



RELATÓRIO DA CONSULTA PÚBLICA N.º 3/2009
SOBRE
PROPOSTA DE ALTERAÇÃO AO REGULAMENTO DA CMVM N.º 2/2007
(INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA)

Certificação da Qualificação Profissional dos
Analistas Financeiros e Consultores para Investimento

I A CONSULTA

No presente documento procede-se à análise das respostas recebidas no âmbito do processo de consulta pública da CMVM n.º 3/2009, referentes a uma proposta regulamentar de alteração do Regulamento da CMVM n.º 2/2007, de 5 de Novembro, sobre intermediação financeira.

A proposta em causa incide sobre as matérias seguintes:

- (i) Registo prévio da actividade de consultoria para investimento e análise financeira
Propôs-se o desenvolvimento das regras em matéria de registo prévio na CMVM de consultores para investimento e analistas financeiros e da lista detalhada de elementos a serem remetidos àquela entidade, incluindo a identificação dos meios humanos, técnicos e materiais que serão utilizados e o certificado de qualificações profissionais dos meios humanos, cópia da apólice de seguro de responsabilidade civil e indicação dos instrumentos financeiros de que o consultor ou analista é titular;
- (ii) Qualificação profissional
Foi proposto um regime de certificação da qualificação profissional dos analistas financeiros e consultores para investimento, com divulgação pela CMVM dos cursos de formação e/ou exames objecto de reconhecimento e reconhecendo-se alguns na proposta de Regulamento (certificações internacionais);
- (iii) Exercício de funções no âmbito de actividades de intermediação
De acordo com a proposta de alteração, os intermediários financeiros passam a dever manter permanentemente actualizada uma lista das pessoas que exercem funções no âmbito das actividades de intermediação financeira, devendo ainda assegurar que o

número e as qualificações específicas dos seus colaboradores sejam adequadas ao volume e natureza das actividades prosseguidas, cabendo tal avaliação, a todo o tempo, ao intermediário financeiro;

(iv) Políticas e procedimentos

De igual forma, a CMVM propôs que os consultores para investimento e os analistas financeiros passem a ter de adoptar políticas e procedimentos escritos que regulem, designadamente, os seus padrões de ética, de independência, de qualificação profissional e de organização interna e os termos em que podem realizar operações pessoais sobre os instrumentos financeiros abrangidos pela sua actividade e a sua política em matéria de segredo profissional, conflitos de interesses, em especial em matéria de remuneração, que não deverá depender dos investimentos recomendados; e

(v) Associações profissionais

Foi, por fim, proposto um regime de registo voluntário na CMVM de associações profissionais representativas de consultores para investimento e analistas financeiros de modo a isentar os consultores e analistas que adoptem o código deontológico de tal Associação, sujeito à aprovação da CMVM, da obrigação da emissão de políticas e procedimentos próprios, tendo este ponto do projecto sido alterado na sequência da consulta pública e nos termos melhor adiante descritos neste relatório.

É de notar que parte do presente documento reflecte os resultados decorrentes da Consulta Pública n.º 9/2008 da CMVM, sobre recomendações de investimento e imparcialidade dos analistas de investimento. A consulta de 2009 veio alargar o âmbito da primeira, tanto em termos subjectivos (incluindo consultores para investimento, além dos analistas independentes) como objectivos (além das políticas e procedimentos, incluiu regimes de registo e certificação das qualificações profissionais).

II O PROCESSO DA CONSULTA

A consulta pública decorreu entre os dias 14 de Julho e 4 de Setembro de 2009, cumprindo agradecer publicamente os quinze contributos recebidos, os quais são integralmente divulgados no sítio da CMVM na Internet, à excepção dos dois contributos relativamente aos quais foi solicitada confidencialidade pelos respectivos autores.

Foram incluídos no documento de consulta, além da proposta de intervenção regulamentar da CMVM em matéria de certificação da qualificação profissional dos intermediários financeiros e do projecto de regulamento sobre análise financeira e certificação da qualificação profissional na intermediação financeira, alterando o Regulamento n.º 2/2007 da CMVM sobre intermediação financeira, alguns textos relacionados com o objecto da consulta e com o respectivo enquadramento e fundamentos comunitários e internacionais (IOSCO). Relativamente às propostas de alteração regulamentar foram colocadas ao mercado quatro questões, cujas respostas são reflectidas no presente relatório:

Q1

'Concorda com o lançamento de um sistema de certificação profissional para os intermediários financeiros, assente numa maior exigência relativamente às qualificações profissionais dos intermediários financeiros em matéria de formação e exame prévios ao início da actividade?'

