

São Paulo, 30 de agosto de 2019

À
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM
Ilmo. Sr. ANTONIO CARLOS BERWANGER
Rua Sete de Setembro, nº 111
Centro – Rio de Janeiro – RJ
audpublicasdm0319@cvm.gov.br

REFERENTE AO EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM N.º 03/19

Prezados Senhores,

Seguem as colocações da ATTIMO FAMILY OFFICE sobre o convite para apresentação de manifestações sobre as opções regulatórias relacionadas à modernização da norma que dispõe sobre os agentes autônomos de investimentos – AAIs, e ao aprimoramento da atividade de distribuição de valores mobiliários.

CONSTITUIÇÃO DE AAI PESSOA JURÍDICA RESTRITA A SOCIEDADES SIMPLES

- a) quais medidas deveriam acompanhar eventual permissão para que os agentes autônomos pessoa jurídica adotem formas de sociedades empresárias, considerando os fatores que levaram a CVM a adotar tal restrição, sobretudo a atuação de pessoas não credenciadas como agentes autônomos na atividade fim?
- b) como essa medida se coaduna com a condição de preposição que os AAI têm em relação ao intermediário, considerando que tal condição foi crucial para a determinação do regime de responsabilidades atualmente vigente?
- c) caberia segmentar os participantes, isto é, eliminar a restrição hoje existente somente para determinado segmento? Em caso afirmativo, qual o critério mais apropriado para se estabelecer tal segmentação?
- d) quais outras possíveis vantagens e desvantagens espera-se que possam decorrer da eventual flexibilização do tipo societário?

Com a adoção da sociedade empresarial, sugerimos seguir um modelo de governança similar ao já adotado pela CVM em outras atividades, como a consultoria de valores mobiliários, com o nomeamento de diretores responsáveis pela atividade de distribuição e por compliance; definição de políticas internas obrigatórias; elevação dos padrões mínimos de qualificação da equipe responsável pelo atendimento de clientes; e documentação obrigatória, com ciência dos clientes em sua admissão, que esclareça a natureza vinculada e dependente ao distribuidor dos serviços prestados, bem como a forma de remuneração e seus potenciais conflitos de interesses. Aumentando o nível de responsabilidade, governança, transparência e qualificação, o risco de que pessoas não credenciadas atuem como agentes autônomos será provavelmente minimizado.

Hoje em dia, as normas dizem que não é aceitável que grupos econômicos sejam compostos por sociedades de AAIs e consultorias ou gestoras de valores mobiliários, mas não proíbe expressamente essa composição. Considerando o conflito de interesses entre essas atividades e o bom desenvolvimento do mercado, é importante considerar essa proibição de forma mais clara, principalmente havendo a flexibilização do tipo

societário. Adicionalmente, é importante que haja a vedação de que a própria instituição distribuidora da qual o AAI é preposto, ou pessoas relacionadas, possam ter participação direta ou indireta nas sociedades de AAIs, evitando risco de concentração e prejuízo da livre concorrência do mercado.

Acreditamos que não cabe segmentar os participantes no formato de sociedade empresária e sociedade simples, pois medidas que gerem maior governança e qualificação dos AAIs são benéficas para todo o mercado e minimizam riscos para os clientes que os contratam, devendo ser adotadas por todas as empresas do segmento. No entanto, para não impor barreiras de entrada a novos participantes, é oportuno manter a possibilidade da prestação do serviço de AAI na pessoa física, com grau reduzido de exigências regulatórias.

