



RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 15/11 – Processo CVM nº RJ-2011-1898

Objeto: Minuta de Instrução que dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos e serviços ao perfil do cliente (**suitability**).

1. Introdução

O presente relatório é resultado da Audiência Pública SDM nº 15/11, que recebeu comentários do público entre os dias 13 de dezembro de 2011 e 13 de março de 2012. A referida audiência propôs a edição de Instrução que dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos e serviços ao perfil do cliente.

Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório é dividido da seguinte forma: (i) introdução; (ii) participantes; (iii) comentários à Minuta; e (iv) proposta definitiva de instrução.

Este relatório foi desenvolvido pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, com o objetivo de apresentar ao Colegiado da CVM as sugestões recebidas na Audiência Pública nº 15/2011. Seu conteúdo reflete a opinião e as interpretações de tal Superintendência e não necessariamente as da CVM. Este relatório não é aprovado pelo Colegiado ou por outras Superintendências da CVM.

2. Participantes

- i. ABBI - Associação Brasileira de Bancos Internacionais;
- ii. ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais;
- iii. ANCORD - Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias;
- iv. APIMEC - Associação Nacional dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais;
- v. BM&FBovespa S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo;



- vi. BNB - Banco do Nordeste do Brasil;
- vii. BSM - BM&FBOVESPA Supervisão de Mercado;
- viii. Cetip S.A. - Balcão Organizado de Ativos e Derivativos;
- ix. CFA Society of Brazil; e
- x. Vaz, Barreto, Shingaki & Oioli Advogados.

3. Comentários à Minuta

3.1. Abrangência (art. 1º)

ABBI, ANBIMA e APIMEC sugeriram excluir o analista de valores mobiliários do escopo das regras estabelecidas na Instrução.

A ABBI considerou que tal exclusão se deve em razão da natureza do serviço prestado pelos analistas, não sendo destinados a clientes específicos, mas sim à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros.

A ANBIMA argumentou que os analistas não exercem qualquer atividade de distribuição de valores mobiliários e tampouco de consultoria de valores mobiliários com a finalidade de investimento por parte de um cliente. Sua atividade baseia-se exclusivamente na emissão de opiniões acerca de valores mobiliários ou de seus emissores. Assim, obrigar o analista a observar as regras de **suitability** seria reconhecer o exercício irregular da atividade de distribuição e de consultoria por parte desses profissionais.

Já a APIMEC defendeu que, como o analista não tem acesso ao perfil do cliente e demais condições, este não deve ser enquadrado na obrigatoriedade de verificação da adequação do cliente ao produto e serviço.

A sugestão foi acatada e está refletida na norma.

BM&FBovespa e BSM sugeriram substituir a palavra “produto” por “valores mobiliários”, a fim de evitar eventual associação à relação de consumo.



A CVM entende que a alteração não é necessária, nem conveniente, pois o contexto da norma não envolve qualquer discussão em torno da relação de consumo no âmbito do mercado de valores mobiliários.

Portanto, a redação original foi mantida.

A ABBI considerou que estão sujeitos aos termos da instrução apenas os produtos e serviços sujeitos à fiscalização da CVM, sendo que bancos e outros membros do sistema de distribuição estão autorizados a exercer outras atividades que não estão sujeitas às regras da CVM.

A CVM esclarece que o escopo da norma é limitado aos produtos e serviços sob sua competência.

A ANBIMA sugeriu que ficasse claro que a análise de **suitability** seja feita sobre o cliente titular da aplicação, não havendo qualquer tipo de análise em relação ao perfil de investimento do cotitular.

A sugestão é pertinente e foi inserido um novo parágrafo ao art. 1º para refletir o pleito do participante.

A ANBIMA sugeriu que o termo “perfil do cliente” fosse modificado para “perfil de investimento do cliente”.

A CVM entende que a expressão “perfil do cliente” é adequada aos objetivos da norma e usual no mercado, não tendo relevância prática a sua alteração.

Assim, a redação original foi mantida.

A ANCORD entendeu que os agentes autônomos de investimento, apesar de fazerem parte do sistema de distribuição, devem atuar em conformidade com as empresas que contratam seus serviços.

Dessa forma, sugeriu a inclusão de um parágrafo ao art. 1º explicando que os agentes autônomos “quando atuarem na condição de prepostos de instituição integrante do sistema de



distribuição, deverão atuar em conformidade com as regras e procedimentos da instituição contratante”.

É certo que o agente autônomo de investimento deve atuar em respeito às normas e procedimentos da instituição integrante do sistema de distribuição que o contratou.

No entanto, essa obrigatoriedade já está prevista na Instrução CVM n.º 497, de 3 de junho de 2011, que dispõe especificamente sobre a atividade de agente autônomo de investimento, não sendo oportuna qualquer orientação a esse respeito na Instrução.

Portanto, a sugestão não foi acatada.

BM&FBovespa e BSM sugeriram excluir a expressão “realizar operações”. A BM&FBovespa entendeu que deve ficar preservada a autonomia do cliente para dispor de seu patrimônio. A BSM considerou que as operações devem ser realizadas por ordem expressa do cliente, conforme dispõe a Instrução CVM n.º 505, de 27 de setembro de 2011.

O **caput** do art. 1º não tem a intenção de desincumbir seus destinatários de cumprir uma ordem do seu cliente, mas sim, em todo caso, verificar a adequação do produto ou serviço ao perfil do referido cliente, não podendo realizar operações antes de cumprir tal requisito.

A partir daí, vale esclarecer o teor do capítulo III, sobre vedações e obrigações.

O art. 5º trata diretamente da vedação imposta às pessoas referidas no art. 1º de recomendar produtos ou serviços ao cliente em determinadas situações.

Já o art. 6º traz o procedimento a ser seguido pelas pessoas referidas no art. 1º quando o cliente “ordenar a realização de operações”, mesmo fora do seu perfil. Como se nota, a preocupação dos participantes está prevista neste dispositivo.

Se for retirada a expressão “realizar operações” do art. 1º, o dever de análise de **suitability** estaria afastado naqueles casos em que o cliente comanda a operação (por qualquer meio), sem que haja recomendação. No entanto, não há isso que pressupõe a norma. Nesse caso, está preservada a autonomia do cliente para dispor do seu patrimônio, desde que ele seja alertado para a inadequação do produto ao seu perfil.