Q2

'Para aferir tais conhecimentos e qualificações propõe-se exigir habilitações específicas, concretizadas, no caso dos consultores para investimento e dos analistas financeiros, em ser-se titular de um dos seguintes diplomas (julgados adequados à atribuição de competências específicas para o exercício das actividades de consultor para investimento e analista financeiro): CEFA, CIIA, CFA. São ainda aceites diplomas similares, como tal qualificados pela CMVM a pedido do candidato ou da instituição que atribua o diploma com base no conteúdo curricular e características das formações em causa.

Concorda com a natureza dos meios de aferição de competências propostos?'

Q3

'A CMVM e o mercado têm todo o interesse em que esteja disponível um registo organizado e transparente dos consultores para investimento e também dos analistas financeiros, a fim de permitir a todo o tempo conhecer a identidade e as características das pessoas e entidades que intervêm no mercado financeiro.

Concorda com a existência de um sistema de registo público de analistas financeiros junto da CMVM?'

Q4

'O âmbito subjectivo deste regime de certificação é amplo, incluindo todas as pessoas colectivas ou singulares que exerçam actividades de consultoria para investimento e todos os analistas financeiros:

- (i) pessoas colectivas consideradas intermediários financeiros que exerçam actividades de análise financeira;
- (ii) pessoas colectivas que não intermediários financeiros, mas que prossigam actividades de análise financeira, designadamente para efeitos de divulgação editorial ou através dos meios de comunicação social; e
- (iii) pessoas singulares que exerçam actividades de análise financeira a título independente ou enquadradas em intermediário financeiro ou outra estrutura societária, independentemente da natureza desta e da relação jurídica entre tal pessoa e a estrutura em causa.

Concorda com o âmbito subjectivo descrito supra?'

Foram recebidas, como já referido, quinze respostas escritas, tendo a maioria destas sido enviada por intermediários financeiros, sendo identificados no Anexo I os treze participantes que não se opuseram à divulgação do seu contributo.

III RELATÓRIO DA CONSULTA

1. Respostas às questões colocadas pela CMVM

Q1: lançamento de um sistema de certificação profissional

Das quinze respostas recebidas à consulta, apenas uma foi contrária ao projecto de certificação das qualificações profissionais para o exercício das actividades em causa, por entender que tal traria custos adicionais e maior rigidez para o mercado de trabalho, sugerindo que se aguardasse por uma decisão europeia e propondo, ao invés, o financiamento de actividades de formação organizadas pelos intermediários financeiros.

Um dos participantes sugeriu uma maior fundamentação das propostas nesta matéria, outro participante propôs a adopção do modelo inglês de certificação, e um outro participante assinalou as semelhanças com o regime da consultoria autónoma, entretanto substituído pelo regime DMIF de consultoria para investimento.

Comentário CMVM:

Importa referir que a ausência de um regime europeu único relativamente à matéria em causa constitui um estímulo – e não um factor de inibição ou de dissuasão - à acção da CMVM, de modo a minimizar os riscos inerentes à inexperiência ou falta de qualificação dos profissionais, sendo eventuais os custos a tal associados maiores que as vantagens que poderiam ser obtidas com a espera pela criação de um regime único de certificação, como reconheceu expressamente um dos participantes. A CMVM entende, aliás, que o lançamento de um regime de certificação profissional semelhante ao criado por outras autoridades de supervisão poderá reforçar uma tendência europeia de certificação dos profissionais do sector financeiro, contribuindo assim para o desígnio de harmonização referido supra.

No que respeita à adopção de experiências de certificação baseadas na auto-regulação, importa notar que não compete à CMVM a sua concretização. Porém, não tendo estas até ao momento surgido no mercado português é da responsabilidade daquela autoridade desencadear passos no sentido de suprir as lacunas existentes. Acresce que, naturalmente, a CMVM estará disponível para em qualquer momento rever o regime que agora adopta, caso surjam modelos de auto-regulação da certificação que se revelem abrangentes e credíveis.

Q2: natureza dos meios de aferição de competências propostos

Dos quinze participantes na consulta, doze manifestaram a sua concordância com a necessidade de formação adequada dos analistas financeiros e consultores para investimento, havendo apenas duas discordâncias (um dos participantes não respondeu a esta questão).

