a norma RCTG-1/2006 e, no Peru, os conteúdos do contrato que o agente de intermediação deve assinar com cada um dos clientes estão regulados no Regulamento de Agentes de Intermediação De acordo com o Código de Proteção ao Investidor da Argentina (Resolução Geral N° 529/08) os intermediários financeiros são obrigados a estabelecer com clareza por escrito em seus convênios de abertura de conta, no mínimo, os seguintes aspectos:

- obrigações do intermediário,
- direitos do investidor,
- ações a realizar pelo intermediário que necessita de autorização do investidor,
- descrição de cada um dos custos (gerais e/ou excepcionais),
- explicação dos riscos assumidos,
- detalhe da regra aplicável à relação entre as partes e contra possíveis eventuais reclamações por parte do cliente.

Também, os intermediários estão obrigados no momento da abertura da conta do cliente a entregar um exemplar do texto vigente do Informe Explicativo sobre o Código de Proteção ao Investidor, devendo conservar a constância documentada no arquivo de cada cliente.

personalizada”.

99. No Panamá é necessária a utilização de um contrato-tipo para desenvolver as seguintes operações:

a) Gestão de contas de investimento.

b) Depósito de valores representados em títulos ou administração de valores representados em anotações em conta.

c) Nas operações de compra e venda com acordo de readquirir valores negociados nos mercados secundários organizados, quando seu valor for inferior a 50.000 balboas (50.000 dólares).

Com caráter prévio a sua aplicação, as entidades deverão remeter o rascunho de contrato-tipo à Superintendência do Mercado de Valores, para seu conhecimento, assim como toda modificação que sofram referidos contratos-tipo. Os contratos estabelecidos pelas entidades estarão submetidos às mesmas regras de publicidade que as previstas para os folhetos informativos de tarifas.

Na Espanha o Real Decreto 217/2008 prevê a possibilidade de utilizar contratos para as atividades ou operações que são prestadas a clientes minoritários¹⁰⁰. No ano 2010 foi publicada a Ordem EHA/1665/2010 em matéria de taxas e contratos¹⁰¹. Esta norma incluiu como medida de controle prévio pela CNMV dos contratos um controle a posteriori. Isto promoveu uma melhoria para as entidades. Atualmente não há necessidade de esperar a autorização do contrato para utilizar com seus clientes. A sua aplicação é direta e suficiente sua publicidade do contrato. Isto não impede que a CNMV possa em qualquer momento requerer sua retificação ou cessação. Também, a norma exige a utilização de um contrato para prestar os serviços de gestão de carteiras, custódia e administração de instrumentos financeiros e outros serviços que possam estimar conveniente sua normalização. A CNMV determina a necessidade de um contrato. De forma geral, os clientes podem assinar um contrato de abertura de conta, depósito e administração de valores por conta da prestação de serviços de comercialização ou venda de produtos financeiros. O conteúdo do contrato deve ser o seguinte:

- a) As partes obrigadas. Na identificação da entidade que presta o serviço deverão ser incluídos os registros públicos em que consta inscrita e seus órgãos supervisores, com os dados necessários para uma correta identificação que permita sua comprovação e em particular, daquele encarregado da supervisão da atividade objeto do contrato e o país em que esteja radicado. Também, será identificado claramente ele ou os assinantes do contrato em nome da entidade e dos poderes em virtude dos que atuam. Além disso, deverá destacar o idioma e o meio, forma e procedimento em que as partes realizarão as comunicações entre eles e especificamente para formular as reclamações à entidade e para comunicar eventual rescisão unilateral do contrato.
- b) O conjunto de obrigações em que se comprometam as partes. Em particular serão necessárias claramente as obrigações da entidade, delimitando seu conteúdo específico.
- c) A informação que a entidade deve dispor e remeter aos clientes, sua periodicidade e forma de transmitir.
- d) Quando o serviço inclui sobre os incentivos, descrição do procedimento para

100. Porém, a Diretiva MiFID não reconhece expressamente a obrigatoriedade de utilizar contratos, mas estabelece uma série de normas ou questões que devem ser objeto de concretização posterior entre as partes. O objetivo é que os acordos entre as partes seja possível à adaptação de forma precisa e adequada no âmbito dos direitos e obrigações do serviço a ser prestado, e que o cliente conte com toda a informação prévia que seja relevante para tomar sua decisão de contratar e, na medida do possível, realizar comparações entre fornecedores de serviços.

101. Desenvolvida pela Circular 7/2011, de 12 de novembro, do folheto informativo da CNMV de tarifas e conteúdo dos contratos

revelar ao cliente sobre sua existência, natureza e quantia ou cálculo de previsão, assim como a forma em que o cliente pode solicitar informação mais detalhada.

- e) Os conceitos, periodicidade e valores da retribuição, quando sejam menores que os estabelecidos no folheto informativo de tarifas. Caso contrário será entregue o folheto como recebido pelo cliente com data e assinatura. Será estabelecida a obrigação de informar com antecedência ao cliente da modificação da correção dos valores das comissões e despesas aplicáveis ao serviço prestado e que tenham sido previamente acordados com o cliente.
- f) As cláusulas específicas referentes à modificação e rescisão pelas partes.
- g) Identificação do sistema de garantia de depósitos ou investimentos, destacando aqueles a que esteja aderida a entidade e especificação da forma de obter informação adicional sobre o sistema.
- h) O procedimento para a atualização da informação do cliente sobre seus conhecimentos, situação financeira e objetivos de investimento para melhorar a prestação do serviço por parte da entidade no decorrer dos trabalhos.
- i) Mencionar a existência de um departamento de atendimento ao cliente aonde irá se dirigir quando apresentar as queixas ou reclamações com caráter prévio à CNMV.

Referente à aplicação, se devem incluir nos contratos as questões relacionadas com a segurança dos instrumentos financeiros e fundos, a utilização dos instrumentos financeiros dos clientes e a disponibilidade de valores e fundos de clientes.

Os contratos devem atender em sua redação o que está previsto no Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de novembro, o qual aprova o texto revisado da Lei Geral para a Defesa dos Consumidores e Usuários e outras leis complementares, assim como as normas de conduta e requisitos de informação estabelecidos na normativa dos mercados de valores e outras normas que resulta da aplicação, tais como prevenção de lavagem de dinheiro ou capitais, comercialização a distância de serviços financeiros destinados a consumidores e similares.

Também merece destacar a contratação via eletrônica. Referente às normativas da comercialização a distância de serviços financeiros destinados aos consumidores. Na Espanha o disposto na Lei 22/2007, de 11 de julho, foi aplicado aos contratos de serviços financeiros prestados pelas entidades de crédito, empresas de serviços de investimentos, entidades gestoras de instituições de investimento coletivo, entidades seguradoras e quaisquer outras que prestam serviços financeiros. Entende-se que o contrato se celebra à distância quando, para sua negociação e celebração se utiliza exclusivamente uma técnica de comunicação à distância sem a presença física e simultânea do fornecedor e do consumidor, que consistem na utilização de meios tele-

máticos, eletrônicos, telefones, fax ou outros similares. Na comercialização à distância de serviços financeiros devem constar as ofertas e a celebração dos contratos em um suporte duradouro, ou seja, todo instrumento que permita ao consumidor armazenar a informação dirigida pessoalmente a ele, de modo que possa recuperar facilmente durante um período de tempo adequado com o fim de que a informação seja destinada, e que permita a reprodução sem alteração da informação armazenada. A norma também dispõe que o fornecedor do serviço financeiro deve prover ao consumidor, com tempo suficiente e antes que este assuma qualquer obrigação derivada da oferta ou do contrato a distância, ao menos, e entre outra, a seguinte informação referente ao serviço financeiro:

- a) uma descrição das principais características do serviço financeiro;
- b) o preço total que deve pagar o consumidor ao fornecedor do serviço financeiro, com inclusão de todas as comissões, encargos e despesas, assim como todos os impostos pagos através do fornecedor ou, quando não é possível indicar um preço exato, a base de cálculo que permita ao consumidor/investidor comprovar o valor;
- c) Uma advertência que indique que o serviço financeiro está relacionado com instrumentos que implicam riscos especiais, tais como a escassez ou liquidez nula. A possibilidade de não se reembolsar integralmente os fundos depositados ou de que o preço do serviço incida para um aumento de forma significativa, e derivem de suas características específicas ou das operações que serão realizadas ou cujo valor depende de flutuações em mercados financeiros fora do controle do fornecedor, e cujos resultados históricos não sejam indicadores de resultados futuros;
- d) a indicação de que haveria possibilidade de existir outros impostos ou despesas que não sejam pagas através do fornecedor ou que não seja faturado por ele mesmo;
- e) toda limitação do período durante o qual a informação fornecida seja válida;
- f) as modalidades de pagamento e o mecanismo;
- g) qualquer despesa complementar específica para o consumidor inerente à utilização da técnica de comunicação à distância, em caso de repercutir nesse custo;
- h) No caso do planejamento de aposentadoria, será informado ao consumidor que os valores aportados e a poupança gerada se destinarão exclusivamente a cobrir as situações previstas no contrato e não poderão ser resgatados para outro fim distinto do que foi proposto e contemplado nas condições contratuais, tudo deve estar de acordo com o previsto na normativa aplicável.

O artigo 3 do RD 217/2008, sobre regime jurídico das empresas de serviços de investimento, estabelece que o fornecimento de informação por meio de comunicações ele-

trônicas será considerado apropriado se existir provas de que o cliente acessa regularmente a Internet. Constitui uma prova válida da comunicação por parte do cliente, um endereço de correio eletrônico para desenvolver sua atividade com a entidade que presta serviços de investimento.

1.5. Informação pré e pós-contratual

Um dos principais objetivos dos supervisores é o fornecimento de informações confiáveis e verdadeiras aos investidores. Estas informações irão proporcionar o entendimento das características do produto que o intermediário oferece ou do serviço de investimento que irá contratar o cliente. Nesse sentido, toda a informação pré-contratual entregue aos clientes, prospectos, folhetos, folder informativos de produtos, etc., deve ser útil para adotar decisões de investimento em linguagem de fácil compreensão. Assim, com a informação fornecida pelo intermediário, o investidor estará ciente do que está comprando, quais são os riscos, em qual custos incide e quais são os possíveis conflitos de interesses associados à intervenção do intermediário na operação.

Por esta razão, em toda regulação sobre comercialização de produtos e serviços financeiros, se deve levar em conta duas questões de grande relevância:

- **O conteúdo e formato das informações obrigatórias que devem ser entregues aos clientes**

O conteúdo dos prospectos e folhetos deve incluir toda a informação necessária para que o investidor possa julgar de forma precisa o produto ou serviço que irá contratar, seus riscos e características. Porém, se deve levar em conta que no ato de incorporar informação excessiva ou muito extensa, pode não contribuir para que o produto seja bem esclarecido.

Referente aos formatos, devem ser simples, atrativos para ser lidos e compreensão de forma rápida pelo investidor.

- **A redação e a linguagem utilizada nas informações obrigatórias que devem ser entregues aos clientes**

Na redação das informações não deverão ser indicados os benefícios se não se indicam também os riscos, nem minimizar as advertências e, conseqüentemente, não incluir comparações mal justificadas.

A linguagem utilizada deve ser apropriada para que seu destinatário (o tipo de investidor dirigido o produto) possa compreender. Os intermediários deverão buscar o equilíbrio entre o rigor técnico necessário e a forma de expressão para que seja entendido pelos clientes minoritários.

Em geral, em todas as legislações analisadas neste trabalho, tratando-se de informação preceptiva, prevalece o princípio de entrega obrigatória em suporte duradouro, frente a uma mera postagem à disposição do cliente ou investidor. Assim, antes de formalizar a relação com o cliente ou de prestar o serviço, as empresas devem fornecer informação completa sobre a própria empresa e sobre os instrumentos financeiros que serão objeto do referido serviço, em particular, sobre os riscos que envolvem, os mecanismos de custódia e segurança, as despesas associadas ao serviço e, também, notificar ao cliente com a suficiente antecipação qualquer mudança importante na informação fornecida.

No Panamá, a Superintendência do Mercado de Valores deve autorizar previamente os formatos a utilizar os produtos a comercializar através do plano de negócios e mediante as inspeções que se realizam nos intermediários financeiros.

No Chile, o caso de especificação dos fundos mútuos, decorrente da entrada em vigor da Terceira Reforma ao Mercado de Capitais, os regulamentos internos e contratos de subscrição dos fundos devem ser depositados em um Registro especial mantido pelo órgão supervisor (a SVS), não requerendo sua aprovação prévia para oferecer tal instrumento. Nesse sentido, surgiu a necessidade de adequar a normativa da SVS sobre o particular, tornando mais específicas as instruções dos conteúdos mínimos que devem incluir os regulamentos internos e textos de contratos de fundos mútuos, além de estabelecer a obrigação às administradoras de entregar um folheto informativo e explicativo aos investidores no ponto de comercialização, o qual deve informar sobre os custos e rendimentos, riscos dos investimentos, tipo e perfil do investidor ao que está dirigido o fundo, e rendimentos mínimos e máximos obtidos no passado, entre outras informações.

Referentes às informações posteriores à contratação de um produto ou serviço, em geral, se caracterizam por um elevado nível de concretização¹⁰² em relação aos pe-

102. Na Bolívia, as Agências de Bolsa deverão remeter a seus clientes um histórico de sua conta que contemple, pelo menos, a seguinte informação: a composição detalhada de sua carteira; as comissões cobradas no mês em termos monetários e percentuais referente à carteira bruta média diária do mês, para clientes cuja carteira encontra-se administrada pela Agência de Bolsa; se corresponde as despesas do mês dos encargos ao cliente no valor em moeda. Também se deverá mencionar o efeito percentual das despesas computadas com respeito à caderneta da carteira bruta média diária do mês para clientes cuja caderneta de carteira se encontre administrada pela Agência de Bolsa; os impostos retidos na fonte ao cliente durante o mês e seu efeito percentual na taxa de rendimento; a taxa de rendimento médio ponderada gerada para o último dia de cada mês e obtida cumprindo com a Norma de Valorização vigente; constante no histórico da conta mensal correspondente ao mês de dezembro, deverá incluir

didados executados sobre qualquer tipo de produto.

1.6. Regime de responsabilidades

Ao longo deste capítulo foram colocadas quais são as obrigações e deveres, tanto dos órgãos encarregados da supervisão dos mercados financeiros como dos intervenientes que atuam neles, é conveniente incidir nas responsabilidades que competem a cada um deles, incluindo o próprio investidor.

- **Responsabilidade dos intermediários e seus agentes**

De forma resumida, podemos mencionar que, entre as responsabilidades dos intermediários, encontram-se as seguintes:

- A responsabilidade de conhecer o perfil de seus clientes e cumprir os padrões internacionais de comercialização (transparência, informações corretas e verdadeiras, etc.).
- A responsabilidade de atuar no melhor interesse do cliente.
- A responsabilidade de contar com uma estrutura organizacional adequada e mecanismos de controle interno, de riscos e de cumprimento, de tal forma a garantir o cumprimento de decisões, procedimentos e funções, assim como as obrigações das normas.

A respeito do primeiro ponto, como já mencionado em outras seções deste trabalho, a informação é a pedra angular em todas as regulações analisadas, e obriga os intermediários a transmitir a seus clientes aquela informação necessária e oportuna. Assim, estas informações contribuem no momento de julgar razoavelmente e com fundamentos para as tomadas de decisões de investimentos. Além disso, leva à formação de juízos fundados e razoáveis para a tomada de suas decisões de investimentos ou de desinvestimentos.

Porém, se deve enfatizar que o intermediário financeiro não responde se a evolução do mercado for negativa ou se o cliente não obtém a rentabilidade esperada, ou se sofre perdas relevantes do capital investido. Sempre e quando estas situações não desprendem da informação apresentada pela entidade no momento da contratação do produto.

Portanto, a responsabilidade das entidades em matéria de transparência informativa se libera por incorrer em:

uma tabela estatística de resumo do comportamento dos investimentos durante a gestão concluída..

– **Falha na informação proporcionada ao cliente/investidor sobre as características e riscos do produto**

A falha da informação proporcionada ao cliente/investidor, a responsabilidade pode surgir tanto por oferecer condições que não correspondem à realidade do produto, por omitir condições relevantes que talvez leve a induzir que o cliente desista de sua contratação. Não devemos esquecer que o rigor informativo na comercialização de produtos deve ser máximo quando apresentam altos níveis de riscos e complexidade em suas características de condições. Portanto, seria recomendável que as entidades adotassem quantas medidas sejam necessárias para garantir que o cliente compreenda o conceito de risco associado ao investimento, assim como a relação entre o risco e o rendimento dos investimentos.

– **Defeitos na elaboração do perfil do investidor**

As entidades devem garantir que o cliente facilite toda a informação sobre seus conhecimentos e experiência no âmbito do investimento correspondente ao tipo especificado do produto ou serviço oferecido ou solicitado e, com base nessa informação, determinar o perfil do investidor.

Quanto à responsabilidade de contar com estruturas organizacionais adequadas, os intermediários devem organizar-se e controlar seus meios de forma responsável, adotando as medidas necessárias e empregando os recursos adequados para realizar sua atividade eficientemente.

Neste sentido, deverão contar com sistemas de informação ao pessoal da rede comercial e medidas de controle interno para que a relação com a clientela não apresente confusões nem ambiguidades, e o investidor tenha claro qual é o serviço prestado, que tipo de produto é oferecido, e qual é o papel da entidade (atua como um mero intermediário/distribuidor, ou como um assessor).

No caso do intermediário delegar certas atividades em outra empresa ou agente, deverá avaliar o cumprimento permanente do agente, atuar para resolver as incidências e controlar os riscos que se derivam da atuação da empresa em que está sendo delegada sua atividade comercializadora. A externalização de atividades ou serviços não deve supor uma delegação de responsabilidades, nem deve afetar a relação da entidade com seus clientes, nem o cumprimento das condições de acesso e exercício da atividade.

Também cabe mencionar, no caso da União Europeia, que a atual revisão da MiFID propõe introduzir um princípio de responsabilidade civil aplicáveis a todas as empresas que prestam serviços de investimento, evitando desta forma tratamentos não homogêneos aos investidores em função da legislação civil de cada Estado membro.

As áreas que cobririam este princípio são: obrigações de informação, obrigação de realizar teste de idoneidade e conveniência, requisitos de informação sobre instrumentos financeiros ou dos fundos de clientes, melhor execução e gestão de pedidos de clientes.

- **Responsabilidade do cliente**

Os investidores devem receber a informação legalmente exigida na comercialização de produtos financeiros, em caso de não entender estas informações (prospecto, folhetos informativos, etc.) deverão solicitar ao intermediário as explicações quantas vezes forem e considerem necessárias para esclarecer suas dúvidas e respaldar-se da correta compreensão, abrangência e conteúdo do produto antes da contratação. Ou seja, na hora de contratar um produto ou serviço de investimento, o cliente deve estar ciente do que vai assinar e nunca oficializar sem ter lido as condições do serviço ou produto financeiro.

Neste sentido, é responsabilidade dos investidores exigir aos intermediários uma informação clara e precisa e exercer assim um papel ativo, isto é, devem perguntar e se informar previamente antes de contratar qualquer produto ou serviço financeiro.

Portanto, no exercício de seus direitos e deveres, mencionamos a seguir os três passos que qualquer cliente/investidor deveria seguir:

- Ter certeza de que o intermediário seja de uma entidade devidamente autorizada pelo órgão supervisor.
- Solicitar informação por escrito do produto ou serviço, onde constem todas suas características, custos, riscos, entre outros, e guardá-las.
- Deverá proporcionar a informação necessária ao intermediário para que conheça seu perfil.

Finalmente, é importante que o cliente/investidor conheça e exija seus direitos, assim como suas obrigações.

- **Responsabilidade do regulador e/ou supervisor**

É responsabilidade dos órgãos reguladores, o estabelecimento de uma regulação que eleve a competência nos mercados com o objetivo de proteger os investidores, exigindo dos intermediários normas de conduta ou atuação e verificação do cumprimento das mesmas. Portanto, é obrigação destas instituições emitir normas que incluam e incentivem as melhores práticas de comercialização e que impulsionem a transparência da informação de acordo com os padrões internacionais, e levando em conta os custos e benefícios que supõe o estabelecimento de novas

obrigações para os intermediários.

A regulação da comercialização dos produtos financeiros deveria, em termos práticos, ser corretamente verificada, controlada e sancionada. De nada serve estabelecer normas se os supervisores não podem verificar seu cumprimento por implicar um seguimento de extrema complexidade. Além disso, como responsáveis pela defesa dos investidores e, especialmente, no caso dos investidores não profissionais, devem tomar medidas que permitam implementar serviços eficientes de reclamações.

Por outro lado, vale ressaltar que, dentro das atribuições que na maioria dos casos se estabelecem por Lei, os órgãos supervisores da região estão obrigados a realizar atuações tendentes a promover o desenvolvimento dos mercados e, neste contexto, o trabalho de difusão de conhecimentos e a formação financeira dos consumidores se converte em um objetivo comum, não somente dos Governos nacionais, mas também dos reguladores e supervisores. Tal e como será desenvolvido no capítulo 4 deste trabalho, os planos de melhoria de educação financeira contribuirão para que os cidadãos adotem decisões financeiras ajustadas a suas características pessoais e familiares, necessidades e expectativas, e, portanto, para uma melhor gestão dos riscos e uma maior estabilidade do sistema financeiro.

2. DESAFIOS QUE DEVE ENFRENTAR O SUPERVISOR PERANTE NOVOS PRODUTOS E A GLOBALIZAÇÃO DE MERCADOS

Durante os últimos anos foi produzido em todo o mundo um aumento do risco de vendas inadequadas de produtos financeiros, circunstância que têm sido destacadas tanto pelo IOSCO como por outros fóruns internacionais de regulação financeira. Em particular, o Joint Fórum, que agrupa três órgãos internacionais de supervisores financeiros setoriais (IOSCO, o Conselho de Supervisão Bancária de Basilea e a Associação Internacional de Supervisores de Seguros), publicou em 2008 um documento no qual se identificava diversos fatores que têm favorecido um aumento do citado risco. Entre outros se destacavam os seguintes:

- Imperativos sociais e econômicos: os investidores foram obrigados a assumir uma maior responsabilidade financeira, já que tem diminuído sua confiança nos sistemas de retirada do Estado ou da própria empresa.
- A mudança nas condições do mercado: a existência de tipos de rendimentos relativamente baixos tem sido um fator que, por um lado, tem contribuído para

incrementar o alavancamento dos investimentos e, por outro lado, para acrescentar a complexidade dos produtos financeiros, todos com o objetivo de buscar maiores rendimentos. A maior complexidade dos produtos financeiros tem favorecido que os investidores minoritários nem sempre estejam plenamente cientes dos riscos inerentes a seus investimentos¹⁰³.

- A inovação financeira tem aumentado o leque de produtos oferecidos em diferentes âmbitos (seguros, produtos bancários e instrumentos de investimentos). Em algumas circunstâncias, produtos de características similares de riscos foram vendidos a clientes minoritários nos três setores.
- O incremento da competência entre as entidades financeiras que vendem produtos de investimentos a clientes minoritários.
- O aumento da venda transfronteiriça de produtos financeiros e serviços durante os últimos 20 anos.

Os fatores que destaca o Joint Fórum permite explicar uma parte do aumento da demanda e a oferta de produtos financeiros dirigidos aos investidores minoritários, assim como sua crescente complexidade. De acordo com este diagnóstico, as medidas destinadas a reforçar a proteção do investidor adquirem uma relevância prioritária.

Porém, estes fatores podem resultar insuficientes na hora de explicar o aumento do risco de vendas inadequadas. Em particular, convém destacar que a formação dos investidores em matéria financeira continua sendo, em geral, escassa, o que a torna especialmente vulnerável em presença de práticas comerciais inadequadas e incrementa a probabilidade de que adotem decisões inconvenientes.

Por isso a necessidade do supervisor de controlar vários tipos de atuações prioritárias:

1. Avançar no desenvolvimento normativo no âmbito da proteção ao investidor

Também não se deveria esperar que a regulação eliminasse o risco de não cumprimento das normas aplicáveis, mas deve garantir uma gestão adequada para o risco. É necessário que a regulação garanta a difusão da informação aos clientes de uma forma específica quando os produtos impliquem um risco, e as mudanças normativas devem ajustar-se neste sentido.

Sendo que os produtos complexos incorporam, de forma geral, maior risco e maior

103. Como alternativa aos depósitos bancários, na Espanha se comercializa as notas promissórias de empresas entre o público habitual. Perante esta situação, a CNMV, com seu objetivo de reforçar a proteção dos investidores minoritários, decidiu atualizar os critérios aplicados em relação ao sistema operacional do mercado de notas promissórias e do conteúdo do folheto informativo para ampliar a transparência e a informação em sua comercialização. Ver Guia para a verificação de programas de notas promissórias e da informação facilitadora pelas entidades alocadoras e depositárias a seus clientes em http://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/guia_pagares.pdf

dificuldade de entendimento para o investidor minoritário, são recomendáveis reforçar a supervisão da comercialização dos produtos, assim como o tipo de cliente a que são direcionados¹⁰⁴.

2. Impulsionar melhorias no âmbito da educação financeira

Um baixo nível educacional geral e de conhecimentos financeiros de investimentos pode constituir uma barreira para que os investidores entendam corretamente as características de determinados produtos financeiros, embora os fornecedores de serviços de investimentos cumpram com as respectivas normas sobre informação ao cliente.

Vários trabalhos internacionais mostram que, em geral, os consumidores têm uma cultura financeira insuficiente. Cientes deste problema, a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), o Fundo Monetário Internacional, IOSCO e a Comissão Europeia, entre outros órgãos internacionais, têm recomendado a seus membros promover programas de formação financeira dirigidos a toda a população ou a segmentos específicos da mesma¹⁰⁵.

3. Aprofundar a cooperação internacional, tanto do ponto de vista da troca de informação como da supervisão

A universalização do mercado traz consigo uma interdependência crescente entre os reguladores, pelo que devem existir vínculos fortes e efetivos. A IOSCO, em seu documento de "Objetivos e princípios para a regulação dos mercados de valores" reúne os seguintes princípios de cooperação na regulação:

- O regulador terá autoridade para compartilhar informação tanto pública como não pública com homólogos nacionais e estrangeiros.
- Os reguladores estabelecerão mecanismos para compartilhar a informação, que determinam quando e como compartilharão referida informação, tanto

104. Em janeiro de 2013 a IOSCO publicou o informe final sobre os requisitos de idoneidade para a distribuição de produtos financeiros complexos. Este informe apresenta nove princípios que abrangem as seguintes áreas relacionadas com a distribuição dos produtos financeiros complexos pelos intermediários:

- Classificação dos clientes
- Obrigações gerais, independentemente da classificação dos clientes
- Requisitos de divulgação
- Proteção dos clientes em serviços não assessorados
- Adequação para os serviços de assessorias (incluindo a gestão de carteira)
- Função de cumprimento e as políticas internas e procedimentos de idoneidade
- Incentivos
- *Enforcement*

O documento pode ser consultado em :<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD400.pdf>

105. No capítulo 4 deste Estudo serão tratados os diferentes programas de educação financeira implementados pelos países participantes neste estudo.

- pública como não pública, com seus homólogos nacionais e estrangeiros
- O sistema regulador permitirá que se preste assistência a reguladores estrangeiros que devem realizar pesquisas no desempenho de suas funções e no exercício de seus poderes.

Portanto, devem implementar mecanismos de cooperação em escala internacional para facilitar a detecção e prevenção de má conduta transfronteiriça e para prestar assistência no cumprimento das responsabilidades de autorização e supervisão.

Como mecanismos de cooperação internacional encontram-se os acordos bilaterais (MOU) e multilaterais (MOU de IOSCO)¹⁰⁶.

Os acordos bilaterais, sejam formais ou informais, deverão ter várias características básicas:

- Identificação das circunstâncias em que se pode solicitar assistência.
- Identificação dos tipos de informação e assistência que se pode proporcionar
- Proteção para a confidencialidade da informação compartilhada.
- Uma descrição dos usos permitidos da informação.

O desenho destes mecanismos para compartilhar a informação deve levar em consideração os seguintes fatores:

- Que autoridade do mercado ou que regulador tem acesso e pode proporcionar informação e assistência.
- Como se pode ter o acesso segundo a lei aplicável.
- As restrições de confidencialidade e uso segundo a lei aplicável.
- A forma e o momento da assistência ou da troca de informação.
- A aplicabilidade de outros acordos, incluindo acordos bilaterais entre as autoridades para compartilhar informação de investigação e financeira.

106. Em 2002 o IOSCO aprovou um memorando multilateral de entendimento para facilitar a cooperação transfronteiriça e a troca de informação entre a comunidade internacional dos reguladores de valores. Atualmente são signatárias do MOU de IOSCO as seguintes jurisdições participantes neste Estudo: Brasil, Colômbia, El Salvador, Espanha, México, Peru, e Uruguai.