



São Paulo, 17 de setembro de 2021

À

Comissão de Valores Mobiliários

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

At.: Sr. Antônio Carlos Berwanger

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar

CEP 20.050-901 – Rio de Janeiro – RJ

E-mail: audpublicaSDM0521@cvm.gov.br

Ref.: **Edital de Audiência Pública SDM nº 05/2021**

Prezado Senhor,

A **BSM Supervisão de Mercados** (“BSM”) submete sua manifestação (“Manifestação”) a essa D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM” ou “Autarquia”), em atenção ao Edital de Audiência Pública SDM Nº 05/2021 (“Edital”), que contém as propostas para atualização das regras aplicáveis a agentes autônomos de investimento (“AAI”) e à divulgação de informações sobre remuneração e conflito de interesses na intermediação de operações com valores mobiliários, consolidando-as na forma das Minutas A e B, respectivamente, anexas ao Edital (“Minuta A”; “Minuta B” e, quando em conjunto, “Minutas”).

A BSM reconhece a relevância e atualidade dos temas trazidos pela CVM na Audiência Pública e parabeniza a iniciativa de promover o amplo debate sobre inovações à regulação das atividades desempenhadas pelos AAI.

A seguir, a BSM encaminha seus comentários e sugestões às Minutas, organizados a partir dos temas relevantes para a supervisão e fiscalização dos agentes dos mercados administrados pela B3, ali identificados.

As sugestões de inclusões feitas no texto das Minutas estão destacadas em negrito.

I. CONSIDERAÇÕES GERAIS

1. A análise do histórico da regulamentação da atividade de AAI indica que a não-exclusividade foi a regra – não a exceção – nas relações mantidas entre AAI e intermediários. A Instrução CVM nº 352/2001 já autorizava o vínculo de um mesmo AAI a múltiplos intermediários, no que foi acompanhada pela Instrução CVM nº 355/2001 e pela Instrução CVM nº 434/2006.
2. O caráter não-exclusivo dessas relações impunha desafios aos intermediários e às entidades encarregadas da supervisão e fiscalização das atividades desempenhadas pelos AAI, bem como contribuía para a falta de clareza dos investidores em relação à efetiva natureza da atuação dos AAI, como vendedores especializados de valores mobiliários vinculados a um ou mais intermediários, e ao grau de supervisão esperado sobre suas atividades.
3. Entre os desafios do regime de não-exclusividade destacam-se de maneira especial a potencial incompatibilidade da multiplicidade de controles internos, regras e procedimentos dos intermediários contratantes aos quais os AAI poderiam estar submetidos e a dificuldade de tais intermediários acompanharem eficientemente as atividades dos AAI, ambos expressamente mencionados pela CVM no Edital da Audiência Pública SDM nº 03/10 – que resultou na Instrução CVM nº 497/2011 – como fundamento para a transição para um modelo exclusivista de relacionamento entre intermediários e AAI, à exceção, posteriormente reconhecida, da distribuição de cotas de fundo de investimento.
4. A dificuldade de monitoramento, controle e supervisão dos AAI pelos intermediários, portanto, esteve no centro das razões que levaram à introdução da obrigação de exclusividade que ora se propõe extinguir.
5. Ao longo do tempo, contudo, a atividade se desenvolveu e o mercado de prestação desses serviços ganhou maior relevância e maturidade. A BSM acredita ter desempenhado um papel importante nesse desenvolvimento. Foram, por exemplo,

58 processos administrativos disciplinares instaurados para apurar indícios de infrações relacionadas ao exercício de atividades de AAI sem registro na CVM, gestão irregular de recursos, uso de senha exclusiva de cliente para transmissão de ordens e práticas abusivas cometidas por esses agentes.

6. A maior percepção quanto à eficácia dos mecanismos de *enforcement*, associada ao surgimento de modelos de negócio inovadores por parte dos intermediários, bem como ao incremento da base de investidores pessoa física e da oferta de produtos e serviços, contribuíram para colocar em evidência a figura do AAI, ao mesmo tempo em que revelaram a necessidade de aprimoramento dos mecanismos de controle e governança aplicáveis à sua atuação, a exemplo do que foi observado no mercado bancário. Na visão da BSM, esse conjunto de fatores altera significativamente o cenário anterior, abrindo espaço para que o regime de não-exclusividade possa ser debatido novamente em um ambiente diferenciado.