Um participante, em apoio à proposta da CMVM, recordou que o sistema ora considerado corresponde, materialmente, ao já aplicável aos consultores para investimento (anteriormente 'consultores autónomos'), sendo agora apenas proposto o seu alargamento aos analistas financeiros, em função de uma desejável igualdade de tratamento entre uns e outros. O mesmo participante enfatizou este aspecto nas duas respostas às questões 3 e 4. Outro participante propôs um regime de formação permanente e exames periódicos. Um outro participante propôs o reforço da formação nos aspectos éticos e de regulação nacional e europeia e uma minimização de conhecimentos técnicos, sugerindo ainda a separação entre entidade examinadora e entidade avaliadora.

Um dos participantes discordantes sugeriu que a CMVM deverá definir as matérias sujeitas a formação e avaliação sem no entanto se envolver no registo de entidades certificadoras e respectivos cursos. Outro participante sugeriu que Portugal não deverá exigir qualificações mais elevadas que aquelas exigidas na União Europeia. Um outro participante salientou que não existe regime comunitário por falta de indícios quanto aonexo entre a parcialidade dos analistas e a falta de qualificações.

Comentário CMVM:

A CMVM acolhe a proposta de estímulo à formação permanente, tendo reflectido tal preocupação na proposta regulamentar (artigo 36.º/5), exigindo aos analistas a actualização da sua formação e atribuindo aos intermediários financeiros em especial a organização ou patrocínio de tal formação. A separação das actividades de formação e avaliação do registo de entidades

certificadoras e cursos encontra-se já assegurada, não pretendendo a CMVM concentrar tais actividades, sendo a formação e avaliação levada a cabo por instituições externas à CMVM e a certificação de tais entidades levada a cabo pela CMVM ou reconhecida por via regulamentar.

O participante que sugeriu um modelo de formação cuja exigência fosse equivalente à europeia apenas referiu o exemplo da FSA, opondo o Investment Management Certificate ao CFA, o que é revelador da ausência de coordenação regulatória ou harmonização jurídica nesta matéria, de resto revelado no estudo comparado sumariado no documento de consulta pública.

Quanto à referência ao facto de não existir regime comunitário por falta de indícios quanto ao nexo entre a parcialidade dos analistas e a falta de qualificações, a CMVM clarifica que a filosofia da presente proposta de alteração regulamentar, no que à certificação respeita, não pretende responder a qualquer problema de parcialidade dos analistas, mas assegurar a respectiva competência técnica, sem que entre as duas questões se estabeleça qualquer nexo.

Por fim, quanto à opinião de que a CMVM não deverá exigir qualificações mais elevadas que aquelas que são exigidas na União Europeia, importará referir que não existindo um regime único de certificação não se pode identificar de forma inequívoca as qualificações que são exigidas neste espaço económico. Porém, tomando como benchmark os países mais desenvolvidos, afigura-se claro que a preocupação do participante não tem razão de ser, dado que os requisitos exigidos não excedem aqueles que, por via regulamentar ou por via de auto-regulação, são necessários nesses países para o acesso ao exercício destas actividades.

Q3: registo público de analistas financeiros junto da CMVM

Treze participantes concordaram com o registo proposto, havendo apenas duas discordâncias. Um participante propôs um registo centralizado, público e europeu. Outro participante referiu que o registo deve ser considerado como indicador de qualidade dos profissionais, devendo a CMVM responsabilizar-se por tal desiderato. A APFIPP referiu que por ser apenas mencionada a APAF, os membros da APFIPP não estariam cobertos pelo dever de registo. Um outro participante questiona a legitimidade do registo, sugerindo a alteração ao Código de Valores Mobiliários de modo a assegurar a habilitação regulamentar que entende inexistente em face do direito em vigor, mas necessária para analistas independentes ou enquadrados em pessoas colectivas que não intermediários financeiros. Um dos participantes discordantes sugeriu que a CMVM mantenha o registo de meios técnicos e humanos, mas que os profissionais sejam registados por ordens e associações profissionais.

Comentário CMVM:

A CMVM pretende assegurar a qualidade do registado, embora entenda que a certificação dessa qualidade não deve resultar do registo por si, mas das condições exigidas para o registo, designadamente a obtenção da qualificação através de formação adequada, seja num ambiente académico ou empresarial reconhecido (artigos 36.º e 36.º-A/1).