Pelas razões acima, a redação original foi mantida.

A Cetip sugeriu que seja estendido o dever de verificação a outros participantes do mercado que estejam expressamente autorizados pela CVM à prática de atividades de distribuição de valores mobiliários, como é o caso de bancos comerciais e da Caixa Econômica Federal.

O **caput** do art. 1º já prevê essa condição, uma vez que faz referência “às pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição” (mesma redação do art. 1º, I da Instrução CVM n.º 505, de 2011) e não apenas aos membros do sistema de distribuição, nos termos do art. 15, da Lei n.º 6.385, de 1976.

Conforme o edital de audiência pública: *“Também estariam alcançados pelo mesmo dever de verificação da adequação outros participantes do mercado que, ainda que não sejam integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, estejam expressamente autorizados pela CVM à prática de atividades de distribuição de valores mobiliários, como é o caso de bancos comerciais e da Caixa Econômica Federal”*.

A CFA Society sugeriu que a abrangência da norma se limitasse aos agentes que efetivamente realizem a distribuição de valores mobiliários, já que ao abranger as atividades de análise, consultoria e gestão de carteiras de valores mobiliários pode haver duplicidade de avaliações de **suitability** em face de um mesmo investidor.

A obrigatoriedade de verificar a adequação de produtos e serviços ao perfil do cliente, por parte de analistas, já foi tratada anteriormente.

Em relação àqueles que desempenham a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários, a sugestão foi considerada pertinente e está refletida na norma.

Já no que concerne à atividade de consultoria, por envolver a recomendação de produtos e serviços e havendo um relacionamento mais estreito com os clientes para fins de tal assessoramento, a CVM entende que se mantenha a redação original.

A CFA Society também sugeriu que a regra do art. 1º abranja, além dos agentes distribuidores, aqueles que recebam mandato diretamente do investidor para realizar operações no mercado de valores mobiliários, o mesmo se aplicando aos gestores nos casos de carteiras administradas e na organização de fundos de investimentos exclusivos.



A CVM entende que a manutenção da obrigatoriedade para distribuidores e consultores já abrange um grau suficiente de capilaridade da norma.

Desse modo, a sugestão não foi acatada.

A ANBIMA defendeu que seja considerado adequado o produto ou serviço com classificação igual ou mais conservadora àquela estabelecida para o perfil de investimento do cliente.

A recomendação de produtos ou serviços com classificação mais conservadora que o perfil do cliente pode ser ou não adequada ao cliente.

É decorrência lógica da sistemática de verificação da adequação de produtos ao perfil dos clientes que parcela do portfólio possa ser alocada em produtos de menor risco.

3.1.1 Incidência da instrução (art. 1º, § 1º) – Atual parágrafo único

ABBI e ANBIMA sugeriram a exclusão da necessidade de **suitability** no momento da oferta de produtos e serviços, sendo obrigatório somente no momento da venda.

A ANBIMA argumentou que a obrigatoriedade de **suitability** na oferta impossibilita até mesmo a divulgação dos produtos e serviços das instituições, pois podem ser considerados como ofertas direcionadas a clientes específicos.

A ABBI ressaltou que essa menção à oferta foi excluída ao longo da Minuta, e que a oferta de produtos ou serviços pode ocorrer de forma pública, que é amplamente regulada pela CVM e não estaria sujeita ao escopo da Instrução.

A CFA Society sugeriu a supressão do § 1º, pois as atividades abrangidas pela norma teriam sempre natureza específica, mediante contato individualizado com o investidor.

A CVM entende que pela amplitude e diversidade de significados do termo “oferta”, em especial nas normas do mercado de valores mobiliários, e tendo em vista a utilização mais comum na regulação de outros países do termo “recomendação”, a sugestão foi acatada parcialmente.



Assim, na norma será utilizado somente o termo “recomendação”, e não os termos “oferta” ou “venda”, o que já é suficiente para delimitar de forma mais clara o escopo da nova instrução.

São exemplos de exclusão de incidência da norma a disponibilização em página na rede mundial de computadores de produtos ou serviços, antes de o cliente inserir senha de acesso, e **folder** dos produtos ou serviços recomendados na agência. Logo, a disponibilização é permitida sem análise de **suitability** se não for direcionada a clientes específicos.

Desse modo, a CVM acredita ter atendido a preocupação dos participantes.

A ABBI propôs esclarecer no § 1º que o escopo das regras está delimitado às pessoas mencionadas no **caput**, que estão sujeitas à fiscalização da CVM.

A CVM entende que tal alteração é desnecessária, tendo em vista que o **caput** do art. 1º já estabelece os limites subjetivos de aplicação da norma.

A ANCORD solicitou que a CVM ratifique o entendimento de que “cliente específico” é a pessoa natural tratada de forma individualizada.

Vide comentário ao item 3.9.2 (página 24).

A ANBIMA entendeu que o dever de **suitability** é atividade relacionada à venda e/ou recomendação de valores mobiliários, só devendo ser cumprido no caso de administrador de carteiras quando atuar na venda das cotas de fundo de investimento de que seja administrador ou gestor.

Vide comentário ao item 3.1 (página 5).

3.1.2 Potenciais clientes (art. 1º, § 2º)

ABBI, ANBIMA, BM&FBovespa e BSM sugeriram a exclusão do § 2º.



A ABBI entendeu que apenas quando potenciais clientes se tornem efetivos clientes das instituições é que estão sujeitos a receber recomendações de produtos e serviços de forma específica.

A ANBIMA entendeu que todas as pessoas com recursos disponíveis para investimento são consideradas potenciais clientes das instituições. Abrangê-los significaria impedir as instituições de ampliar sua carteira de clientes, dado que estariam obrigadas a efetuar um procedimento sem nenhuma relação com eles.

Para a BM&FBovespa, é necessário que as pessoas a que se refere o **caput** possuam as informações mínimas dos seus clientes para que a verificação da adequação seja consistente, sendo a manutenção de “potenciais clientes” inócua.