EXCLUSIVIDADE

- e) é pertinente e oportuna a eventual flexibilização da exclusividade para os agentes autônomos, considerando, de um lado, a potencial redução da concorrência no mercado de intermediação, e, de outro, a atuação dos intermediários como “gatekeepers” de sua atuação?
- f) no extremo oposto do espectro regulatório, é pertinente e oportuno estender a exclusividade entre agentes autônomos e intermediários para a distribuição de cotas de fundos de investimento (eliminando a diferenciação entre distribuição de cotas de fundos de investimento e a de outros valores mobiliários)?
- g) que salvaguardas deveriam ser adotadas para mitigar os eventuais efeitos negativos que adviriam da eliminação do comando de exclusividade (por exemplo, determinação de estrutura de controles internos, indicação de diretores responsáveis, elaboração de regras, procedimentos e controles internos, medidas a serem adotadas para a preservação do sigilo das operações dos clientes ou estabelecimento de capital mínimo)?
- h) em um eventual cenário no qual os AAI sejam liberados do requisito de exclusividade e, em decorrência disso, passem a suportar uma carga regulatória maior, a que tipo e abrangência de disclosures (informações disponibilizadas ao público investidor, ainda que também compartilhadas com o regulador) este participante deveria estar sujeito?
- i) seria apropriado estabelecer alguma segmentação entre os agentes autônomos? Caso positivo, quais critérios poderiam ser adotados?
- j) de que forma poderia se dar o rearranjo de responsabilidades decorrente de tal flexibilização? O que caberia aos intermediários e aos AAI que não estivessem sob o regime da exclusividade?
- k) como poderiam se dar a supervisão e o acompanhamento pelos intermediários quanto aos atos praticados pelos AAI por eles contratados em um ambiente sem exclusividade? Como determinar o limite do que é responsabilidade de um e de outro intermediário? A relação entre administradores fiduciários e gestores pode servir como referência?
- l) como o mecanismo de ressarcimento de prejuízo funcionaria em um cenário de ausência de exclusividade, considerando a possibilidade de o agente autônomo realizar uma série de operações prejudiciais ao cliente diluídas no tempo e entre vários intermediários e a possibilidade de não se conseguir identificar somente um intermediário responsável pelo seu prejuízo?

Atualmente, no contexto da atividade dos AAIs, a responsabilidade pelo *suitability* é exclusiva dos intermediários. A flexibilização da exclusividade faria com que o profissional AAI tivesse que lidar com diversas avaliações de *suitability*, provavelmente divergentes entre si, sendo que a atuação com vários intermediários poderá ter como consequência a inobservância de nenhuma dessas avaliações. Por outro lado, a possível responsabilização do AAI pelo *suitability* completo do cliente levaria a uma descaracterização da função de preposto e uma caracterização da sua função como independente, permanecendo, no entanto, a condição de conflito de interesses. Essa situação levaria a uma aproximação das características da atividade de AAI à de consultor de valores mobiliários, com a diferença de que um é remunerado de forma

comissionada e o outro é remunerado pelo cliente. A função de consultor pressupõe o alinhamento de interesses. Caso o AAI possa ser responsabilizado pelo *suitability* completo do cliente, mantendo a remuneração comissionada, haveria uma mescla de características das funções de “*sell side*” com “*buy side*”, tendo como provável consequência uma percepção errônea por parte dos clientes sobre a natureza de preposto dos seus serviços prestados. Assim, consideramos primordial que seja mantida a atuação dos intermediários como “*gatekeepers*” da atuação dos AAIs e que seja mantida a exclusividade.

Com respeito à concorrência no mercado de intermediação, atualmente observa-se que há diversos intermediários que oferecem níveis parecidos de diversificação em tipos de ativos e estruturas disponíveis para o investidor, comparados ao maior intermediário do mercado. O que parece divergir este dos demais, do ponto de vista do profissional AAI, que é livre para escolher com qual intermediário trabalhar, são os incentivos em termos de remuneração gerado pelo poder de barganha frente aos emissores e gestores, e o treinamento dado aos prepostos com o intuito de maximização de sua remuneração e, conseqüentemente, também a do intermediário. É certo que a flexibilização da exclusividade aumentaria a concorrência no sentido de atração de AAIs aos diferentes distribuidores, no entanto, uma vez que a comissão do AAI é paga pela instituição, o critério de direcionamento dos clientes aos distribuidores poderá deixar de ser a carteira de produtos, preponderando o grau de atração dos profissionais relacionado à sua remuneração, gerando um possível leilão por esses profissionais no mercado. Assim, existe o risco de que haja um aumento nos rebates e taxas pagos aos AAIs, em detrimento da remuneração dos investidores.

O dever fiduciário deveria ser premissa básica para qualquer decisão do profissional de investimentos, deixando muito claro aos clientes quais os diferenciais, vantagens e desvantagens de cada instituição recomendada. A arbitragem entre instituições deve prezar sempre pelo interesse do cliente e não do profissional. No entanto, essa possível “corrida” dos distribuidores pelos AAIs poderá também os inibir de desenvolver soluções de distribuição voltadas para clientes de consultores de valores mobiliários e gestores de carteiras, prejudicando a evolução do mercado de “*buy side*”, o que limitaria as opções de modelos de serviços disponíveis para o investidor. Do ponto de vista de proteção e benefício do investidor, parece mais adequado que haja um incentivo para que os demais intermediários desenvolvam soluções com o intuito de minimização dos conflitos de interesses, do que incentivar uma indústria inerentemente conflitada, cujo natureza preza pelo benefício dos intermediários e seus prepostos. Esse incentivo beneficiaria também emissores e gestores, que teriam mais alternativas de distribuidores para seus ativos, com poder de barganha desconcentrado, abrindo a possibilidade de maiores investimentos no mercado de originação, estruturação e gestão.