7. A BSM apoia a discussão e acredita nos ganhos que a eliminação da exclusividade normativa pode produzir. Para isso, no entanto, é importante não perder de vista experiências regulatórias correlatas, as quais podem auxiliar na tarefa de assegurar que o fim da exclusividade obrigatória se dê sem prejuízo da preservação das conquistas obtidas ao longo do tempo.

8. A BSM acredita que um acompanhamento cuidadoso e detalhado das alterações que venham a acontecer por força da nova regulamentação favorecerá o êxito do novo regime.

II. REGRAS, PROCEDIMENTOS E CONTROLES INTERNOS DO AAI

II.1. Fundamentos:

9. Intermediários e AAI constituem elos de uma única cadeia de intermediação e distribuição de valores mobiliários e, nessa qualidade, cada um em sua medida, exercem funções de *gatekeeper* da observância do cumprimento das normas estabelecidas para regulação dos mercados organizados de valores mobiliários.

10. O reforço nas regras de transparência e conscientização dos investidores sobre os limites da atuação dos AAI, a elevação da responsabilidade dos AAI na cadeia de distribuição de valores mobiliários – inclusive com a imposição de regras, procedimentos e controles internos próprios, além de estruturas de governança com a presença de diretor de controles internos e de *compliance* e obrigatoriedade de elaboração de relatórios periódicos – constituem mecanismos relevantes, além de consistentes com os já previstos para os intermediários pela Resolução CVM nº 35/2021, para endereçamento do novo modelo e perpetuação das conquistas alcançadas e identificadas pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos da CVM.

11. Nessa linha, a BSM sugere que a CVM considere estabelecer um conteúdo mínimo a ser atendido pelos AAI que desejarem manter vínculo contratual com mais de um intermediário, ou admitirem em seus quadros sócios que não sejam AAI. Esse conteúdo mínimo contribuiria para reduzir o campo de incerteza e a possível disparidade na construção dos controles internos por participantes como os AAI que, pela primeira vez, enfrentarão o desafio de estruturar, de forma autônoma e independente, seus controles para observância normativa.

12. A BSM acredita que a contemplação normativa de tais requisitos mínimos, escalonados e proporcionais à atuação dos AAI, apresentaria ganhos em termos de supervisão e fiscalização das atividades da categoria.

13. Apenas a título ilustrativo, esse conteúdo mínimo poderia incluir requisitos sobre a preservação da confidencialidade de informações entre intermediários contratantes do AAI, impedimento do exercício das atividades de AAI por aqueles sócios que não sejam registrados perante a CVM, gestão e execução de ordens, *best execution*, *suitability*, conflito de interesses, infraestrutura mínima de tecnologia da informação, compartilhamento de infraestrutura para atendimento de cliente de mais de um intermediário, sistemas de registro e gravação de ordens e demais controles que, atualmente, são exigidos pelos intermediários dos AAI por força, em especial, dos deveres impostos pela Resolução CVM nº 35/2021. Também nesse sentido,

a BSM sugere que a norma detalhe o conteúdo mínimo esperado dos relatórios periódicos de controles internos dos AAI.

14. Tais sugestões da BSM guardam proximidade com a opção feita pela CVM ao divulgar o Ofício-Circular nº 2/2021/CVM/SIN, de 23 de fevereiro de 2021¹, contendo orientações quanto aos elementos mínimos que devem compor as atividades de *compliance* e o relatório de conformidade exigido dos administradores de carteira de valores mobiliários, sujeitos, atualmente, à Resolução CVM nº 21/2021.

15. Portanto, o propósito dessas sugestões é eliminar incertezas quanto às formas consideradas adequadas para cumprimento da regulamentação, auxiliar os AAI no aprendizado natural que haverá com a eliminação da exclusividade e conferir transparência quanto aos objetivos da supervisão realizada pela CVM e pela BSM, reduzindo o custo de observância e propiciando efetividade regulatória.