A BSM acrescentou que não cabe falar em **suitability** para materiais promocionais ou recomendações não personalizadas.

Os comentários foram considerados pertinentes e a CVM acatou a sugestão dos participantes, suprimindo o § 2º do art. 1º da Minuta.

3.2. Verificação do perfil do cliente (art. 2º)

A BSM sugeriu a alteração do art. 2º de modo a restringir a aplicação dos requerimentos de adequação do perfil dos clientes ao exercício das atividades previstas na norma.

A abrangência da norma já está delimitada no **caput** do art. 1º, não sendo necessária ou conveniente a alteração da redação original do art. 2º.

A Cetip sugeriu que a expressão “verificar se” prevista no **caput** do artigo 2º seja substituída por “certificar se”, considerando sua maior abrangência.

A sugestão não foi acatada visto que o verbo “verificar” já atinge o objetivo da imposição de um dever às pessoas citadas no art. 1º.

A CFA Society sugeriu que a CVM previsse a possibilidade de que entidades autorizadas prestem tal serviço, as quais poderiam ser contratadas pelos agentes abrangidos pela norma.



A CVM entende que a proposta poderia levar a uma fragilização da responsabilidade das pessoas mencionadas no art. 1º, sem falar nas questões ligadas à guarda de informações protegidas por sigilo e eventuais custos adicionais decorrentes da supervisão desses prestadores de serviços.

Além disso, sendo imposto o dever de **suitability** às pessoas referidas no art. 1º, isso acaba por aperfeiçoar o relacionamento direto dessas pessoas com os seus clientes, que é uma das metas da norma, o que pode contribuir com o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro.

Em razão desses argumentos, a sugestão não foi aceita.

A ABBI propôs estabelecer um limite temporal, a ser incluído no **caput** do art. 2º e no inciso I, para o qual a instituição deve estar sujeita para a verificação dos requisitos apresentados. Assim, os elementos deveriam ser auferidos no momento da definição do perfil do cliente.

A CVM entende que não parece razoável limitar a esse momento, já que o dever de **suitability** existe antes da primeira operação com determinada categoria de valor mobiliário. A partir desse momento, a atualização do perfil será feita nos moldes da previsão do art. 8º.

Desse modo, a redação original foi mantida.

A ANBIMA sugeriu a supressão dos §§ 1º, 2º e 3º do art. 2º e a inclusão de um parágrafo único que deixe claro que as instituições utilizam como base as declarações dos clientes para a obtenção do objetivo, da situação financeira e do conhecimento do cliente. Para a classificação do perfil do investidor, cada instituição deveria adotar critérios próprios, sem a necessidade de a norma especificar requisitos mínimos.

Dessa forma, as instituições ficariam responsáveis por analisar e comprovar que as informações utilizadas para a classificação do perfil do investimento do cliente foram suficientes para verificar se o produto recomendado ou ofertado é adequado ao objetivo, à situação financeira e ao conhecimento do cliente.

A CFA Society sugeriu que os deveres descritos nos incisos do art. 2º, **caput**, sejam apresentados na forma de princípios, os quais norteariam o dever de verificação de **suitability**.



A CVM entende ser imprescindível a existência de critérios mínimos uniformes e objetivos para a avaliação da adequação de produtos e serviços ao perfil do cliente. Nada impede que o mercado, inclusive por meio da autorregulação, possa exigir um maior detalhamento de tais critérios.

Dessa forma, a sugestão não foi acatada.

A ANCORD entendeu mais apropriado utilizar expressões como “levar em consideração” e “obter informações” em vez de “verificar” e “analisar”.

Tais verificações e análises são úteis para se chegar à determinação do perfil. Ao utilizar os termos “levar em consideração” e “obter informações”, não se enfatiza tanto a necessidade de um perfil minucioso do cliente, induzindo a um menor rigor no detalhamento dessas informações e dando margem a uma discrepância maior nos critérios utilizados para determinar um retrato mais completo possível do perfil do cliente.

O termo “analisar” nos §§ 1º a 3º do art. 2º implica deveres que vão além da simples obtenção de tais informações, como a conveniência e a ponderação para a utilização desses dados na caracterização do perfil. Isso refletirá, inclusive, na classificação do cliente em categorias de perfil de risco previamente estabelecidas, conforme dispõe o art. 3º da norma.

Desse modo, a redação original foi mantida.

A ANCORD também sugeriu a criação de declaração do cliente quanto à veracidade das informações por ele prestadas, para que o intermediário tenha condições de verificar a adequação de produtos e serviços ao seu perfil, gerando uma maior responsabilidade do cliente quanto a essas informações.

Não há vedação ao uso de declaração nos documentos preenchidos ou entregues pelo cliente, mas sua obrigatoriedade prevista na norma não parece conveniente.

BSM e CFA Society tiveram um entendimento similar quanto à análise do patrimônio do cliente.

A BSM foi a favor da inclusão de um parágrafo para atender o conceito de **quantitative suitability**, pois uma série de recomendações podem ser excessivas e inadequadas para o cliente



quando tomadas em conjunto à luz do seu perfil. Já a CFA Society sugeriu a inclusão no **caput** do art. 2º de um princípio segundo o qual a verificação de **suitability** deve partir da análise do portfólio total do investidor.

A referência ao portfólio do cliente já está na norma, no art. 2º, § 2º, II. O conjunto das operações realizadas estará refletido no patrimônio do cliente, sendo que a análise da adequação deverá ser considerada no contexto do portfólio, à luz dos objetivos declarados pelo cliente.

O dever de **quantitative suitability** é uma decorrência da análise do valor e dos ativos que compõem o patrimônio do cliente. No entanto, é um dever que também busca coibir a frequência excessiva de operações por parte daqueles habilitados a atuar como integrantes do sistema de distribuição.

É necessário que o dever de análise do valor e dos ativos que compõem o patrimônio do cliente considere o conjunto ou série de recomendações feitas. A existência de orientação na norma tratando disso é uma preocupação da CVM, de modo que, para tornar mais claro o dever de **quantitative suitability** como forma de coibir a frequência excessiva de operações realizadas, será incluído um novo parágrafo ao art. 2º nesse sentido.