Há uma outra forma de enxergar exclusividade que é a disponibilidade de ativos. Enquanto ativos negociados em bolsa são acessíveis a qualquer distribuidor, sendo que apenas o custo vai variar para o cliente, outros ativos como cotas de fundo e emissões bancárias são “exclusivos” a determinados distribuidores. Para que os clientes possam ter acesso a tudo o que o mercado pode oferecer, é necessário que ele tenha contas em diferentes plataformas, independentemente se o profissional que o atende seja exclusivo ou não. Conseqüentemente, a flexibilização da exclusividade na atuação dos AAIs provavelmente não acarretaria um impacto de maior concorrência entre distribuidores em benefício dos clientes.

Consideramos pertinente estender a exclusividade entre agentes autônomos e intermediários também para a distribuição de cotas de fundos de investimento, pelas mesmas razões já explicitadas relacionadas ao *suitability* e atração dos AAIs por distribuidores através do pagamento de rebates e comissões.

No entanto, caso haja a decisão da autarquia pela flexibilização da exclusividade, além da necessidade de um maior nível de responsabilidade, controles e processos internos, transparência e qualificação das sociedades e profissionais AAIs, é importante haver uma contrapartida de maior controle em relação às regras de registro

e cancelamento de ordens, proteção à informação dos clientes, multas, punições, prazos para adaptações e padrões éticos próprios. Também seria oportuna a obrigatoriedade de disclosure completo ao cliente dos motivos da recomendação de cada distribuidor pelos AAIs. Além disso, é importante o monitoramento pelo regulador do processo de decisão e recomendação de distribuidores e produtos por parte dos AAIs, seja por amostragem ou escolha.

Quanto ao estabelecimento de uma possível segmentação entre os AAIs, a medida implicaria em estabelecer uma categoria adicional às já existentes de profissionais que prestam serviços no mercado de investimentos, o que poderá trazer ainda mais dificuldade de entendimento da diferença entre esses profissionais pelos investidores, sendo indesejável, levando em conta o benefício e proteção do investidor. A necessidade de o profissional fazer o *disclosure* de exclusividade ou não-exclusividade não parece factível, dado que pouco se faz o *disclosure* sobre a forma de atuação vinculada.

Considerando a necessidade de que os intermediários continuem sendo responsáveis pelo *suitability* do cliente, cada um com seus critérios e sistemas de controle, parece extremamente difícil estabelecer uma divisão de responsabilidades entre diversos intermediários e AAIs, sem esquecer a necessidade de proteger a privacidade de dados pessoais e sensíveis dos clientes.

Quanto maior a possibilidade de conflitos de interesses entre AAI, intermediários e clientes, em razão das flexibilizações que estão sendo estudadas, maior será a necessidade de se estabelecer penalidades e sanções específicas.

TRANSPARÊNCIA

m) considerando a necessidade de se conferir mais transparência e mitigar conflitos de interesses na atuação dos agentes autônomos, qual a forma mais apropriada de se demandar a divulgação de sua remuneração pelos produtos distribuídos?

n) como estimular a atuação dos consultores de valores mobiliários em parceria com os intermediários e plataformas digitais de distribuição de produtos financeiros, sem desvirtuar sua atuação alinhada aos melhores interesses de seus clientes?

o) há outros tópicos relevantes diretamente correlacionados aos aqui levantados que devam ser objeto de eventual reflexão por parte da CVM?

Idealmente a transparência deveria ser total e igualitária para todos os participantes do mercado de distribuição de valores mobiliários, sejam instituições financeiras, DTVMs, prepostos, comerciais internos ou qualquer outro tipo de instituição ou profissional ligado à venda de produtos, havendo um ambiente claro e transparente em relação a estrutura de custos, comissões e rebates de uma forma geral. Mas caso não seja possível em um primeiro momento, é melhor um pouco de transparência no sistema, do que nenhuma.