A proposta de um registo centralizado europeu é de acolher, sendo uma proposta de interesse para desenvolvimento no âmbito do CESR, o comité europeu de reguladores de valores mobiliários. Relativamente aos membros da APFIPP, estes encontram-se cobertos pelas normas regulamentares propostas conquanto produzam recomendações de investimento ou actividades de consultoria financeira, nos termos definidos na proposta regulamentar.

No que concerne à habilitação regulamentar, esta resulta clara dos termos conjugados dos artigos 12.º-A, 318.º/1-c) e d), 320.º e 369.º/1, todos do Código de Valores Mobiliários.

Q4: âmbito subjectivo

Dez participantes concordaram com o lançamento de um sistema de registo e certificação profissional para analistas financeiros e consultores para investimento, propondo até o alargamento do âmbito de tal regime para outras actividades, cobrindo eventualmente todas as actividades de intermediação financeira. Apenas três participantes discordaram e dois não comentaram. Um dos participantes discordantes defende um âmbito de certificação restrito a pessoas singulares.

Alguns participantes sugeriram o alargamento do âmbito pessoal do regime de registo e certificação a outras actividades/profissões do sector financeiro.

Um número significativo de participantes sugeriu uma maior distinção dos profissionais integrados em intermediários financeiros dos profissionais independentes ou associados a pessoas colectivas que não intermediários financeiros. Esta distinção foi assinalada sobretudo com o propósito de assegurar um regime mais flexível (ou isenção) para os intermediários financeiros em matéria de certificação profissional dos seus colaboradores.

A grande maioria dos participantes entende que os profissionais integrados em intermediários financeiros deverá beneficiar de regimes mais flexíveis de certificação e sobretudo formação, de modo não só a permitir a coerência com as regras decorrentes da DMIF e transpostas para o direito interno, que impõe ao intermediário financeiro que garanta a idoneidade e qualificação apropriada dos seus colaboradores, como ainda a reconhecer os regimes de formação interna existentes em tais estruturas, bem como a experiência profissional.

Um dos participantes questiona se a certificação abrange também os superiores hierárquicos dos analistas e consultores integrados em estruturas societárias, como intermediários financeiros.

Comentário CMVM:

A CMVM revê-se na sugestão de alargamento do âmbito subjectivo da proposta, que merece ponderação. Recorda-se que o sistema francês veio incluir até os operadores de sistemas de pós-negociação (compensação e liquidação). Este desiderato de alargamento de âmbito está já reconhecido pela CMVM no documento de consulta e preâmbulo do novo regulamento, sendo, no entanto, uma possibilidade a ponderar no futuro.

A questão da experiência profissional e a questão da formação são distintas e devem ser analisadas separadamente. Quanto à experiência profissional é inegável que os profissionais em início de carreira podem consubstanciar um risco para os clientes/consumidores e mercado em geral, dada a maior probabilidade de se registarem falhas associados à inexperiência, designadamente, no que respeita à escolha dos pressupostos de análise e/ou na interpretação dos resultados. Daí que a certificação de profissionais e a formação exigidas assumam um papel de relevo, no sentido de assegurar a qualidade dos profissionais que entram no mercado de trabalho, tendo em vista minimizar os riscos da sua inexperiência, exigindo que esta seja contrabalançada por uma sólida formação profissional.

Os profissionais mais experientes beneficiam de um capital de aprendizagem que lhes pode conferir maior maturidade em benefício do realismo dos pressupostos e da análise das conclusões. Porém, a experiência não é sinónimo de competência. Um erro sistematicamente repetido continua a ser um erro. Donde, não há razão para que se excluam os profissionais já existentes do regime de certificação e de formação. Daí que se estabeleça, como regime geral, que o exercício das actividades de análise financeira e consultoria para o investimento tenham de possuir qualificação profissional. Porém, igualmente se estabelece (em sede de regime transitório) que os profissionais que estejam a operar no mercado até 1 de Janeiro de 2011, poderão ser considerados qualificados invocando a sua experiência profissional e demonstrando

que adquiriram os conhecimentos suficientes para o exercício da profissão, designadamente por experiência e formação profissional adquirida em intermediário financeiro ou outra entidade habilitada para o exercício de consultoria para investimento.