3.2.1 Objetivos de investimento (art. 2º, inciso I)

A ABBI propôs a exclusão do inciso III do art. 2º, § 1º, que se refere às finalidades do investimento, pois se trata de um critério de caráter essencialmente subjetivo. Além disso, já estaria plenamente atendido pelo disposto no inciso I do mesmo parágrafo, que trata do período em que o cliente deseja manter o investimento.

A CVM entende que “finalidades” e “período” são expressões com significado distinto, mas se referem a informações necessárias para a avaliação da adequação do produto ou serviço aos objetivos de investimento.

Em muitos casos, o período em que o cliente deseja manter o investimento pode coincidir com as finalidades do investimento, mas não são informações essencialmente idênticas, inclusive para o fim de classificação do perfil do cliente.

Para a mensuração da adequação do produto ou serviço aos objetivos de investimento do cliente, não basta analisar isoladamente as preferências declaradas do cliente quanto à assunção



de riscos, ou o período em que o cliente deseja manter o investimento, ou as finalidades do investimento.

Muitos clientes podem desconsiderar a existência ou magnitude desses riscos ao fazer essa autoanálise. As pessoas referidas no art. 1º, ao analisar tais informações, terão uma capacidade de discernimento melhor para verificar se o produto ou serviço é adequado aos objetivos de investimento do cliente.

Em certos casos, as declarações do cliente podem ser contraditórias. Cabe àquele a quem é imposto o dever de **suitability** dirimir tais controvérsias, até para saber se há certa insegurança do cliente em realizar qualquer investimento. Esse acúmulo de informações é fundamental para uma melhor análise do perfil do cliente.

Portanto, a redação original foi mantida.

3.2.2 Situação financeira (art. 2º, inciso II)

A ABBI sugeriu que o disposto no inciso II do **caput** se refira à situação financeira declarada pelo cliente, já que em diversas situações é verificada de acordo com informações prestadas pelo próprio cliente.

Geralmente essa será a situação verificada na prática. No entanto, se houver indícios que possam levar ao entendimento de que a situação financeira declarada pelo cliente não corresponde à realidade, as pessoas referidas no art. 1º não poderão se abster de verificar informações sobre a sua real situação financeira.

Desse modo, a CVM manteve a redação do inciso II do **caput**.

No entanto, a redação do inciso I do § 2º do art. 2º foi alterada, uma vez que parece excessivo exigir que as pessoas referidas no art. 1º verifiquem algo além do valor das receitas regulares que sejam declaradas pelo cliente.

Assim, a proposta foi parcialmente acatada.

A ABBI entendeu que a verificação da situação patrimonial do cliente deve ser conduzida da mesma maneira exigida pela Instrução CVM nº 301, de 16 de abril de 1999.



O regime da Instrução CVM nº 301, de 1999, tem finalidade diversa do exposto em relação ao dever de **suitability**. A Instrução CVM nº 301, de 1999, no que se refere à sugestão trazida pelo participante, trata do cadastro de clientes para os fins da Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998, referente aos crimes de “lavagem” ou ocultação de bens, direitos e valores. As informações requisitadas no cadastro foram estabelecidas de modo a auxiliar na identificação das ocorrências ilícitas de atividades suspeitas previstas pela Lei nº 9.613, de 1998.

Já no § 2º do art. 2º da Minuta, referente ao inciso II do **caput** do mesmo artigo, os incisos tratam de informações que devem auxiliar no estabelecimento do perfil do cliente. Pode-se afirmar que tais informações são parâmetros mínimos para a verificação da adequação do perfil do cliente a produtos ou serviços. Portanto, há um nível maior de detalhamento que é importante para o que a norma almeja.

Portanto, a sugestão não foi considerada pertinente.

3.2.3 Conhecimento para compreender os riscos (art. 2º, inciso III)

A Cetip questiona em relação ao inciso III do **caput** do art. 2º se não seria necessário prever a ocorrência de perdas parciais, totais ou a necessidade de aporte de investimento, quando do uso de estruturas que contemplam os derivativos.

Esse artigo faz referência especificamente ao estabelecimento do perfil do cliente. O detalhamento das características de certos produtos (e.g. que possam exigir aportes de capital) é tratado no art. 4º.

Portanto, a sugestão não foi aceita.

O Vaz Barreto sugeriu que no inciso III do **caput** a CVM exemplifique de forma não taxativa o meio pelo qual os participantes do mercado devem verificar se o cliente possui a experiência necessária para dimensionar os riscos que pretende assumir.

A CVM já indica no § 3º quais os requisitos mínimos a serem apreciados pelas pessoas referidas no art. 1º, sendo que os detalhes ficam a critério de cada instituição.

Desse modo, a redação original foi mantida.



A ABBI sugeriu que apenas a profissão do cliente seja informada, em linha com o disposto na Resolução CMN nº 2.025, de 24 de novembro de 1993.

Os requisitos exigidos no art. 2º não são meros dados cadastrais, mas devem ser úteis para estabelecer o perfil do cliente, de modo a possibilitar que as pessoas referidas no art. 1º cumpram seu dever de verificar a adequação de produtos e serviços ao cliente.

Desta forma, a redação original foi mantida.

BNB, ABBI e CFA Society sugeriram a supressão do inciso III do § 3º do art. 2º. BNB e ABBI entenderam que a formação acadêmica e a experiência profissional não são informações relevantes para se determinar a adequação dos produtos e serviços ao perfil do cliente. Para a CFA Society, é difícil a aferição do conhecimento por parte do cliente, a partir de sua formação acadêmica e experiência profissional.

A CVM entende que a análise do conjunto das informações previstas no art. 2º gera maior qualidade da determinação do perfil do cliente, não devendo as pessoas referidas no art. 1º se esquivar de analisar também aspectos que não sejam absolutamente objetivos.

Desta forma, a redação original foi mantida.

A ABBI sugeriu a exclusão da palavra “operações” do inciso I do art. 2º, §3º, por considerar que a regra é aplicável somente aos serviços e produtos relativos a valores mobiliários. Além disso, como o inciso III do **caput** do art. 2º só trata de “produtos e serviços”, e não de “operações”, a ideia era manter a coerência dos textos.