Diante do conflito de interesses em relação aos produtos e multiplicidade de distribuidores, a remuneração do AAI em cada tipo de produto deveria ser idealmente disponibilizada de forma pública e acessível antes da contratação dos produtos, pelos próprios distribuidores, que obviamente têm o controle sobre a remuneração que é gerada pelos clientes dos AAIs e repassada a eles. Basta que haja uma padronização do formato de demonstração dessa remuneração.

Adicionalmente, considerando que a exigência regulatória de demonstração de vínculo do AAI com o intermediário não é suficiente para esclarecer ao investidor que a natureza do seu trabalho é conflitada, para gerar mais transparência seria muito útil estabelecer um material obrigatório e padronizado ao mercado que fosse disponibilizado pelos distribuidores e AAIs aos clientes no momento de sua admissão, com ciência

formal do cliente, explicando didaticamente a forma como os AAIs e os próprios distribuidores são remunerados, incluindo a elucidação do funcionamento das taxas de corretagem, rebate, comissão, custódia, etc.

Ainda no quesito transparência, a nomenclatura “Agente Autônomo de Investimentos” e “Assessor” prejudicam o entendimento com respeito à função desse profissional no mercado de investimentos. A primeira porque a palavra “autônomo” poder ser relacionada com o conceito de independência, ou ausência de vínculo, dado que o investidor pode não saber que faz alusão à natureza trabalhista da função. E a segunda porque assessoria é um termo bastante relacionado à função de consultoria, podendo gerar dúvidas quanto ao papel que o profissional realmente desempenha. Considerando que o termo “corretor” é bastante utilizado para denominar profissionais comissionados em diversos tipos de mercados, como o de seguros e o imobiliário, com o objetivo de gerar mais transparência à função desse profissional, os termos “Corretor de Valores Mobiliários” e “Corretor de Investimentos”, ou mesmo “Distribuidor Vinculado de Investimentos” e “Agente Vinculado de Investimentos”, são sugestões de nomenclatura que parecem mais adequadas.

Com respeito à atuação das consultorias de valores mobiliários, é evidente que o mercado ainda é deficiente em soluções com alinhamento interesses. Portanto, em benefício dos investidores, é pertinente que haja esforços com o objetivo de desenvolver soluções de serviços com menos conflitos de interesses. Entendemos que a natureza independente dos serviços prestados pelos consultores de valores mobiliários que atuam em parceria com intermediários é preservada, pois o alinhamento de interesses segue presente, já que está relacionado à remuneração por conta de seus clientes contratantes, além do grau de exigência desse profissional em termos de responsabilidade perante o *suitability* e demais exigências impostas pelo órgão regulador, inclusive relacionadas à manutenção dos registros que comprovem a natureza fiduciária das recomendações. O princípio dessas parcerias é o benefício aos clientes investidores, que contam com condições vantajosas em termos de preços dos ativos e devolução de rebates pelos distribuidores. Adicionalmente, a tecnologia possibilita o constante monitoramento das carteiras por parte dos consultores e a facilidade na execução por parte dos clientes dos investimentos recomendados. Assim, essas parcerias representam um grande avanço no desenvolvimento do mercado de consultoria de valores mobiliários.

Uma grande dificuldade encontrada pelos consultores de valores mobiliários no desenvolvimento do seu mercado é o fato de AAIs terem vantagem comercial ao se posicionarem de forma que o cliente investidor acredite que o serviço seja sem custo e com natureza independente. Assim, é essencial que seja elaborado um trabalho educativo, voltado tanto para o cliente final como para o público profissional, explicando o papel de cada profissional e como cada um deles profissional é remunerado, bem como seus direitos e obrigações. Mas ainda mais importante é que os profissionais e empresas se responsabilizem mandatoriamente por esse esclarecimento aos clientes, não somente nos contratos e termos utilizados na admissão dos clientes, mas também nos sites e materiais próprios, de forma clara e enfática. Idealmente, poderia haver um anúncio padrão obrigatório, que fosse publicado na primeira página do site das empresas e folders comerciais, de forma bastante visível, explicando a natureza dos serviços prestados e forma de remuneração. Com maior clareza quanto às diferenças entre os serviços prestados por AAIs, consultores de investimentos e gestores de carteiras, os profissionais poderiam competir em igualdade de condições, permitindo que o investidor possa escolher o modelo que mais lhe convenha.

