

São Paulo, 30 de agosto de 2019.

Exmo. Sr.

Antônio Carlos Berwanger

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM

Comissão de Valores Mobiliários - CVM

audpublicaSDM0319@cvm.gov.br

Rua Sete de Setembro, 111 – 23º andar

Rio de Janeiro - RJ

20050-901

Ref.: Audiência Pública SDM Nº 03/19 (“AP SDM 03/19”)

Objeto: Convite para apresentação de manifestações sobre as opções regulatórias relacionadas à modernização da norma que dispõe sobre os agentes autônomos de investimento e ao aprimoramento da atividade de distribuição de valores mobiliários

Exmo. Sr. Superintendente,

Primeiramente, a *CFA Society Brazil* (“*CFA Society*”) parabeniza esta D. CVM pela inovadora iniciativa de propor ao mercado o debate dessa questão de extrema relevância, que diz respeito ao aprimoramento das atividades de distribuição de valores mobiliários e, mais especificamente, considerando o papel dos Agentes Autônomos de Investimento (“AAIs”).

Temos certeza de que o debate irá motivar impactos positivos ao mercado, provocará ganhos de eficiência e modernização, e, certamente, priorizará a efetiva proteção dos investidores. Desta forma, consideramos meritória e muito oportuna a iniciativa da CVM.

É evidente que mudanças relevantes vêm ocorrendo no setor de investimentos, principalmente da forma como os poupadores têm tido acesso aos diversos canais de distribuição e de prestação de serviços associados a produtos financeiros; assim acreditamos que se torna estratégica uma discussão prévia (do ponto de vista conceitual), antes ainda de se passar à efetiva proposição de um novo texto normativo.

Nesse sentido, é essencial considerar não só a premissa básica de proteção ao investidor, mas também a busca de maior qualidade e eficiência dos mercados, sem a geração de barreiras ou custos regulatórios excessivos que possam refrear a nítida revolução que vem ocorrendo nos canais de arquitetura aberta.

Acreditamos que o País deve continuar convergindo para um patamar menor de taxa de juros, o que irá causar uma progressiva aproximação da alocação de portfólios no Brasil aos padrões internacionais, com a introdução cada vez maior de produtos mais sofisticados e o aumento do investimento em ativos de risco – e tudo isso em um ambiente em que a tecnologia e o novo comportamento (dos investidores e dos canais de distribuição, dentre eles os AAIs) têm permitido maior acessibilidade a novos entrantes na oferta de serviços ligados a estes produtos. Nesse cenário sempre ganha importância o debate sobre como permitir que tais tecnologias, hábitos e comportamentos convivam com uma alocação segura e ditada pelas premissas corretas, que coloque o atendimento ao investidor no centro do processo de distribuição de ativos financeiros.

A *CFA Society* é uma entidade formada por profissionais detentores da certificação *Chartered Financial Analyst - CFA*, amplamente reconhecida no mercado financeiro global. A promoção da atuação ética e transparente por todos os agentes do mercado financeiro, com especial referência às práticas e regras que visam à proteção do investidor, faz parte dos esforços contínuos da *CFA Society* e de seus membros, direção esta que norteou o conteúdo das propostas aqui oferecidas.

Para a elaboração de nossas sugestões à audiência, atuamos em duas frentes: (i) foi formado um grupo de trabalho com diversos voluntários, todos membros da *CFA Society*, atuantes em segmentos variados do mercado de capitais nacional coordenado pelo seu *Advocacy Committee*; e (ii) em paralelo ao trabalho técnico, realizamos uma pesquisa entre os associados, com questões de múltipla escolha ou de resposta em graduação de escala entre concordância e discordância, tratando de temas relacionados às questões centrais da AP SDM 03/19.

Vale notar que as duas iniciativas têm objetivos distintos: o trabalho de confecção de uma resposta estruturada a uma Audiência Pública envolve reflexão, debate e aprofundamento analítico; já a resposta a uma pesquisa de opinião capta o “sentimento” geral sobre o tema, sem o aprofundamento propositivo e detalhamento técnico (devendo ser analisado de forma relativa). Neste documento encaminhamos então a esta D. CVM nossos apontamentos formais, relativos à AP SDM 03/19. Na construção de nossa argumentação, fizemos referências aos resultados da pesquisa, mas esta, em seu inteiro teor, não compõe a proposta e fica disponível para envio à V.Sas. caso manifestem interesse.