Vide resposta ao item 3.1 (páginas 4 e 5).

A ABBI propôs a exclusão da parte final do inciso II do § 3º do art. 2º, entendendo que as informações referentes ao volume e à frequência das operações realizadas já englobam informação sobre o período de sua realização.

A CVM não concorda com a afirmação, uma vez que pessoas com mesmo volume e frequência podem ter operado em períodos muito distintos.



Desse modo, a proposta não foi acatada.

3.3. Categorias de perfil de risco (art. 3º)

A BSM sugeriu a inclusão de parágrafo único, de modo a evitar tratamento diferente para um mesmo perfil no momento da recomendação e da oferta de produtos e serviços.

O tratamento uniforme de clientes com mesmo perfil é condição essencial da existência de categorias de perfil de risco. Logo, um dever das pessoas destinatárias da norma.

Portanto, a sugestão não foi atendida.

3.4. Dever de analisar e classificar as categorias de valores mobiliários (art. 4º) – Atual Capítulo III: Categorias de produtos

A ABBI entendeu ser apropriada a criação de um novo capítulo para tratar do perfil do produto.

A sugestão foi acatada e está refletida na norma.

A BM&FBovespa recomendou que as disposições dos arts. 3º e 4º constassem de um único artigo, uma vez que os dois dispositivos referem-se ao atendimento das disposições contidas no art. 2º.

Embora os arts. 3º e 4º estejam relacionados com o art. 2º, o art. 3º trata do dever de classificar o cliente em categorias de perfil de risco, e o art. 4º trata das categorias de valores mobiliários. Dessa forma, são enfoques diversos que se complementam.

Portanto, a disposição dos artigos foi mantida.

3.4.1 Parâmetros na classificação das categorias de valores mobiliários (art. 4º, parágrafo único)

A ABBI sugeriu a exclusão do parágrafo único do art. 4º, por entender que a análise quanto ao risco inerente ao valor mobiliário deve ser uma análise única e integral sobre os



riscos apresentados pelo valor mobiliário, podendo não depender somente de um dos elementos listados.

Os fatores elencados nos incisos são parâmetros mínimos a serem apreciados pelos destinatários da norma. Por esse motivo, a sugestão não foi aceita.

ANCORD e ANBIMA sugeriram a supressão do inciso V do parágrafo único do art. 4º.

A ANCORD entendeu que certos custos estão diretamente ligados aos volumes transacionados, o histórico do cliente na instituição e outros, não sendo definidos de maneira que alcance todas as situações em que determinada operação deve ser executada, já sendo as instituições obrigadas a divulgar a lista de tarifas cobradas, o que dá ao cliente acesso às informações sobre os custos incorridos.

A ANBIMA entendeu que a classificação das categorias de valores mobiliários está relacionada exclusivamente à verificação do grau de risco de cada valor mobiliário, não contemplando os custos, diretos ou indiretos, do investimento.

A sugestão foi considerada pertinente e o inciso não constará da versão definitiva da norma.

Como nem todos os produtos possuem os itens listados no parágrafo único do art. 4º, a ANBIMA sugeriu a seguinte redação: “Na análise e classificação das categorias de valores mobiliários devem ser considerados, no mínimo, quando aplicável: (...)”.

A alteração é desnecessária, tendo em vista estar disposto na norma que “devem ser considerados”. Assim, quando os itens listados no parágrafo único do art. 4º não existirem, pode se concluir que não é possível a sua consideração na análise e classificação das categorias de valores mobiliários.

Portanto, a redação original foi mantida.

A BM&FBovespa sugeriu que seja suprimido o inciso II do parágrafo único do art. 4º. A manutenção desse dispositivo poderia implicar em inconsistências na classificação realizada pelas pessoas mencionadas no **caput** do art. 1º.



A finalidade da sugestão não ficou clara, já que o perfil dos emissores e prestadores de serviços associados ao valor mobiliário com previsão no inciso II pode influenciar significativamente na classificação de certos valores mobiliários, e não foi identificada uma razão que motive a alteração.

Portanto, o inciso foi mantido.

A BSM sugeriu a alteração da redação do parágrafo único, com o propósito de deixar mais claros os requisitos para a análise e classificação dos valores mobiliários com ênfase na utilização de informações públicas na avaliação de perfil dos emissores e prestadores de serviços associados ao produto recomendado ou oferecido.

A CVM entende não ser necessária tal alteração, tendo em vista que os mesmos objetivos sugeridos já são atingidos por meio da redação atual.

Portanto, a redação original foi mantida.

3.5. Vedações às pessoas referidas no art. 1º (art. 5º)

A ABBI solicitou deixar claro que a vedação refere-se à recomendação do produto ou serviço a um cliente que não seja adequado ao seu perfil, isolando o comando principal da norma.

No caso de informações desatualizadas ou faltantes de um determinado cliente, a ABBI sugeriu inserir uma limitação de que, a este cliente, somente poderá recomendar investimentos que categorizem o menor risco atribuível a um cliente.

A ABBI sugeriu também separar em um parágrafo distinto a possibilidade de o cliente ordenar a realização de um tipo de operação envolvendo um produto ou serviço que não seja adequado ao seu perfil, ou ainda ordenar uma operação que não se enquadre na categoria mais conservadora, ainda que suas informações não estejam atualizadas, cabendo neste caso a obrigação da instituição de alertar o cliente sobre a inadequação e obter uma declaração expressa sobre a ciência do risco a ser incorrido. Com isso haveria a consolidação dos arts. 5º e 6º em um único artigo.



A CVM entende inadequada a possibilidade de realização de recomendação a clientes que tenham informações desatualizadas. Um dos objetivos da norma é uma maior familiaridade das pessoas referidas no art. 1º com as informações que compõem o perfil de seus clientes. Deve haver um estímulo à implementação do conceito de **know your client**, presente na regulação de outros países.

No que se refere à consolidação dos arts. 5º e 6º, não foi demonstrado o aparente ganho decorrente dessa iniciativa.

Desse modo, as sugestões não foram acatadas.