Por esta via, a CMVM reconhece também as vantagens da formação interna. Tal está igualmente, de modo implícito, consagrado no nº5 do artigo 5º onde se estipula que as qualificações específicas das pessoas que exercem funções no âmbito de actividades de intermediação devem ser, a todo o tempo, adequadas ao volume e natureza das actividades prosseguidas, cabendo tal avaliação ao intermediário financeiro. Tal está também explicitamente reconhecido no nº5 do artigo 36º onde se estabelece que os analistas financeiros deverão assegurar a actualização da sua formação, cabendo em especial aos intermediários financeiros assegurar a formação permanente dos seus colaboradores. Donde, sem prejuízo das qualificações específicas (mínimas) exigidas para o início da actividade devem os intermediários financeiros promover a obtenção – interna ou externamente – das demais qualificações que se mostrem a todo o tempo necessárias para o exercício das diferentes actividades de intermediação.

Note-se, a propósito, que quando houver recurso a formação interna, seja para que efeito for, é importante assegurar que a qualidade da formação corresponde a padrões mínimos de qualidade e que inclui, como sugerido por um dos participantes, matérias não técnicas, designadamente deontologia profissional e regulação de valores mobiliários.

Um dos participantes criticou o que entende ser o excessivo rigor dos requisitos curriculares. A CMVM recorda que o critério de exigência foi alinhado com o mercado, ao reconhecer-se de modo automático a certificação de maior divulgação e prestígio internacional no caso dos analistas financeiros, que é oferecida na maioria dos países, incluindo Portugal, sem prejuízo da eventual certificação de quaisquer outras formações (possivelmente internas) que correspondam aos requisitos mínimos em causa, alinhados com as melhores práticas internacionais, assegurando o melhor nível de qualidade possível e evitando arbitragem regulatória e uma indesejável race to the bottom em matéria de qualificação profissional.

Como nota final importa notar que o papel dos intermediários financeiros na formação dos consultores para investimento estavam também já reconhecidos no ante-projecto de alteração ao Regulamento n.º 2/2007 da CMVM, designadamente no artigo 10.º/3) (aplicável aos analistas financeiros através da remissão contida no artigo 36.º-A/1), segundo o qual a CMVM analisará, caso a caso, os cursos ou os exames que lhe sejam submetidos para apreciação (pelas entidades formadoras ou pelos detentores de título de formação), designadamente o conteúdo curricular e grau de exigência de tais cursos e exames. Nada impede que os cursos em causa tenham a natureza de formação profissional e sejam promovidos pelos intermediários financeiros, sendo requisitos únicos para o seu reconhecimento que o conteúdo curricular e o grau de exigência sejam equivalentes ao nível de qualificação dos diplomas de analista financeiro. Note-se, aliás, que se aproveitou para incluir desde já, entre os diplomas que conferem qualificação profissional, o certificado comprovativo de aproveitamento em curso curricular de mestrado com acreditação CFA Partners, por se reconhecer que tal curso, quer ao nível curricular, quer ao nível de exigência permite qualificação que se pode considerar equivalente ao de outros cursos reconhecidos.

No que respeita à questão sobre se a certificação abrange também os superiores hierárquicos dos analistas e consultores integrados em estruturas societárias, como intermediários financeiros, a resposta é negativa.

2. Outras questões levantadas pelos participantes na consulta

2.1. Aplicação no tempo e regime transitório

Alguns participantes discordaram do prazo de três anos para obtenção de certificação profissional.

Comentário CMVM:

O prazo foi alargado para 4 anos, sendo suficiente para obtenção de qualquer dos diplomas de certificação.

2.2. Metodologia (remissões)

Um dos participantes criticou a utilização de remissões, referindo-se ao anteprojecto de regulamento como demasiado remissivo.

Comentário CMVM:

A remissão revela-se porém útil por três razões fundamentais: (i) evita um texto demasiado longo; (ii) evidencia a igualdade parcial de regimes (no caso entre consultores para investimento e analistas financeiros); e (iii) evita discrepâncias de regime ou erros de redacção ou interpretação de regimes. Nesse sentido, a utilização de remissões (designadamente no artigo 36.º-A/1, relativo à qualificação profissional, idoneidade, conduta e procedimentos profissionais dos analistas financeiros, que remete para os artigos 10.º, 10.º-A e 10.º-B, relativos a consultores para investimento) é, no entender da CMVM, adequada e deverá ser mantida.

2.3. Obrigatoriedade do registo das associações profissionais

Um dos participantes questionou a natureza do registo das associações profissionais relativas a analistas financeiros e/ou consultores para investimento.

Comentário CMVM:

O registo destas associações na CMVM não é obrigatório, tratando-se de um mero dever de comunicação, previsto no artigo 10.º-C. Esta comunicação deve porém ter lugar para efeitos da isenção prevista no número 3 do artigo 10.º-B.