A seguir, passaremos então às contribuições da *CFA Society* a respeito dos tópicos objetivos questionados pelo Edital da AP SDM 03/19:

5.1. 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?

Sobre este primeiro tema, acreditamos que a ampliação das formas de constituição das pessoas jurídicas de AAls é o ponto que *melhor expressa o crescimento e amadurecimento do setor*.

O contexto passado, de restrição a sociedades simples, era distinto do atual: notadamente, o ambiente era o de utilização de AAls pelas corretoras para simples execução de seus serviços tradicionais com redução de custos trabalhistas - ou seja, as corretoras transformavam suas equipes de atendimento a clientes e “trading” em “empresas de AAls” que, em realidade, não possuíam objetivos empresariais próprios.

Esta figura no mercado de investimentos foi mudando, sendo substituída por profissionais de perfil empreendedor, que agora atuam junto às “plataformas de produtos” com uma ambiciosa visão de estruturação e crescimento, num universo totalmente novo de oferta de investimentos, com intenso uso de tecnologia, informação e comunicação.

O próprio viés “empresarial” dessas atuais sociedades de AAls torna a estrutura de sociedade simples excessivamente restritiva para os rumos para ao qual o mercado vem se encaminhando.

As preocupações estabelecidas nos questionamentos da CVM, de forma sintética, seriam as seguintes:

- **Como evitar a atuação de profissionais não credenciados no exercício da atividade fim de um AAI;**
- **Como compatibilizar sociedades empresárias e o regime de responsabilidade;**
- **Se faria sentido a segmentação entre sociedades simples e sociedades empresárias, e, caso afirmativo, com base em que critérios/diferenciais;**
- **Outras eventuais vantagens e desvantagens deste novo modelo.**

Acreditamos que os dois primeiros pontos tratam de preocupações similares: a partir do momento em que houver maior “fluidez” na composição societária e no quadro de colaboradores das sociedades de AAls, comportando sócios capitalistas num *framework* empresarial, bem como outros colaboradores destinados a atividades diversas, se faz necessário cuidado para que (i) tais novos agentes não exerçam a atividade-fim sem credenciamento e (ii) não se fragilizem o vínculo e os princípios norteadores do regime de responsabilidade entre o AAI e seu respectivo contratante.

Já os dois últimos questionamentos nos parecem ter sua resposta associada à visão estabelecida nos dois primeiros.

Confiamos que a forma como os negócios atualmente se estabelecem, por si só, reduz bastante a possibilidade de que haja a atuação de profissionais não credenciados: grande parte – ou a quase totalidade – do fluxo de ordens entre clientes, AAls e suas instituições hoje se dá por canais eletrônicos, e, por consequência, é natural que a

empresa contratante do AAI só acate ordens providas por *e-mails* de AAI's atuando efetivamente em sociedades de AAI's.¹

Quaisquer desvios de prática, no modelo atual de sociedade simples ou de sociedade empresária, permanecem sendo itens relevantes *da responsabilidade da instituição contratante*, no dever de verificação da legitimidade das operações executadas no âmbito dos clientes oriundos de seus AAI's - acompanhando o crescimento dessas estruturas, vimos assistindo a um aumento nos investimentos em controles eficientes a esse respeito pelas chamadas "plataformas" (as instituições contratantes dos AAI's); logo, em razão disso, acreditamos que seria reduzido o risco de atuação de profissionais não autorizados.

A respeito da segunda questão, acreditamos que a origem da discussão seja a possibilidade de que parcela relevante - ou até majoritária - do capital de uma empresa de AAI passe a ser detida por sócios capitalistas *não habilitados como AAI's*, colocando em questão a sua efetiva responsabilização.

A nosso ver, o simples fato do quadro variável de sócios capitalistas e sócios AAI's *não configuraria*, de forma alguma, mudança no objeto social da empresa ou nas obrigações dos administradores e demais funcionários: fazendo aqui um paralelo, empresas de administração de carteiras de valores mobiliários ou de consultoria de valores mobiliários, por exemplo, não estão sujeitas a exigências relativas à sua composição acionária, e nem por isso a fluidez no controle de seus capitais sociais suscita questionamentos sobre a efetiva responsabilidade da empresa ou de seus profissionais sobre sua atividade-fim.