A BM&FBovespa sugeriu a exclusão dos incisos II e III do art. 5º em razão do que propõe para substituir o art. 6º da Minuta, entendendo que o dever de **suitability** não deverá ser aplicável na hipótese de o cliente expressamente manifestar a vontade de realizar determinada operação com valores mobiliários, mas apenas na hipótese de oferta e recomendação de valores mobiliários ou serviços pelas pessoas mencionadas no art. 1º.

A BSM sugeriu a exclusão dos incisos II e III, relativos à inexistência do perfil ou perfil desatualizado, tendo em vista a proposta de inserção do art. 7º, que visa criar o dever de informar ao investidor sobre (i) o seu perfil de risco; (ii) a classificação de cada um dos valores mobiliários oferecidos; e (iii) as operações de sua carteira que estão em desconformidade com o seu perfil. O dever de alerta passaria a ser a posteriori para não conflitar com a regra de **best execution**.

A CVM não concorda com a exclusão dos incisos. Em última análise, o que os participantes pretendem é que seja retirado o dever de alerta trazido no inciso I do art. 6º.

Por toda a sistemática trazida pela norma, principalmente quanto ao capítulo III, sobre vedações e obrigações, essas alterações se mostraram dispensáveis, conforme tratado adiante com as considerações a respeito do dever de alerta ao cliente, no item 3.6.1.

A BSM sugeriu a inclusão de artigo que indique expressamente que o perfil do cliente é condição obrigatória para início do relacionamento.

A sugestão foi parcialmente acatada, de modo a endereçar a preocupação do participante, por meio de mudanças no art. 6º.



Com as alterações, fica mais claro que, além dos casos de inadequação propriamente ditos do art. 5º, a ausência de perfil também gera o dever de alerta e a necessidade de obter a declaração expressa de ciência pelo cliente.

A BSM sugeriu a inclusão de parágrafo único com a previsão de período de transição para os casos de aquisição de clientes em bloco.

No momento da transferência do conjunto de clientes, o adquirente fará uso do **suitability** adotado pela instituição anterior. Não parece adequado que haja esse período de transição, permitindo que não seja necessário o cumprimento do dever de **suitability** em relação a esse conjunto de clientes.

Nesse caso, entre utilizar o **suitability** feito pela outra instituição e não fazer qualquer verificação para esses novos clientes, parece ser mais adequada a primeira opção. Com o tempo, a adquirente terá concluído a sua própria avaliação, substituindo a anterior.

Portanto, a sugestão não foi considerada pertinente.

3.6. Realização de operações nas situações vedadas pelo art. 5º (art. 6º)

A ANCORD propôs a adoção de uma declaração do cliente, em que assume a responsabilidade pela execução de ordens por ele emitidas, que estejam em desacordo com o perfil de risco definido pelo intermediário, entendendo que a mera declaração de ciência não é suficiente em caso de demanda judicial.

A sugestão não foi considerada conveniente, pois a declaração de ciência contida na norma já serve ao mesmo propósito da declaração proposta pelo participante, sendo mantida a redação original.

A Cetip questiona, em relação ao art. 6º, como abordar a hipótese do cliente operar diretamente pelo **Internet Banking**.

Os deveres contidos no art. 6º podem ser observados com o uso dos meios já disponíveis de realização de operações por meio da rede mundial de computadores, não cabendo esclarecimentos adicionais a respeito.



3.6.1 Dever de alerta ao cliente (art. 6º, inciso I)

A BM&FBovespa entendeu que o disposto no inciso I do art. 6º poderia levar o cliente a transferir a responsabilidade pelo controle de seus investimentos às pessoas indicadas no art. 1º.

A BSM sugeriu a exclusão desse artigo, entendendo que a existência da ordem expressa do cliente prescinde da necessidade de alerta, desde que haja a obrigatoriedade de monitoramento.

Ainda segundo a BSM, a obrigação prevista no art. 6º poderia gerar incentivo negativo aos clientes, na medida em que eles tenderiam a negligenciar seu dever de controlar seus investimentos na proteção de seus interesses.

O dever de alerta é uma proteção necessária para o investidor, estimulando-o a refletir melhor sobre suas escolhas. A lógica é a de que o cliente busque aprofundar seus conhecimentos a respeito do investimento quando inadequado.

Além disso, esse alerta seria uma forma de impor certos limites mesmo quando o cliente ordenar a realização de operações.

Essa abrangência da norma traz vantagens que se complementam e servem como contrapesos. O cliente tem a liberdade de fazer qualquer investimento que entenda pertinente, porém, ao ser alertado acerca da inadequação, tende a ser mais diligente em relação às suas escolhas.

3.6.2 Obtenção de declaração expressa (art. 6º, inciso II)

Vaz Barreto sugeriu que a CVM incluía a possibilidade de obtenção de declaração por meio digital com a utilização de assinatura eletrônica, bem como por meio de gravação de voz.

O texto normativo fala apenas em “declaração expressa”, sem limitar a uma declaração por escrito. As declarações por meio digital ou gravações de voz são suficientes para cumprir o dever.



A redação original foi mantida.

3.7 Regras, procedimentos e controles internos (art. 7º)

3.7.1 Desestímulo à recomendação de produtos de difícil compreensão pelo cliente (art. 7º, inciso II)

A ABBI sugeriu que seja excluída a disposição relativa à obrigatoriedade de adoção de políticas que desestimulem a recomendação de produtos de difícil compreensão pelo cliente em razão da estrutura ou dificuldade de atribuição de valor. Segundo a participante, a recomendação deste produto deve ser acompanhada das informações necessárias que assegurem ao cliente a correta tomada de decisão.

A ANBIMA sugeriu que o texto seja alterado para que as instituições fiquem obrigadas a ressaltar, na recomendação, os riscos inerentes à complexidade e à dificuldade de determinar o valor dos produtos mais complexos.

A BM&FBovespa entendeu que obrigar as instituições a manter políticas que desestimulem a recomendação de produtos mais complexos ou que possuam baixa liquidez não constitui a melhor maneira de lidar com a questão, sendo mais produtivo ao mercado que se criassem regras específicas relacionadas ao investimento em tais produtos.