O artigo 10.º-B vem obrigar à adopção, pelos consultores para investimento (aplicável também aos analistas financeiros, por remissão do artigo 36.º-A) de políticas e procedimentos escritos e adequados em matéria de ética, independência, qualificação profissional, organização interna, metodologia profissional, segredo profissional e conflitos de interesses, incluindo remunerações, neste último caso no sentido de evitar que estas dependam dos investimentos recomendados.

O número 3 do artigo 10.º-B dispensa os consultores para investimento (e por remissão do artigo 36.º-A, os analistas financeiros) do dever de adopção de políticas e procedimentos referidos supra caso tais consultores (e analistas) adoptem um código de conduta e/ou deontológico aprovado por uma associação profissional que tenha comunicado tal pretensão à CMVM (vide artigos 10.º-B/3 e 10.º-C/1) e que assegure a monitorização e sancionamento do seu incumprimento. Porém, os códigos de conduta e/ou deontológicos aprovados não são sujeitos a aprovação prévia pela CMVM. As associações que se proponham disponibilizar códigos para adopção pelos consultores e

analistas ao abrigo da dispensa referida supra, prevista no número 3 do artigo 10.º-B, deverão pois comunicar tal pretensão à CMVM e as políticas e procedimentos que emitam para esse efeito deverão ser susceptíveis de assegurar a competência, independência e objectividade dos autores das recomendações, respeitando os conteúdos elencados no artigo 10.º-B/1. Além disso, as associações deverão possuir os meios técnicos e humanos adequados à monitorização e sanção de incumprimento às políticas e procedimentos que emitam, sem prejuízo das competências da CMVM em matéria de fiscalização e sanção de analistas financeiros e consultores para investimento.

2.4. Formação pela CMVM, reconhecimento e qualidade da formação

Um dos participantes na consulta sugeriu a organização de formação pela CMVM. Outro dos participantes questiona se os cursos já reconhecidos não necessitarão de segunda análise (artigo 10.º/4). Um terceiro participante refere que nada garante que os diplomas das entidades formadoras aceites pela CMVM estejam sistematicamente orientados para as necessidades concretas de cada entidade.

Um outro participante coloca dúvidas quando à desigualdade concorrencial das entidades certificadoras reconhecidas pela CMVM por via regulamentar e aquelas que venham a sê-lo no futuro, sem que se conheçam os critérios de aferição.

Um dos participantes sugere a criação de uma comissão independente para a definição dos currícula a exigir para efeitos de certificação de qualificação profissional.

Comentário CMVM:

Tendo em conta a vocação regulatória da CMVM, no sentido da protecção do investidor e da estabilidade sistémica, bem como da sua adequação de meios e conveniência de não criar eventuais cenários de conflito de interesses, a CMVM entende não ser adequada a sua intervenção como entidade formadora para efeitos de preparação de profissionais nas áreas da consultoria para investimento e análise financeira, sem prejuízo das suas eventuais funções de registo destes profissionais e de certificação das entidades formadoras e certificadoras da formação e qualidade de tais profissionais.

Por outro lado, e modo a evitar uma burocratização desnecessária do sistema, um curso sujeito a apreciação e aprovado uma vez não necessita de segunda análise, conquanto a sua qualidade científica e curricular se mantenha.

Relativamente à terceira questão, cumpre notar que o mesmo sucede com os colaboradores dos intermediários financeiros, pois inexitem garantias da sua qualificação de modo adequado às necessidades do mercado e sobretudo dos investidores. Sendo a protecção dos investidores e do impacto no mercado os principais objectivos da certificação profissional dos analistas financeiros e consultores para investimento, é legítima e necessária a intervenção de uma entidade independente, idealmente de natureza regulatória, na afirmação dos requisitos mínimos de qualidade da formação a exigir a tais profissionais.

No que respeita à alegada desigualdade concorrencial das entidades certificadoras, destaca-se que apenas se reconhecem certificações de prestígio internacional, precisamente para não perturbar o mercado e facilitar a transição para o novo regime. Não se trata de uma acção preferencial, pois há diferenças objectivas (reputação internacional e número de certificados) que justificam o reconhecimento automático do CFA e similares, sendo que nada obsta à apresentação dos CV à CMVM para reconhecimento de outros cursos, nos termos do artigo

10.º/2-c). Além disso, não é exacto que não se consagrem critérios de aferição, na medida em que se estabelecem os critérios de equivalência curricular e de grau de exigência.

Por último, a criação de uma comissão independente para a definição dos curricula a exigir para efeitos de certificação de qualificação profissional, salvo melhor opinião, em nada poderia melhorar a credibilidade da qualificação profissional exigida comparativamente à situação proposta que assenta no reconhecimento de diplomas internacionalmente reconhecidos.

2.5. Política remuneratória

Um dos participantes rejeitou a explicitação do método de determinação da remuneração dos analistas em política ou procedimentos escritos do intermediário financeiro em que este porventura se enquadre.

Comentário CMVM:

A CMVM identificou como o principal problema associado à remuneração dos analistas financeiros e consultores para investimento o risco associado à dependência, da remuneração, dos investimentos recomendados (artigo 10.º-B/1-d)). Nessa disposição, em linha com recomendado pela Comissão Europeia no âmbito da Recomendação da Comissão relativa às políticas de remuneração no sector dos serviços financeiros, de 30 de Abril de 2009 (documento SEC(2009)580 e 581), estabelece-se que o método de determinação da remuneração deve garantir que a remuneração dos consultores para investimento não se encontra dependente dos investimentos recomendados.

2.6. Articulação do registo da CMVM e de intermediários financeiros e associações profissionais

Um dos participantes na consulta apontou a necessidade de assegurar uma articulação de registos de profissionais, designadamente na CMVM, intermediários financeiros e associações profissionais.

Comentário CMVM:

A CMVM entende que a função do registo na CMVM é distinto do registo de analistas financeiros e consultores para investimento nas associações profissionais. O registo na CMVM é o único válido para efeitos de exercício da actividade no âmbito dos mercados sujeitos à sua supervisão e a regulação do registo nas associações profissionais cabe apenas a tais associações, tanto quanto ao seu fim como ao seu procedimento. Note-se, aliás, que o âmbito de actuação dos profissionais inscritos numa dada associação pode extravasar o âmbito das actividades de análise financeira (tal como definidas no artigo 12º-A do CVM) ou o âmbito da consultoria para investimento. Relativamente às associações profissionais vide o ponto 2.3. supra.

2.7. Exclusão da responsabilidade colectiva

Um dos participantes sugeriu a extinção da responsabilidade colectiva, mantendo apenas a responsabilidade dos particulares.

Comentário CMVM:

A responsabilidade individual está garantida no caso dos profissionais independentes, sendo a questão apenas pertinente para profissionais enquadrados em estruturas societárias, designadamente intermediários financeiros. Do ponto de vista do cliente/consumidor, a relação é com a instituição e não o profissional em causa. Adicionalmente, será pouco provável que a pessoa singular tenha capacidade de compensar devidamente os lesados, mesmo com a

existência de seguros de responsabilidade civil. Por último, as estruturas societárias em que se integram vários profissionais são hierarquizadas e com linhas de poder que devem ser claras e não criando dificuldades de identificação de responsabilidades, muitas vezes partilhadas, seja pela existência de trabalho em equipa, seja pela natureza do poder hierárquico e responsabilidade que os gestores devem ter pelo seu pessoal, no caso concreto os directores das equipas de analistas ou consultores e, eventualmente, a própria sociedade em que se integram. De resto, a solução proposta pelo respondente escapa aos cânones gerais da responsabilidade civil das pessoas colectivas por actos praticados pelos seus representantes legais ou auxiliares. Por estas razões não é de acolher a proposta de eliminação da responsabilidade colectiva no caso dos analistas financeiros e consultores para investimento.

2.8. Definição de analistas financeiros

Um participante solicita ainda uma maior elaboração na definição de analistas financeiros constante do artigo 35.º/2 face ao documento de consulta (p.19), sendo que da definição do artigo 35.º não resultará diferença entre análise financeira e recomendações de investimento (artigo 291.º do CVM).

Comentário CMVM:

Não existe confusão entre os conceitos de análise financeira e de recomendações de investimento. De acordo com o estabelecido no artigo 12.º-A do CVM, e com o Entendimento da CMVM sobre a Divulgação de Recomendações de Investimento Elaboradas por Terceiros, divulgado em 3 de Julho de 2007, são recomendações de investimento:

i) o relatório de análise financeira ou qualquer outra informação em que se formule, directa ou indirectamente e ainda que implicitamente, uma recomendação ou sugestão de investimento ou desinvestimento sobre uma entidade emitente de valores mobiliários, valores mobiliários ou instrumentos financeiros (elemento material);

ii) cujo autor seja analista independente, empresa de investimento, instituição de crédito, entidade cuja actividade principal seja formular recomendações de investimento ou qualquer pessoa que exerça a sua actividade numa destas entidades ou outra pessoa singular ou colectiva no exercício da sua profissão ou no quadro da sua actividade) (elemento subjectivo);

iii) que se destinem a canais de distribuição ou ao público (elemento finalístico).

Em face do exposto, conclui-se que nem todos os relatórios de análise financeira constituem recomendações de investimento, estando tal qualificação reservada aos relatórios de análise financeira que conjuguem as características acima identificadas.

O âmbito de aplicação do presente regulamento é delimitado por referência ao âmbito do disposto no artigo 12.º-A do CVM. Nestes termos, o regulamento pretende abranger todos os que, nos termos do n.º 1 e do n.º 2 do artigo 12.º-A do CVM, respectivamente, emitem ou elaboram recomendações de investimento. Nestes termos, são, por exemplo, excluídos os casos de relatórios de análise financeira que se destinem ao próprio autor do relatório.

2.9. Adequação de número e qualificações dos analistas ao volume e natureza das actividades prosseguidas

Um dos participantes refere que o artigo 305.º/1/d) é suficiente para responder ao problema da adequação de meios nos intermediários financeiros.

Comentário CMVM:

A CMVM entende que não existe redundância do artigo 5.º/5, uma vez que se trata de uma regulamentação de detalhe, mais específica que o disposto no CVM a esse respeito. O mesmo se aplica à referência do mesmo participante à alegada redundância do artigo 10.º do Regulamento face ao artigo 301.º do CVM.

2.10. Relevância do elemento de 'divulgação'

Um dos participantes menciona que o artigo 291.º do CVM se refere a elaboração de estudos e não divulgação de recomendações, devendo os intermediários financeiros que apenas divulguem recomendações ser dispensados de requisitos de registo e qualificação profissional.

Comentário CMVM:

Como se referiu a propósito da Questão 2.8., o presente regulamento respeita o âmbito decorrente do artigo 12.º-A do CVM.

Ora, o artigo 12.ºA do CVM procede, ele próprio, a uma distinção nos seus números 1 e 2.

No n.º1 estão em causa os analistas independentes, as empresas de investimento, as instituições de crédito, as entidades cuja actividade principal seja formular recomendações e as pessoas que neles exerçam a sua actividade profissional. As informações por estes veiculadas, desde que apresentem os elementos material e finalístico atrás aludidos, constituem recomendações de investimento, independentemente de a autoria da informação pertencer a um terceiro.

Diferentemente, no n.º 2, estão em causa outras pessoas singulares ou colectivas que actuem no exercício da sua profissão ou no quadro da sua actividade. Quanto a estas, a informação para ser qualificada como recomendação para investimento deve ser da sua autoria e cumprir os demais elementos qualificantes exigíveis. Assim, a divulgação de recomendações de investimento elaboradas por terceiros, quando efectuada por estas entidades, é directamente regulada pelo artigo 12.º-D do CVM, não sendo ela própria qualificada como actividade de análise financeira.

2.11. Envio à CMVM de cópias de recomendações emitidas

Um dos participantes coloca algumas questões relativamente ao dever de envio à CMVM das recomendações emitidas constante da nova redacção do artigo 38.º do Regulamento, sugerindo que o dever de envio não caiba a quem divulga a informação caso esta já tenha sido enviada pelo autor da recomendação.

Comentário CMVM:

A proposta merece acolhimento, devendo no entanto ser estudada com mais acuidade a dificuldade de assegurar o cumprimento do dever de envio por autores a operar noutras jurisdições.



Anexo I

Respostas ao Documento de Consulta Pública [excluindo os dois participantes que solicitaram confidencialidade]

APC -- Associação Portuguesa de Empresas de Investimento
APAF – Associação Portuguesa de Analistas Financeiros
APFIPP – Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios
Banco BPI, S.A. e Banco Português de Investimento, S.A.
Banco Espírito Santo, S.A.
Banif, Banco de Investimento
Banif, S.A.
Caixa Banco de Investimento
Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo, C.R.L.
Caixa Geral de Depósitos, S.A.
Finibanco
Millenium bcp Banco Comercial Português, S.A.
Rui Nunes [quadro bancário]