Acreditamos que *a mesma linha de análise* deveria ser considerada para novas estruturas de AAI's constituídas como sociedades empresárias, com livre trânsito de sócios capitalistas, bem como de funcionários dedicados a atividades *distintas* (das atividades) dos AAI's dentro da empresa.

Nesse novo contexto, a nova Instrução que irá regular a atividade dos AAI's *deveria ser enfática na preservação da linha de responsabilidade entre instituição contratante e empresa de AAI*, além de *resguardar as atuais precondições para o exercício das atividades centrais reguladas*, dentre as quais a exigência de que o AAI pessoa física seja um profissional credenciado com determinadas responsabilidades legais.

Também recomendamos reforçar, no texto da nova Instrução, que estas novas combinações societárias demandem *especial atenção na mitigação de conflitos de interesse* que eventualmente surjam entre os possíveis perfis distintos destes novos sócios e o exercício da atividade da empresa de AAI - no mesmo sentido, neste ambiente societário "plural", torna-se relevante *maior cuidado com a guarda e sigilo de informações que circulam na empresa*, sobre os negócios realizados e sobre os dados cadastrais e financeiros de seus clientes.

¹ Em geral, tal fluxo de ordens envolve troca de informações em cópia *ao próprio cliente ou via sistema*: no caso de ordens por outros canais (via ligação telefônica, por exemplo), sempre permanece a obrigação de a instituição contratante verificar que o agente comercial da empresa de AAI é também, por consequência, *ele próprio*, um AAI.

5.2 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)? Nesse sentido, pedimos considerações que levem em conta tanto o aspecto concorrencial quanto a proteção ao investidor.*

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?*

Um dos princípios defendidos pela CFA Society é que haja *ampla liberdade e flexibilidade de realização de negócios nos diversos mercados*. Tal liberdade traz consigo certas responsabilidades: nosso propósito é buscar a forma mais eficiente e segura de conciliar estes dois objetivos.

A autorização de que o AAI estabeleça múltiplos vínculos pode proporcionar uma concorrência saudável entre as plataformas, mas provavelmente teria de vir acompanhada de maiores responsabilidades de cunho regulatório e operacional², já que

² A título de exemplo, lembramos o regime aplicável pela CVM aos gestores de recursos, previsto na Instrução CVM n.º 558, de 26 de março de 2015, transcrito abaixo:

“Art. 30. O administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa jurídica, pode atuar na distribuição de cotas de fundos de investimento de que seja administrador ou gestor, desde que:

I – observe as seguintes normas específicas da CVM:

a) normas de cadastro de clientes, de conduta e de pagamento e recebimento de valores aplicáveis à intermediação de operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários;

tais controles hoje são centralizados na instituição contratante. A partir do momento em que o AAI estabelece relacionamentos *difusos* com *diversas instituições contratantes*, tais controles possivelmente deverão, ao menos em certa dose, recair sobre o próprio AAI.

Em nosso entender, os controles que provavelmente se revelariam mais desafiadores seriam aqueles definidos pela Instrução CVM nº 505, de 27 de setembro de 2011:³ dentre estes, seriam especialmente sensíveis as **questões operacionais** relativas a (1) procedimentos mais robustos de prevenção à lavagem de dinheiro e de “Conheça seu Cliente” (PLD/KYC - em função da maior “centralização” do relacionamento com os clientes), e (2) gravações e registros de ordens por múltiplos canais (ligações por telefone e e-mails, principalmente) a diversas intuições financeiras, implicando inclusive em maior risco operacional no envio de ordens e recursos entre várias contas.⁴

Adicionalmente aos controles de natureza tipicamente operacional, há que se destacar a **responsabilidade de cunho fiduciário**, da realização de um processo abrangente de *suitability*: a nosso ver, não faria sentido, em um modelo de AAI com múltiplos vínculos, submeter um mesmo cliente a diferentes processos de *suitability*, que podem não ser totalmente consistentes, para cada instituição contratante do AAI.

Os múltiplos vínculos também trariam uma segunda questão relevante do ponto de vista fiduciário: o dever de busca da **melhor execução ou menores custos** (*best execution*) de produtos, em cada uma das plataformas, a cada recomendação de alocação, realocação ou balanceamento da carteira: caso haja disponibilidade do

b) normas que dispõem sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente;

c) normas que dispõem sobre a identificação, o cadastro, o registro, as operações, a comunicação, os limites e a responsabilidade administrativa referentes aos crimes de “lavagem” ou ocultação de bens, direitos e valores; e

d) normas que dispõem sobre a troca de informações entre distribuidor e administrador de fundos de investimento; e

II – indique um diretor responsável pelo cumprimento das normas de que trata o inciso I e, de maneira geral, pela atividade de distribuição de cotas de fundos de investimento, que pode ser a mesma pessoa de que trata o inciso III do art. 4º.

§ 1º O administrador de carteiras de valores mobiliários, quando começar a atuar na distribuição de cotas de fundos de investimento de que seja administrador ou gestor, deve atualizar os campos 6.1.d, 8.7, 8.12 e 10.6 do Anexo 15-II.

§ 2º Caso não seja instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil, o administrador de carteiras de valores mobiliários não pode contratar agente autônomo de investimento para distribuir cotas de fundos de investimento.”

³ Que estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários.

⁴ Uma parte dos controles até poderia permanecer com cada intermediário relacionado ao AAI (ex.: cadastro e KYC/PLD), porém, no tocante ao registro de ordens e seus controles (guarda de e-mails, gravações telefônicas etc.), estes acabariam tendo de ser realizados pelo AAI, que, no novo modelo, teria a responsabilidade de orientar o cliente sobre a qual corretora seria mais adequado direcionar a ordem, dependendo da modalidade de ativo.

mesmo ativo em mais de uma plataforma, o AAI deve recomendar⁵ ao cliente, sempre, a alternativa que lhe dê o melhor retorno.

Nesse contexto, deve-se considerar que tem sido patente o zelo da CVM com a redução do custo regulatório, o que ficou notabilizado nos recentes movimentos de estudo e implementação de mudanças regulatórias preocupadas com o chamado “Custo de Observância”. No caso de um AAI vinculado a várias instituições, provavelmente sua regulação viria acompanhada de certa sobreposição de controles, com resultado adverso ao que se busca evitar na duplicação de procedimentos similares (agenda essa, diga-se, que vem sendo acertadamente executada pela CVM).

Uma alternativa aventada pela AP SDM 03/19 é a segmentação (item “i”), o que provavelmente se daria com a preservação da figura atual do AAI vinculado a apenas uma instituição e a criação de uma *nova categoria de AAI com múltiplos vínculos*: porém, esta alternativa implicaria em todos os custos adicionais que a criação de uma nova categoria regulada implica, tanto para a própria indústria como também para o regulador, podendo gerar certa sobreposição de atividades, como descreveremos a seguir.

Para seu adequado funcionamento, o AAI com múltiplos vínculos certamente (i) teria um aumento dos seus controles e custos operacionais, já que apenas os controles difusos das instituições contratantes tenderiam a ser insuficientes; (ii) deverá incrementar suas medidas de *suitability*, com um processo próprio centralizado; e (iii) terá a obrigação de sempre recomendar os melhores custos de execução e condições de produtos (*best execution*).

Porém, nesse cenário, a sua atividade se aproximaria bastante daquela - já existente - de um consultor de valores mobiliários, assim definida regulatoriamente pela Instrução CVM n.º 592, de 17 de novembro de 2017 (“ICVM 592”):

“Art. 1º Para os efeitos desta Instrução, considera-se consultoria de valores mobiliários a prestação dos serviços de orientação, recomendação e aconselhamento, de forma profissional, independente e individualizada, sobre investimentos no mercado de valores mobiliários, cuja adoção e implementação sejam exclusivas do cliente.

§ 1º A prestação de serviço de que trata o caput pode se dar por meio de uma ou mais das seguintes formas de orientação, recomendação e aconselhamento:

I – sobre classes de ativos e valores mobiliários;

II – sobre títulos e valores mobiliários específicos;

III – sobre prestadores de serviços no âmbito do mercado de valores mobiliários; e

IV – sobre outros aspectos relacionados às atividades abarcadas pelo caput.

(...).”

(Grifos nossos)

Acreditamos que o Consultor, até por sua atuação obrigatoriamente “independente e individualizada”, seja o profissional *mais adequado* para buscar uma gama ampla de alternativas ao investidor, e, nesse processo, realizar um *suitability* aprofundado, além de recomendar o intermediário que lhe permite a melhor execução.

⁵ O pressuposto lógico é que, estando o AAI ligado a várias plataformas, este deveria ter o dever de recomendar a melhor alternativa de execução (preço, segurança operacional etc.) respeitando, no entanto, a decisão final do investidor (caso este adote outro critério de decisão/preferência)..

Confiamos também que os controles hoje inscritos na ICVM 592 sejam suficientes para atingir os objetivos pretendidos pelo regulador, sem a necessidade de edição de novas e extensas normas ou da criação de novas categorias de intermediários, como seriam os “AAIs Multi-Vinculados”.

A única limitação do consultor regulado pela ICVM 592 – que, em nosso entendimento, inclusive vem restringindo a sua atuação no mercado - é que este não é autorizado a *executar* as ordens do cliente. Tal restrição acabou gerando, na norma brasileira, uma dicotomia entre a atividade de aconselhamento financeiro e a de efetiva implementação da carteira recomendada.

Este tema já foi objeto de um dos “*policy briefs*” da *CFA Society Brazil*:⁶ na ocasião observamos que, ao proibir o AAI de prover recomendação e o consultor de executar operações, a regulamentação criou um abismo entre estes dois momentos *indissociáveis* (ou seja, a recomendação de um investimento e sua implementação). Assim, o investidor termina tendo que procurar *dois agentes diversos* para realizar suas operações (ou seja, um consultor que lhe faz recomendações, e o AAI, que as executa)⁷. Acreditamos que a revisão da regulação oriunda da presente Audiência Pública poderia ser uma oportunidade de alinhar conceitos e eliminar tal dicotomia, permitindo:

- Que o AAI **seja reconhecido como profissional habilitado** a prestar aconselhamento sobre os produtos financeiros, de forma **restrita àqueles oferecidos pela instituição a que se vincula**, com o efetivo assessoramento sobre as melhores estratégias recomendadas dentro da lógica correta interposta pelos processos de implementação, monitoramento recorrente, controle e revisão dos portfólios orientados por um adequado *suitability* (ainda que limitado à “prateleira” da instituição contratante); e
- Autorização para que – dentro de bases que efetivamente evidenciem que sua atuação **não configura gestão de carteiras** – o consultor de valores mobiliários, além de ser responsável por propor estratégias (dentro de um processo formal de *suitability* centralizado que sempre considere a busca das melhores instituições e os melhores e mais baratos serviços de execução e produtos), **possa também as executar, sempre com a formal concordância do investidor**, dentro das regras contratuais e das estratégias definidas, podendo se utilizar para tal de várias corretoras/plataformas sobre as quais terá o dever de “*best execution*”.

Portanto, a manutenção do AAI como figura “*mono-vinculada*”, e dando o devido aconselhamento financeiro sobre os produtos mais adequados, dentro de um processo de *suitability*, utilizando as premissas técnicas de sua instituição contratante, delimitaria, a nosso ver, **uma fronteira clara entre a sua atividade e aquela de um consultor de**

⁶ V. http://cfasociety.org.br/media/uploads/bsk-pdf-manager/policy_brief_for_brazil_aug_161221_br_94.pdf

⁷ A dificuldade em lidar com esses dois momentos do processo de investimentos, muitas vezes, é que sua associação a duas formas diferentes de remuneração (isto é, por comissões sobre as vendas ou taxas sobre os recursos do investidor) se dá em diversas jurisdições. Vide, por exemplo, uma análise do caso dos EUA no Financial Analyst Journal do CFA Institute: “*Brokers or Investment Advisers? The US Public Perception*”, Patrick A. Lach CFA Leisa Reinecke Flynn G. Wayne Kelly, *Financial Analysts Journal* 15 May 2019 Volume 75 Issue 3. Como veremos adiante, porém, a regra europeia, particularmente como adotada em Portugal, resolveu a questão de forma mais satisfatória.

valores mobiliários, que presta um serviço notadamente mais amplo, já que inclui a busca das melhores alternativas de instituições e também de ilimitada oferta de produtos.

Vale considerar que a visão de mercado tem evoluído e a percepção é de que uma regulação que não considere o papel **ativo** do AAI na busca do aconselhamento financeiro de seus clientes tende a não ser eficaz (v., inclusive, resultado da *survey* feita pela *CFA Society* sobre o tema, encaminhada anexa a esta proposta).

A esse respeito, citamos aqui duas questões da pesquisa por nós realizada, que evidenciam esta percepção:

Ao se deparar com a questão abaixo, as respostas deveriam ser de uma nota de 1 a 5, onde 1 aponta a total discordância, e 5, a total concordância: 52,83% responderam “1”, e 15,09%, “2” (o que denota alto grau de discordância) - apenas 13,21% apontaram a resposta “5”, e 7,55%, a resposta “4” (que seriam os maiores graus de concordância):

<i>“Transparência e/ou maior qualificação não bastam para mitigar o conflito. O AAI deveria ser proibido de prestar qualquer forma de aconselhamento financeiro. O AAI deve somente executar as ordens dos clientes e, no máximo, esclarecer sobre as características dos produtos ofertados.”</i>				
1	2	3	4	5
(baixo/discordo)				(concordo plenamente)
52,83%	15,09%	11,32%	7,55%	13,21%

Na sequência, a afirmação abaixo obteve 47,17% de respostas “5” (maior grau de concordância), e 30,19% de respostas “4”: no sentido oposto, apenas 7,55% concordaram plenamente (resposta “1”), e “3,77% apontaram a resposta “2”.⁸

<i>“A proibição acima é impossível de ser atingida. O cliente irá sempre demandar este aconselhamento e o AAI - ou outro canal de distribuição – irá atender esta demanda.”</i>				
1	2	3	4	5
(baixo/discordo)				(concordo plenamente)

⁸ A impossibilidade prática de se implementar a proibição de o AAI orientar a escolha do investidor levou o mercado e o próprio regulador a introduzir termos imprecisos como “assessoramento” e “consultoria incidental”, ou a admitir apenas a prestação de informações sobre produtos “sem indicação”, o que claramente não atende às expectativas do investidor, e, em nosso entendimento, o próprio dever fiduciário do intermediário.

7,55%	3,77%	11,32%	30,19%	47,17%
-------	-------	--------	--------	--------

Também nos parece que a manutenção da limitação do AAI em estabelecer vínculos simultâneos com mais de uma corretora poderá incentivar que o próprio AAI enxergue, na sua mudança para a atividade de consultor, um possível caminho natural, incrementando, assim, esse segmento regulatório.

Porém, a legislação/regulação em vigor não prevê nenhuma forma de transformação de uma sociedade de AAIs em empresa de consultoria, parecendo-nos esta, no contexto atual, um processo bastante complexo: o AAI necessitaria buscar novos sócios, que seriam os responsáveis pelas atividades da nova empresa de consultoria – da qual ele poderia figurar apenas como sócio (se quisesse manter o registro como AAI) -, e apenas *após a transferência dos clientes da empresa de AAI para a empresa de consultoria* é que a primeira poderia ser descontinuada, passando o AAI então a fazer parte do “dia a dia” das atividades da empresa de consultoria. Logo, a regulação atualmente em vigor não nos parece facilitar essa evolução.⁹

Finalmente, a título de comparação, há casos de jurisdições, como a portuguesa,¹⁰ em que basicamente há agentes vinculados a uma única instituição (com atuação mais similar à dos AAIs no Brasil), e o profissional vinculado a múltiplas instituições, que é o “Consultor de Valores Mobiliários”, com descrição de papel bastante similar ao definido na ICVM 592.

5.3. 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?

Sobre o tema em tela, primeiramente é de extrema importância considerar o perímetro regulatório do qual trataremos, sob pena de falha no tratamento equitativo dos investidores e dos participantes de mercado.

⁹ Ao contrário, a ICVM 592, em seu art. 3º, § 1º e 2º, inciso IV, até mesmo veda que a experiência profissional como AAI possa ser utilizada para obter o registro de consultor – ou seja, se desejar efetivamente atuar como consultor na nova empresa, o AAI terá que se registrar numa *atividade totalmente nova*, para a qual a sua experiência pregressa nada conta.

¹⁰

Cf. https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/CodigosValoresMobiliarios/Documents/CdVM_versão%20republicada_julho2018.pdf

Página 151 - Artigo 294 – Consultoria para investimento e consultoria para investimento independente

Página 151 - Artigo 294ª - Atividade do agente vinculado e respetivos limites

Diz o Edital da AP SDM 03/19 em seu objeto:

“Convite para apresentação de manifestações sobre as opções regulatórias relacionadas à modernização da norma que dispõe sobre os agentes autônomos de investimento – AAI e ao aprimoramento da atividade de distribuição de valores mobiliários.”

Destacamos acima que os termos do Edital não dizem respeito somente à regulação de AAIs *em si*, mas, de forma abrangente, o debate trata da distribuição de valores mobiliários.

Porém, acreditamos que as questões listadas no item 5.3 trazem um pequeno lapso nesse sentido, pois está ali circunscrita a maior transparência apenas *na atuação dos AAIs*, no que diz respeito à busca de uma forma mais apropriada de divulgar a sua remuneração pelos produtos por eles distribuídos.

Logo, é fundamental que a definição de maior *disclosure* das remunerações atendidas pelos canais de distribuição que a CVM pretende implementar se dê forma equânime, aplicável a qualquer canal de distribuição de valores mobiliários, seja no caso de investidores que investem através de um AAI, ou por meio de outros canais e segmentos de mercado que distribuem produtos de investimento (como cliente direto de um banco, gestora, corretora etc.).

Em nossa pesquisa, exploramos o tema da importância da transparência na mitigação dos conflitos de interesse. Replicamos abaixo as principais questões (sequenciais), e a linha de análise que podemos derivar das tendências majoritárias.

Ao se deparar com as questões abaixo, as respostas deveriam ser de uma nota de 1 a 5, onde 1 aponta a total discordância, e 5, a total concordância.

Mais de 50% das respostas apontam uma visão de que é necessário – para mitigar o conflito de interesse - ir além do mero aviso ao investidor de que existem comissões, devendo-se divulgar efetivamente o valor ou percentual recebido. E, ao mesmo tempo, a regra deve ser válida para todos os canais/segmentos de mercado que distribuem valores mobiliários:

<i>“Avisos/transparência ao investidor sobre a existência de comissões bastam para mitigar este conflito de interesse.”</i>				
1	2	3	4	5
(baixo/discordo)				(concordo plenamente)
32,08%	24,53%	28,30%	5,66%	9,43%

<i>“Não bastam. A transparência deve ir além de avisos. É necessário divulgar o valor ou percentual recebido ao investidor.”</i>				
1	2	3	4	5

(baixo/discordo)				(concordo plenamente)
13,21%	1,89%	11,32%	20,75%	52,83%

A visão dos membros da *CFA Society* espelhada nas respostas acima demonstra alinhamento com o **“Standard of Practice Handbook”**¹¹ (equivalente ao “Código de Ética” para certificados CFA), que trata, em capítulo específico, sobre comportamentos a esperados a respeito de **“Referral fees”**. No capítulo **“Standard VI(C) Referral Fees”**, o princípio defendido é bastante objetivo, conforme transcrito abaixo:

“Os membros e candidatos devem divulgar aos seus empregadores, clientes e prováveis clientes, como cabível, qualquer remuneração, pagamento ou benefício recebido ou pago a terceiros pela recomendação de produtos ou serviços.”

“A mesma regra de transparência deve valer para outros canais/segmentos de mercado que distribuem (bancos, gestoras, corretoras etc.).”				
1 (baixo/discordo)	2	3	4	5 (concordo plenamente)
3,70%	0,00%	3,70%	24,07%	68,52%

Outra importante questão derivada, é a visão do mercado de que a elevação da qualificação também contribui na mitigação do conflito de interesse.

“Exigir maior qualificação profissional/certificações mais rigorosas do AAI contribui para mitigar conflitos de interesse.”				
1 (baixo/discordo)	2	3	4	5 (concordo plenamente)
9,26%	16,67%	9,26%	22,22%	42,59%

¹¹ **“Members and Candidates must disclose to their employer, clients and prospective clients, as appropriate, any compensation, consideration, or benefit received from or paid to others for the recommendation of products or services.”**

<https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/code/code-ethics-standards/standards-practice-handbook-11th-ed-eff-july-2014-corr-sept-2014.ashx>

Versão sintética em Português: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/code/code-ethics-standards/translation/portuguese-code.ashx?la=en&hash=EE61643FDE76A7ACC748F31E27345D608694280E>

Estas respostas se coadunam com as duas perguntas da pesquisa – exploradas em nossa sessão a respeito do tópico que trata da “Exclusividade” - em que se demonstra ampla visão do mercado do mérito – realista – de que *não caberia mais pensar no AAI como profissional que meramente dá informações sobre produtos*, e sim devendo seu papel ser concebido de forma mais ativa e importante no aconselhamento financeiro dos investidores (tratando questões inerentes ao conflito de interesse via ampliação da transparência e da qualificação profissional).

A respeito de conflitos de interesse, vale também citar o princípio defendido pela CFA Society, a nível global, contido em seu **“Standard of Practice Handbook”, Standard VI: Conflicts of Interest, Standard, VI(A) Disclosure of Conflicts¹²**, citado a seguir:

“Os membros e candidatos devem fazer divulgação plena e justa de todas as questões que possam razoavelmente vir a prejudicar a sua independência e objetividade ou interferir com os respectivos deveres para com os seus clientes, possíveis clientes e empregadores. Os membros e candidatos devem garantir que essas divulgações sejam relevantes, apresentadas em redação simples e comunicadas de maneira eficaz.”

Considerações Finais

Além das considerações técnicas acima, encaminharemos, caso haja interesse por parte de V.S(as), a pesquisa feita em nossa base de associados/certificados.

Vale notar que os resultados da pesquisa denotam uma percepção de que é relevante pensar em algumas questões de princípio para o investidor e para os mercados. Podemos destacar aqui que foi dada grande relevância a afirmações no sentido de **defender um amplo grau de transparência em relação às remunerações, válido para todo e qualquer canal de distribuição.**

Também destacamos a percepção dos associados (a) de que a busca de maior qualificação profissional (e certificações mais rigorosas) deste profissionais irá contribuir para mitigar conflitos de interesse, bem como de que (b) há uma demanda latente, pelo investidor - e um processo natural de atendimento até mesmo pelo AAI -, de aconselhamento financeiro, realidade esta que precisa ser atualizada na presente revisão regulatória.

No sentido do incentivo à maior qualificação profissional, também recomendamos à CVM que, na definição de exames de certificação aceitos para o credenciamento de AAIs, seja incluído – a exemplo do previsto em relação a outras atividades – o exame CFA Level I.

A modernização das regras do mercado de investimentos são temas de muito interesse da CFA Society e objeto de debates entre seus membros. A promoção da atuação ética e transparente por todos os agentes do mercado, com especial referência

¹² ***“Members and Candidates must make full and fair disclosure of all matters that could reasonably be expected to impair their independence and objectivity or interfere with respective duties to their clients, prospective clients, and employer. Members and Candidates must ensure that such disclosures are prominent, are delivered in plain language, and communicate the relevant information effectively.”***

às práticas e regras que visam à proteção do investidor, faz parte de esforços contínuos, próprios e de seus membros.

Colocamo-nos desde já à disposição para um contínuo diálogo com esta D. CVM, sempre com o objetivo de contribuir para o melhor entendimento sobre o segmento aqui abordado e seu desenvolvimento seguro e sustentável no Brasil.

Sendo então o que se apresentava para o momento, aproveitamos o ensejo da presente para reiterarmos junto a V.Sas. nossos votos de elevada estima e distinta consideração.

Atenciosamente,



Felipe Nogueira, CFA
Presidente



Luis Fernando Affonso, CFA
Membro do Conselho de Administração