16. Outra ponderação importante é a de reavaliar a exigência de inclusão de planos de continuidade de negócios e segurança cibernética entre as obrigações do AAI. Conquanto esse requisito tenha sido reputado de menor relevância no Edital SDM nº 05/2021, a manutenção justifica-se pela relevância da transformação digital e de acesso que o mercado de capitais vem passando, com uso de tecnologias diferenciadas e que atraem o interesse de diferentes perfis de investidores, além de promover o melhor e contínuo atendimento ao investidor e de se evitar arbitragem regulatória entre instituições intermediárias e AAI, até mesmo para os que atuem sob regime de exclusividade.

17. Por fim, a BSM entende que a proposta de criação de centros de imputação de responsabilidade, com designação de diretor de controles internos e de *compliance*, é a mais adequada para estimular os AAI a refletirem, nas próprias regras, procedimentos e controles internos que escolherem implementar; e, no caso dos intermediários, para estimulá-los a fiscalizar seus prepostos e a vincular-se àqueles que tenham desenvolvido regras, procedimentos e controles internos convergentes e

¹ <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-0221.html>. Acesso: 14.09.2021

aderentes aos seus próprios.

II.2. Proposta de alteração – Art. 35 da Minuta A:

18. A proposta supra formulada resultaria em adaptação ao art. 35 da Minuta A ora em consulta pública, cuja redação sugerida apresenta-se abaixo, em negrito:

“Art. 35. Os agentes autônomos de investimento não exclusivos ou que admitam sócios não registrados devem adotar e implementar:

I – regras adequadas e eficazes para o cumprimento do disposto na presente Resolução;

II – procedimentos e controles internos com o objetivo de verificar a implementação, aplicação e eficácia das regras mencionadas no inciso I.

§ 1º As regras, os procedimentos e os controles internos de que trata este artigo devem ser de conhecimento prévio dos intermediários a quem o agente autônomo de investimento não exclusivo estiver vinculado e conter, no mínimo, disposições sobre:

I – obrigatoriedade de o Agente Autônomo detalhar, de modo claro, transparente e comparável, as alternativas à disposição investidor, com discriminação integral dos custos associados, possibilitando que a escolha do intermediário ofertante de produtos ou serviços seja feita pelo investidor em regime de plena informação, em especial nas situações em que sua ordem possa ser executada em mais de um intermediário;

II – critérios objetivos, aferíveis e auditáveis, que serão adotados para garantir que as ordens dos investidores sejam sempre executadas segundo seu melhor interesse, em particular nas situações em que sua ordem possa ser executada em mais de um intermediário;

III – organização e fiscalização das pessoas e estruturas compartilhadas na prestação de serviços de forma vinculada a mais de um intermediário, disciplinando, inclusive, os controles aplicáveis à oferta de produtos ou serviços por mais de um intermediário.

(...)”

III. RESPONSABILIDADE CIVIL E REGULATÓRIA DE ADMINISTRADORES

III.1. Fundamentos:

19. Não obstante a regra que estabelece centros de imputação de responsabilidade nas figuras dos diretores de controles internos e de *compliance* (art. 36, incisos I e II, da Minuta A), a BSM pondera que em alguns casos decisões da administração também podem impactar a qualidade dos controles e das operações desempenhadas pelos AAI, independentemente da atuação desses diretores. Isso pode ocorrer, a título exemplificativo, por diversos motivos, como planejamento orçamentário, decisões estratégicas, priorização de atividades, entre outros. Para equacionar esse problema, a BSM sugere que seja explicitada a possibilidade responsabilização civil, perante o investidor, e administrativa, perante a CVM e a BSM, dos administradores não certificados como AAI, nas hipóteses em que eles pratiquem atos ou exerçam influência determinante para o descumprimento de normas regulatórias.