Do ponto de vista dos intermediários, uma dificuldade importante para a disponibilização de plataformas atrativas para clientes de consultores de valores mobiliários é a falta de clareza sobre o possível impacto fiscal gerado pela devolução de rebates e comissões aos clientes, inclusive do ponto de vista de responsabilidade de retenção de impostos na fonte pelos distribuidores. Não se sabe se essa devolução tem natureza não tributável (como uma devolução de custo, tarifa ou comissão) ou se pode ser configurada como

(11) 2450 7464

Rua Dr. Guilherme Bannitz, 126, 2º andar
04532-060 – Itaim Bibi - São Paulo - SP
www.attimofinancas.com.br

renda ou ganho de capital. Assim sendo, se faz necessário o esclarecimento desse ponto, para que haja segurança por parte dos distribuidores em oferecer esses serviços.

Adicionalmente, com o intuito de gerar mais transparência a esse mercado que está se desenvolvendo, pode ser oportuno vetar a utilização de plataformas *white label* ofertadas pelos intermediários a consultores parceiros, divulgando ao mercado de forma totalmente clara a identidade dos distribuidores e a natural ausência de vínculo comercial entre estes e as consultorias de valores mobiliários.

Seria também oportuno criar um fluxo organizado de migração do profissional credenciado como AAI para a figura de consultor e vice-versa, permitindo, com o devido cuidado em termos de compliance, o trânsito provisório de clientes e profissionais entre as diferentes áreas reguladas pela CVM para quem deseja mudar a forma de atuação profissional, quem sabe através da coexistência temporária dos registros de Consultor e AAI, com o intuito único de migração do credenciamento.

Outros Tópicos Relevantes

Fiscalização

É pertinente comentar que existe uma percepção geral no mercado de que a fiscalização é pouco ativa, com escassa punição de intermediários e AAIs que induzam o cliente a acreditar que seus serviços sejam grátis, sem conflitos de interesses, com natureza de consultoria ou gestão. Assim, para que possa haver um desenvolvimento saudável dos serviços de investimentos no país, é necessário educar os participantes e intensificar a fiscalização, punição e divulgação de práticas irregulares de profissionais e instituições vinculadas.

Plataforma de Divulgação de Sanções Regulatórias

Seria interessante disponibilizar um meio de fácil consulta de profissionais e empresas reguladas, podendo pesquisar seu histórico, reclamações, punições, etc. Nos Estados Unidos existe o <https://brokercheck.finra.org/>, mantido pela Finra, que pode servir como um bom modelo.

Limites Normativos de Atuações dos AAIs

A normativa não é clara sobre o conceito de “assessoria” e os limites de atuação do AAI. É comum que os atuantes do mercado interpretem que esse profissional tem a permissão de recomendar produtos aos clientes e estruturar carteiras de investimentos. Apesar de a legislação diferenciar a atuação do consultor com respeito à do AAI, como no texto abaixo, não existe no mercado um consenso sobre esses limites de atuação, fazendo necessário que estes sejam definidos objetivamente.

“A Minuta também reconhece e diferencia os consultores de valores mobiliários da atuação dos agentes autônomos de investimento, que exercem, quando da distribuição de valores mobiliários, e de forma acessória à venda de produtos e serviços, uma atividade de suporte e orientação que contempla a prestação, inerente à relação comercial, de informações sobre os citados produtos e serviços oferecidos pelas entidades para as quais trabalham.”

Feeders Exclusivos de Fundos e Portabilidade

A criação de “*feeders*” de fundos de investimentos para distribuição exclusiva por determinados distribuidores impede que os clientes façam a livre portabilidade de um distribuidor para o outro, prejudicando a sua liberdade de escolha. Assim, é oportuno que esse tipo de prática seja proibida, pois prejudica a livre concorrência.

(11) 2450 7464

Rua Dr. Guilherme Bannitz, 126, 2º andar

04532-060 – Itaim Bibi - São Paulo - SP

www.attimofinancas.com.br

Mídia Especializada em Notícias Financeiras

Seria bastante benéfico ao mercado que a mídia especializada em notícias relacionadas ao mercado financeiro e de investimentos fosse desvinculada societariamente a distribuidores em geral, estabelecendo assim um caráter mais isento na educação e informação prestadas aos investidores.

Agradecemos a oportunidade de participação e nos colocamos à disposição para qualquer esclarecimento ou possível colaboração adicional.

Atenciosamente,

Diana Lemos Benfatti

Diretora Geral

**ATTIMO FINANÇAS PLANEJAMENTO FINANCEIRO E CONSULTORIA DE VALORES
MOBILIÁRIOS LTDA**