A CFA Society sugeriu que não se imponha o desestímulo ao investimento por meio de valores mobiliários complexos, porém, sim, o dever de educar e informar o cliente quanto às especificidades de tais valores mobiliários, desaconselhando que se reduzam as possibilidades de investimento.

A CVM revisitou a redação do dispositivo e acredita ter atendido à preocupação dos participantes.

3.7.2 Indicação do diretor de compliance (art. 7º, inciso III)

A ABBI sugeriu que o diretor responsável pelo cumprimento das regras previstas na Minuta possa ser responsável pela mesma atividade em empresas ligadas, o que facilitaria a estrutura de conglomerados e resultaria em menor custo de operação.



Não há previsão na norma que impeça o diretor responsável pelos controle internos de exercer esse papel em mais de uma instituição do conglomerado, não sendo necessária alteração da redação do dispositivo.

3.7.3 Relatório do diretor de compliance (art. 7º, § 2º)

A ABBI sugeriu a exclusão do § 2º do art. 7º por entender que a verificação do cumprimento das regras estabelecidas pela Instrução compete a cada companhia de acordo com as regras de governança que entenderem ser mais apropriadas, constituindo uma burocracia desnecessária para as instituições a elaboração e aprovação de um relatório pelos órgãos de administração.

Trata-se de regime análogo ao da Instrução CVM n.º 505, de 2011, atualmente em vigor, estabelecendo critérios mínimos uniformes de atuação do **compliance**, facilitando inclusive eventual supervisão e fiscalização do órgão regulador.

Nada impede que conste de um único relatório os dados solicitados pelo § 2º do art. 7º e pela Instrução CVM n.º 505, de 2011, no seu § 5º do art. 4º.

Desse modo, a redação original foi mantida.

3.8. Atualizações (art. 8º)

3.8.1 Atualização das informações relativas ao perfil do cliente (art. 8º, inciso I)

A CFA Society sugeriu que, caso haja recusa expressa do investidor em atualizar as informações, tal recusa não irá configurar descumprimento da norma por parte dos agentes a ela submetidos.

A sugestão é pertinente e a redação do inciso I foi alterada para: “diligenciar para atualizar”.

Havendo a recusa do cliente em atualizar as informações relativas ao seu perfil, as pessoas referidas no art. 1º devem observar a vedação do inciso III do art. 5º e as obrigações impostas pelo art. 6º.



Não há que se falar em descumprimento da norma pelas pessoas referidas no art. 1º em caso de recusa do cliente em realizar a atualização. Com a alteração, a norma fica mais clara nesse ponto.

3.8.2 Nova análise e classificação das categorias de valores mobiliários (art. 8º, inciso II)

A ABBI sugeriu alterar a periodicidade da obrigação de realização de nova análise e classificação dos valores mobiliários para 24 meses, que é a mesma da renovação dos cadastros dos clientes e da classificação dos clientes em perfil de risco. Isso facilitaria os procedimentos adotados, sendo que toda a análise envolvendo a adequação do perfil do cliente se daria em um mesmo período.

A CFA Society sugeriu que tal reclassificação ocorra “se necessário”, já que as classes de ativos ou categorias de valores mobiliários devem espelhar relações de risco x retorno razoavelmente perenes que façam sentido. Caso novas categorias de valores mobiliários passem a ser ofertadas pelo agente, a reclassificação se fará obrigatória.

A redação foi alterada para possibilitar a atualização das categorias de valores mobiliários a cada 24 meses.

3.9. Dispensa do dever de suitability (art. 9º)

3.9.1 Não aplicação a investidores não residentes (art. 9º)

ABBI, ANBIMA e ANCORD sugeriram que sejam excluídos os investidores não residentes.

A ABBI entendeu que esses investidores estão sujeitos a regras específicas editadas pela CVM que dispensam tratamento diferenciado como, por exemplo, o cadastro simplificado previsto na Instrução CVM nº 505, de 2011.

A ANBIMA citou a possibilidade de o representante local deste cliente ter apenas um cadastro simplificado, nos termos da regulamentação da própria CVM, não acessando informações necessárias para o **suitability**.



A ANCORD solicitou que a CVM ratifique o entendimento de que, embora não relacionado, essa obrigatoriedade de observar a adequação do serviço ou produto não se aplica às pessoas sujeitas à regulamentação específica, em especial ao investidor não residente que atenda aos requisitos previstos na Instrução CVM nº 419, de 2 de maio de 2005 e na Resolução CMN nº 2689, de 2000.

A sugestão foi acatada e está refletida na norma.

3.9.2 Aplicação a pessoas jurídicas (art. 9º)

A ANCORD entendeu que a norma se aplica apenas a pessoas naturais.

A ANBIMA encaminhou novas considerações, a partir de discussões internas, em relação à aplicação da norma a pessoas jurídicas, de modo a substituir a sugestão de exclusão apresentada à época da Audiência Pública nº 15/2011.

Primeiramente, a ANBIMA sugeriu que fosse estabelecida na norma a classificação dos clientes pessoa jurídica conforme o faturamento anual destes, sendo que os clientes com faturamento acima de R\$ 20 milhões ao ano seriam classificados como sofisticados. Os clientes sofisticados estariam isentos da necessidade de passar pelo processo completo de análise de seu perfil de investimento.

Isso resolveria a questão de como tratar os clientes pessoa jurídica que, devido ao seu tamanho e sofisticação, possuem critérios de governança que definem suas decisões de investimento em comitês e até em políticas específicas. Além disso, na prática das instituições e na regulação de diversos países haveria o estabelecimento de uma classificação de acordo com o nível de sofisticação do cliente.

A CVM reavaliou a questão e entendeu que quando o cliente pessoa jurídica se enquadra na categoria de investidor qualificado pode-se presumir que tenha estrutura suficiente para respaldar suas decisões de investimento. Dessa forma, foi incluído um novo inciso ao art. 9º para refletir esse posicionamento.

Outra sugestão da ANBIMA foi a de que para os clientes pessoa jurídica seja excluída a necessidade de verificação das informações relativas ao conhecimento e experiência



previstas no inciso III do **caput** do art. 2º e em seu § 3º, já que remeteriam às características e aspectos do indivíduo e não de uma pessoa jurídica, sendo somente necessário avaliar os objetivos de investimento e situação financeira desses clientes.