III.2. Proposta de alteração – Art. 36 da Minuta A:

20. A implementação dessa sugestão seria possível com a adoção da seguinte redação ao art. 36 da Minuta A:

“Art. 36. Os agentes autônomos de investimento não exclusivos ou que admitam sócios não registrados devem indicar:

I – um diretor estatutário, necessariamente agente autônomo de investimento registrado conforme o art. 4º, responsável pelas atividades previstas no art. 3º e pelo cumprimento das normas estabelecidas por esta Resolução; e

II – um diretor estatutário responsável pela supervisão dos procedimentos e controles internos previstos no inciso II do caput do art. 35.

(...)

§ 7º Sem prejuízo da responsabilidade imputada aos diretores referidos nos incisos I e II do caput, os administradores também poderão ser responsabilizados civil ou administrativamente, perante órgãos reguladores e de autorregulação, pelos atos próprios ou pelas

irregularidades para as quais tenham diretamente contribuído.”

IV. FISCALIZAÇÃO NA HIPÓTESE DE CONFLITO ENTRE AS REGRAS

IV.1. Fundamentos:

21. O art. 31 da Minuta A disciplina que aos AAI compete observar as “*regras, procedimentos e controles internos adotados por cada intermediário, devendo prevalecer as mais restritivas, quando conflitantes*”.

22. Na interpretação da BSM não está claro a quem compete solucionar potenciais conflitos de julgamento relacionados ao grau de restrição regras, procedimentos e controles internos em comento. A BSM propõe que esta avaliação compita ao próprio AAI, que deverá, antes da contratação, deixar claras as regras que reproduzirá em sua estrutura, nos termos do art. 35, parágrafo primeiro, inciso III da Minuta A. Nesse cenário, cada intermediário poderá optar por aceitar a escolha feita pelo AAI, com o que estaria concordando com o julgamento do AAI sobre a maior ou menor restritividade das regras adotadas. Na hipótese de modificação das regras ao longo do contrato, igualmente competiria ao AAI promover essa escolha, comunicando-a imediatamente aos intermediários aos quais esteja vinculado, os quais poderão, em seguida, optar pela manutenção ou rescisão do vínculo contratual.

23. Em qualquer cenário, sempre que os intermediários, cientes das regras, procedimentos e controles internos adotados pelo AAI, optarem pela criação ou manutenção do vínculo contratual, assumirão também a responsabilidade pela suficiência desses mecanismos de governança e controles.

IV.2. Proposta de alteração – Art. 31 da Minuta A:

24. Caso a sugestão acima seja acolhida, a BSM sugere a seguinte redação para o art. 31 da Minuta A:

“Art. 31. A prestação dos serviços previstos no art. 3º a mais de um intermediário não afasta:

I – as responsabilidades dos intermediários contratantes previstas nesta Resolução; e

II – a necessidade de observância pelos agentes autônomos de investimento das regras, procedimentos e controles internos adotados por cada intermediário contratante, devendo sempre prevalecer as mais restritivas, quando conflitantes.

§ 1º Na hipótese de conflito, de que trata o inciso II, competirá ao agente autônomo de investimento definir as regras, procedimentos e controles internos que repute mais restritivos, devendo informar os intermediários aos quais esteja vinculado de sua decisão nos termos do art. 35, parágrafo primeiro, inciso III da Minuta A.

§ 2º Ao intermediário competirá avaliar as regras estabelecidas pelo agente autônomo e decidir, nas situações de conflito, a possibilidade de manutenção do vínculo contratual, responsabilizando-se, neste caso, por eventuais falhas mesmo decorrentes da aplicação de controles do agente autônomo diversos dos que adota internamente.

§ 3º Todos os intermediários que contratarem um mesmo agente autônomo de investimento não exclusivo respondem pelos atos por ele praticados perante clientes e terceiros, nos termos do art. 26, e pela fiscalização de suas atividades, nos termos do art. 28, II, observados os limites de acesso a informações previstos no art. 32, II.”

V. SUPERVISÃO BASEADA EM RISCO

V.1. Fundamentos:

25. A flexibilização da exigência de exclusividade confere aos intermediários e aos AAI a capacidade de analisar com autonomia os benefícios de um ou outro modelo e decidir implementar um modelo de negócios exclusivista ou não. Nesse sentido, o Edital destaca que *“a expectativa da Autarquia é que eles próprios sejam capazes de avaliar se um arranjo fora de um regime de exclusividade atende aos interesses de*

todos e, em sendo o caso, de encontrar o meio mais eficiente para o pleno cumprimento da norma”.

26. A BSM não só concorda com essa afirmação, como também entende que um dos fatores a serem sopesados pelos AAI nessa análise será o custo de observância regulatória decorrente do modelo não-exclusivo. Corroborando a análise, ponderamos que o modelo não-exclusivo, uma vez em prática, tende a favorecer a supervisão com base em metodologia de Abordagem Baseada em Riscos (“ABR”), já aprovada pela CVM em sua Resolução/CVM nº 50/2021, para a supervisão de AAI não-exclusivos pelos intermediários.

VI. SEGREGAÇÃO DE DADOS DE CLIENTES ENTRE OS INTERMEDIÁRIOS

VI.1. Fundamentos:

27. Na visão da BSM, outra implicação da migração de um modelo exclusivo para um não exclusivo de vinculação refere-se à segregação, tratamento e confidencialidade de informações pertinentes a dados cadastrais, comunicações e operações de clientes atendidos por um AAI não-exclusivo.

28. A Minuta A prevê, nos termos de seu art. 32, que cabe aos AAI instituir suas próprias regras, procedimentos e controles internos voltados a assegurar a confidencialidade de informações sigilosas. Por outro lado, ressalva que os intermediários devem ter acesso a informações sobre a oferta de produtos e serviços.

29. Para superar os desafios decorrentes da aplicação conciliada desses dois comandos, a BSM pondera que é importante que cada AAI defina e divulgue, de modo claro, em suas regras, procedimentos e controles internos, quais soluções adotará, em especial, para os seguintes tópicos: (i) desenvolvimento de arquitetura de sistemas, de forma a garantir a confidencialidade das informações de cada cliente, com acesso segregado para cada intermediário; (ii) utilização de ferramentas para gestão de informações de clientes ligados a intermediários diferentes; e (iii) estruturação de equipes, compartilhadas ou exclusivas, para cada intermediário

com o qual mantiver vínculo contratual.

30. Na hipótese de o modelo de negócios do AAI prever que a mesma equipe poderá, simultaneamente, representar mais de um intermediário no contato com o investidor – medida que facilitaria a comparação de produtos semelhantes oferecidos por intermediários diversos e contribuiria para redução do custo de observância nesse momento inicial de transição entre modelos – será importante o AAI detalhar as medidas planejadas para viabilizar o cumprimento das regras disciplinadas no art. 32 da Minuta A.

31. As ponderações acima têm caráter exemplificativo e sua adoção poderá ser contemplada no atual art. 35 da Minuta A.

VII. BEST EXECUTION

VII.1. Fundamentos:

32. A regulamentação aplicável à intermediação de valores mobiliários em mercados organizados estabelece que, para fins de aferição das melhores condições de execução da ordem, não sejam considerados apenas aspectos financeiros, como preço e custo, mas todos aqueles relevantes para sua implementação, como probabilidade da execução das ordens e da liquidação das operações dos clientes.

33. No entanto, à luz do parágrafo único do art. 20 da Resolução CVM nº 35/2021, os aspectos relevantes para execução de ordens variam em função de cada intermediário e podem não ser comparáveis e ponderados aprioristicamente. Por isso, é importante que, sem prejuízo da imposição do dever de melhor execução, o AAI apresente, sempre, todas as informações necessárias para que o investidor tome a decisão que repute mais adequada aos seus objetivos de investimento.

34. Considerando que o princípio do *best execution* tutela os interesses do investidor (e não do AAI ou do intermediário), a BSM sugere que, em especial no mercado de balcão organizado, a nova regulamentação preveja a obrigação de os AAI

não-exclusivos estabelecerem, em seus próprios controles internos, os critérios adotados para garantir a melhor execução das ordens de seus clientes, a partir de critérios objetivos, aferíveis e auditáveis, em situações em que uma mesma ordem puder ser executada em mais de um intermediário.

VII.2. Proposta de alteração – art. 35 da Minuta A:

35. A proposta acima poderia ser implementada mediante a inclusão do inciso II ao novo § 1º do art. 35 já sugerido pela BSM no item II.2 desta manifestação.

VIII. CONFECÇÃO E ENCAMINHAMENTO DE EXTRATOS

VIII.1. Fundamentos:

36. A BSM apoia a preocupação da CVM a respeito do reforço nas regras de transparência e conscientização dos investidores sobre a atuação dos AAI.

37. Nesse sentido, a BSM entende que a vedação para que AAI confeccionem e enviem, para os investidores, extratos contendo informações sobre operações realizadas ou posições em aberto, deve ser mantida na minuta proposta e incluída no Termo de Ciência anexo à Minuta A.

VIII.2. Proposta de alteração – art. 24 da Minuta A:

38. Caso a proposta acima seja acolhida, sua implementação pode se dar mediante a inserção de um inciso ao art. 24 da Minuta A:

“Art. 24. É vedado ao agente autônomo de investimento:

I – receber de clientes ou em nome de clientes, ou a eles entregar, por qualquer razão e inclusive a título de remuneração pela prestação de quaisquer serviços, numerário, títulos ou valores mobiliários ou outros ativos;

II – ser procurador ou representante de clientes perante intermediários, para quaisquer fins;

III – contratar com clientes ou realizar, ainda que a título gratuito, serviços de administração de carteira de valores mobiliários, consultoria ou análise de valores mobiliários;

IV – atuar como preposto de intermediário com o qual não tenha contrato para a prestação dos serviços previstos no art. 3º;

V – delegar a terceiros, total ou parcialmente, a execução dos serviços que constituam objeto do contrato celebrado com o intermediário pelo qual tenha sido contratado;

VI – usar senhas ou assinaturas eletrônicas de uso exclusivo do cliente para transmissão de ordens por meio de sistema eletrônico; e

*VII – **confeccionar e enviar a clientes extratos contendo informações sobre operações realizadas ou posições em aberto.***

(...)”

IX. VACATIO LEGIS

39. Considerando que as modificações ora propostas demandarão adaptação de um conjunto de informações, regras, procedimentos e controles tanto dos intermediários quanto dos AAI, a BSM, em benefício da organização do mercado e previsibilidade quanto às novas regras aplicáveis, sugere a fixação de um período de *vacatio legis*. Durante esse prazo, o mercado, a CVM e a BSM poderão trabalhar em um cronograma de supervisão segmentado em auditorias específicas focadas, inicialmente, nos AAI não-exclusivos, de modo a capturar as práticas e modelos que serão adotados pelo mercado.

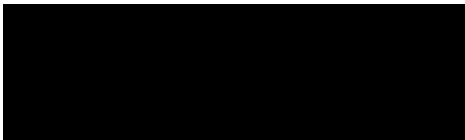
40. A BSM sugere ainda que a CVM adote métricas e indicadores padronizados de impacto da nova regulamentação nos AAI e intermediários, aferíveis periodicamente, permitindo o acompanhamento da evolução do mercado de intermediação; a identificação do alcance dos objetivos almejados com o novo regramento; e o eventual ajuste normativo, se necessário.

41. A BSM se coloca à inteira disposição da CVM e do mercado para contribuir com sua experiência de supervisão na construção das novas métricas, indicadores e

modelos, inclusive para a emissão de relatórios padronizados e comparáveis contendo informações sobre a remuneração dos AAI e intermediários.

42. Uma vez mais, a BSM parabeniza a CVM pela iniciativa de atualizar o regramento normativo da atividade desempenhada pelos AAI na cadeia de intermediação e distribuição de valores mobiliários, pela promoção do amplo debate sobre a matéria e coloca-se à disposição da CVM para seguir contribuindo para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Atenciosamente,



André Eduardo Demarco
Diretor de Autorregulação