A CVM considerou a sugestão parcialmente procedente e, após avaliar os incisos do § 3º do art. 2º, acrescentou um novo parágrafo a este artigo para prever que apenas o inciso III não se aplica às pessoas jurídicas.

A ANBIMA também solicitou a dispensa do procedimento de **suitability** para clientes não sofisticados que apliquem exclusivamente em produtos considerados de baixa sofisticação, conforme lista definida pela instituição, aprovada por comitê interno e informada à CVM. Entretanto, essa dispensa seria revogada caso a instituição ou cliente manifestassem interesse em, respectivamente, recomendar ou vender e investir em produtos fora deste conjunto de baixa sofisticação.

A sugestão não foi considerada pertinente. Para maiores esclarecimentos, vide resposta ao item 3.1 (página 6).

Por último, entendeu que as instituições devam estabelecer, obrigatoriamente, procedimentos para a distribuição de produtos complexos (de maior sofisticação) a clientes sofisticados que: (i) atestem que o cliente está ciente dos riscos envolvidos no produto; e (ii) verifiquem se a pessoa que está contratando o investimento possui alçada para realizar tais operações em nome da empresa.

O Capítulo IV da Minuta (atual Capítulo V) já dispõe sobre regras, procedimentos e controles internos. O inciso II do art. 7º se refere a produtos complexos, sendo aplicável indistintamente, sem precisar diferenciar o procedimento em relação a clientes sofisticados e não sofisticados.

3.9.3 Não aplicação a clientes analistas (art. 9º)

A ABBI sugeriu que a norma não seja aplicável a clientes que sejam analistas de valores mobiliários autorizados pela CVM, tendo em vista serem profissionais de mercado com conhecimento que justifica sua exclusão do alcance da norma, estando ainda sujeitos a regulamentação específica da CVM.



O comentário é pertinente e está refletido na norma.

3.9.4 Não aplicação em caso de ofertas públicas em que tenha sido elaborado prospecto (art. 9º)

A ABBI sugeriu excluir do alcance da norma as ofertas públicas em que tenha sido elaborado prospecto, já tendo os clientes, nesses casos, acesso às informações relativas aos valores mobiliários respectivos que estarão dispostas no prospecto.

Conforme o edital de audiência pública, “o âmbito da Minuta é amplo e pretende incluir todos os meios de realização de oferta e recomendação, desde que direcionados a clientes específicos. Dessa forma, ficam excluídos da incidência desta norma atos de distribuição pública, com a utilização de prospectos ou anúncios destinados ao público; a procura de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários; ou a utilização de publicidade por meio de comunicação de massa ou eletrônica dirigida ao público em geral.”

Assim, a sugestão já está de acordo com o previsto na norma.

3.9.5 Não aplicação em razão de sofisticação financeira (art. 9º)

O BNB entendeu que todas as categorias definidas como investidores qualificados pela Instrução CVM ° 409, de 18 de agosto de 2004, possuem um nível de sofisticação financeira que acarreta um tratamento diferenciado a esses investidores.

O participante sugeriu que também sejam dispensados da obrigatoriedade de verificar a adequação dos produtos e serviços ao perfil do cliente às pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00, e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio. Desse modo, para se determinar o nível de sofisticação financeira do cliente, entendeu-se que deve ser considerado o valor de seus investimentos, juntamente com sua declaração por escrito de sua condição de investidor qualificado.

A CVM revisitou o dispositivo e acrescentou que as pessoas jurídicas consideradas investidores qualificados também levam à dispensa do dever de **suitability** pelos participantes, nos termos do item 3.9.2 acima.



3.9.6. Vontade do cliente (art. 9º, parágrafo único)

A ABBI sugeriu a exclusão do parágrafo único do art. 9º, já que a obrigação de **suitability** deve ser aplicável ou não às instituições, independente da vontade do cliente. Para o participante, *“se o cliente pertencer a uma categoria que não o submeta ao **suitability**, não cabe a ele requerer tal procedimento de uma instituição específica, a seu exclusivo critério”*.

A sugestão foi considerada pertinente e está refletida na Instrução.

3.10. Manutenção de arquivos (art. 10)

A ANBIMA sugeriu que o termo inicial para contagem do prazo de guarda seja, alternativamente, da “última recomendação” ou da “última operação”.

A sugestão é pertinente e está refletida na norma.

3.11. Data para entrada em vigor da instrução (art. 13)

A ANCORD propôs alteração visando deixar claro que os novos cadastros deverão atender de imediato as regras definidas na Instrução. Já o estoque de clientes cadastrados deve se adequar à medida que seja feita sua atualização, conforme prevê o art. 8º. Assim, acredita que evitará os problemas decorrentes da obrigação de providenciar grande quantidade de recadastramento em prazo exíguo.

A CFA Society sugeriu a alteração do art. 13 para determinar que a Instrução entre em vigor em um ano a partir da sua edição.

A ANBIMA sugeriu que a norma seja aplicada somente sobre as vendas ou recomendações de produtos e serviços realizadas a partir da data de sua entrada em vigor.

A BSM sugeriu a alteração do art. 13 para dar tratamento diferenciado para os casos de novos relacionamentos entre ofertantes e cliente (novas recomendações e ofertas de valores mobiliários) (“fluxo”) e para os casos dos relacionamentos atuais (clientes e valores mobiliários já classificados) (“estoque”).



As pessoas referidas no art. 1º precisam se adaptar às novas regras, tanto no que diz respeito aos sistemas de cadastramento e atualização de dados de clientes, quanto para cumprimento das regras, procedimentos e controles internos. A CVM entende que esses ajustes independem da discussão envolvendo estoque e fluxo de clientes.

Para que haja um tempo razoável para essa adaptação, a entrada em vigor da norma será em 5 de janeiro de 2015.

4. Proposta definitiva de instrução

A proposta definitiva de instrução, que incorpora as sugestões acatadas acima mencionadas, segue em anexo ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 13 de novembro de 2013.

Original assinado por

FLAVIA MOUTA FERNANDES

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado