

São Paulo, 20 de agosto de 2019.

Ao Senhor

Antonio Carlos Berwanger

Superintendente

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

audpublicaSDM0319@cvm.gov.br

sdm@cvm.gov.br

C/C

Ao Senhor

Francisco José Bastos Santos

Superintendência de Relação com o Mercado e Intermediários – SMI

smi@cvm.gov.br

FBSantos@cvm.gov.br

Ref.: Sugestões conforme EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM N° 03/19

Prezados Senhores,

Antes de entrar no objeto da presente audiência, apresento uma rápida biografia a meu respeito. Tenho mestrado e doutorado em economia pela Fundação Getúlio Vargas-SP com pesquisas voltadas a eficiências de mercados. Trabalho no mercado financeiro desde 1993 em instituições financeiras globais nas áreas de pesquisa econômica, tesouraria e investimentos. Na Anbima (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais) atuei na área de representação de mercados, exercendo a atividade de interlocução dos representantes da indústria de investimentos com reguladores, em especial com a CVM, no desenvolvimento dos mercados e das melhores práticas (auto regulação). Atualmente sou Agente Autônomo de Investimentos.

A participação no debate regulatório decorre da formação e experiência descrita no parágrafo anterior, sendo um imperativo para os que se empenham em aperfeiçoar os mercados. Desta forma envio à CVM contribuição a respeito do tema.

A Audiência Pública em questão se insere num momento oportuno iniciado com criação das regras de suitability (Instrução Nº 539/13 – “ICVM 593”), seguida pela revisão da regulação dos fundos de investimento (Instrução Nº 555/14 – “ICVM 555”), das funções na administração de carteiras de valores mobiliários (Instrução Nº 558/15 – “ICVM 558”), e, mais recentemente, pela Instrução de consultores de valores mobiliários (Instrução Nº 592/17 – “ICVM 592”). Dando continuidade a este importante ciclo de atualização das regras, faltava a regulamentação dos AAIs (Instrução Nº 497/11 – “ICVM 497”) conforme consta no Edital de Audiência Pública SDM Nº 03/19.

O Edital recorda o período e as condições da revisão da ICVM 434, bem como as inovações trazidas com a introdução da ICVM 497, tais como: (I) Vedação à participação, no capital social dos agentes autônomos pessoa jurídica, de terceiros não registrados como agentes autônomos pessoa física; (II) Atividades permitidas e vedadas aos AAIs; (III) Responsabilidade dos Intermediários; (IV) Exclusividade de vinculação do AAI a um único intermediário; e (V) Organização do AAI pessoa jurídica.

Nos termos do Edital, a indústria de investimentos vem passando por mudanças significativas como o avanço das boutiques e plataformas digitais, consolidando o modelo de arquitetura aberta e maior “desbancarização”, a maior disposição de investidores em assumir riscos face a estabilidade econômica, a utilização de ferramentas digitais (como robôs, por exemplo) e cursos online de educação financeira, o que tem exigido profissionais mais qualificados e regras compatíveis com este novo ambiente.

Um ponto comum nas últimas revisões regulatórias não apenas no Brasil, mas, também em outras jurisdições, é a busca por um mercado mais eficiente e seguro aos participantes que implique na redução de potenciais conflitos de interesse e de assimetrias de informação.

A ICVM 497 em seu artigo 1º define as atividades do AAI como sendo: prospecção e captação de clientes; recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis, na forma da regulamentação em vigor; e prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pelo intermediário pela qual mantenha vínculo. A atividade de prestação de informações inclui o suporte e orientação inerentes à relação comercial com os clientes.

A ICVM 539 que dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente define em seu artigo 1º que as pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários não podem recomendar produtos, realizar operações ou prestar serviços sem que verifiquem sua adequação ao perfil do cliente. Pode-se inferir a partir deste artigo da norma que a recomendação de produtos de investimentos faz parte das atividades permitidas pelo AAI desde que esteja em consonância com o perfil do investidor.

A diretiva europeia (MIFID) define que o *tied agent*, similar ao AAI, tenha entre suas atividades, a de *investment advice*, ou seja, considerando, também, a recomendação de produtos de investimentos. O *tied agent* conforme mencionado pela CVM serviu de referência para adoção da exclusividade do AAI na elaboração da ICVM 497. A regra da exclusividade na Europa pode fazer sentido, já que estamos falando de uma região com diversos países em processo de unificação econômica e, neste caso, o vínculo com apenas um intermediário, torna-se um mecanismo necessário de controle.

O termo “recomendação” de certa forma remete a atividade de consultoria. Inclusive, em alguns momentos, o AAI é chamado de “consultor conflitado” em razão de recomendar um produto e receber comissão pela sua venda. No entanto, esta recomendação ou “consultoria” é feita de maneira incidental e não profissional restrita ao universo de produtos oferecidos pelo intermediário com o qual mantenha vínculo.

É com base neste cenário que apresento a seguir sugestões em relação aos três pontos objetos da presente audiência e, por último, considerações em relação a atividade de consultoria de valores mobiliários.

I. Constituição de AAI pessoa jurídica restrita a sociedades simples

A ICVM 497 no tocante ao credenciamento de pessoas jurídicas exige que as mesmas sejam constituídas como sociedade simples e ter como sócios unicamente pessoas naturais que sejam agentes autônomos, aos quais é atribuído, com exclusividade, o exercício das atividades conforme descreve a norma.

A ICVM 434 contemplava a possibilidade de um “não” agente autônomo na sociedade, limitada a 2% do capital. Apesar da flexibilização da regra não ser uma novidade, é conveniente analisar os impactos desta flexibilização no cenário atual.

Uma primeira consequência é a possibilidade de entrada de um sócio capitalista trazendo expectativas de aporte de recursos/investimentos, perspectiva de crescimento, e, por fim, valorização econômica da sociedade. É inegável que estes potenciais investimentos tendem a implicar em benefícios aos clientes/investidores, como melhora na infraestrutura de atendimento, de crescimento na base de investidores, etc. Este processo favorece também a expansão geográfica da sociedade (através de filiais). Esta dinâmica já ocorre mesmo sem a possibilidade de entrada de um sócio capitalista, através da disponibilização de recursos pelo intermediário a sociedade de AAI. No entanto, a permissão pela regra aumentaria alternativas de investimentos e contribuiria com o ambiente de negócios.

É previsível neste cenário a possibilidade de entrada do intermediário no quadro societário da sociedade de AAI. Entendo que não haveria conflito neste caso, uma vez que a relação de vínculo do AAI com o intermediário já existe. Pelo contrário, há um potencial fortalecimento do alinhamento de interesse entre os sócios.

Outra possibilidade a partir da flexibilização da norma seria a contratação de um AAI, sem a necessidade de entrada do mesmo no contrato social da sociedade, ou a contratação de profissionais de apoio e suporte para a execução da atividade do AAI. Também nestes casos não haveria prejuízos à sociedade de AAI ou desvio de finalidade da sociedade. Vejo, sim, a possibilidade de potenciais ganhos de eficiência na sociedade.

A CVM levanta um ponto importante que é o efeito da flexibilização sobre a regra da preposição do AAI em relação ao intermediário. Neste sentido seria importante garantir que o objeto social da sociedade fosse mantido na norma, ou seja, apenas a atividade de agente autônomo de investimento. Assim, somente as pessoas habilitadas pela CVM deveriam atuar na sociedade como AAI. Todas as demais atividades seriam consideradas como apoio ou suporte ao AAI, inclusive o sócio capitalista. Com objetivo de se evitar potenciais conflitos de interesse seria vedada a participação ou a contratação na sociedade de pessoa habilitada como administrador de carteira ou consultor de valores mobiliários.

Em relação as medidas que poderiam ser adotadas no caso de eventual flexibilização sugiro controles e obrigações em linha com que ocorre com administradores de carteira e consultores de valores mobiliários.

As atividades de administração de carteira e de consultoria de valores mobiliários têm, atualmente, identidade mínima do ponto de vista do processo de governança interna e sua transparência, destacando-se os seguintes pontos de intersecção: (i) código de ética; (ii) regras, procedimentos e descrição dos controles internos; e (iii) Formulário de Referência. Além disto há o apontamento perante a CVM de um Diretor responsável pela atividade.

Assim, sugiro que a sociedade de AAI formalize: (I) **regras, procedimentos e descrição de seus próprios controles internos**, sem prejuízo de observar “regras e procedimentos estabelecidos pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado”; (II) **Formulário de Referência** incluindo obrigatoriamente quadro societário atualizado disponível na CVM, no website do intermediário e no website da sociedade de agente autônomo; (III) vedar que a atividade de agente autônomo na sociedade seja exercida por pessoas não autorizadas/credenciadas ao exercício da profissão; e (IV) apontar **Diretor responsável pelo cumprimento das regras, procedimentos dos controles internos** e pela execução da atividade de agente autônomo na sociedade. O descumprimento de qualquer destas regras seria passível de penalidade junto a CVM.

A CVM pergunta na audiência sobre a conveniência de se propor uma segmentação devido a flexibilização da regra da sociedade bem como devido o fim da exclusividade (tópico a seguir). A flexibilização da regra de sociedade, em tese, permitiria maior liberdade de como a sociedade de AAI se organizaria. Não vejo sentido econômico conceder este benefícios e liberdade de escolha a apenas um grupo exclusivo de AAI (segmentado por número de AAIs na sociedade, ou número de investidores, ou volume custodiado, etc.), mesmo que isto implicasse em exigências regulatórias adicionais a este grupo. As regras para administradores de carteira e para consultores não fazem, por exemplo, qualquer segregação.

Não faz sentido imaginar que a flexibilização da regra e a exigência de governança poderia prejudicar os AAIs iniciantes ou menores. A flexibilização deveria propiciar melhores condições para o surgimento e crescimento das sociedades de AAIs. A decisão do tipo da sociedade deveria ser dos sócios e não por meio de uma regra. A governança não traz custos relevantes e a responsabilização do AAI faz-se necessário no ambiente econômico atual.

O desenvolvimento e a flexibilidade das plataformas digitais e a possibilidade de criação de sociedades de AAls, com profissionais egressos de bancos, vem permitindo o crescimento do número de AAls com papel importante na oferta de produtos e serviços financeiros. A segmentação poderia levar a uma concentração em poucas sociedades de AAls trazendo prejuízo a dinâmica anterior.

A defesa da segmentação baseada no potencial aumento dos custos devido a implementação de controles e governança não se sustenta. Os processos e controles deveriam ser exigidos a todos os participantes, independente do tamanho ou do tipo de sociedade de AAI. O custo envolvido seria baixo comparado ao de outras atividades como administradores de carteira e de consultores de valores mobiliários. Apontar um Diretor responsável pela atividade na sociedade seria saudável e traria mais segurança. A consolidação e a redução do número de sociedades de AAls é um processo que deveria respeitar a dinâmica do mercado e, possíveis atos contrários a concorrência, deveriam ser objeto de avaliações e sanções dos organismos competentes.

A sugestão deste item é pela flexibilização da regra de constituição de sociedade de AAI pessoa jurídica com a possibilidade de sociedade empresarial e a exigência de adoção de medidas de governança para todos os AAls tais como: **I) regras, procedimentos e descrição de seus próprios controles internos**, sem prejuízo de observar “regras e procedimentos estabelecidos pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado”; **(II) Formulário de Referência** incluindo obrigatoriamente quadro societário atualizado disponível na CVM, no website do intermediário e no website da sociedade de agente autônomo; **(III)** vedar que a atividade de agente autônomo na sociedade seja exercida por pessoas não autorizadas/credenciadas ao exercício da profissão; e **(IV)** apontar **Diretor responsável pelo cumprimento das regras, procedimentos dos controles internos** e pela execução da atividade de agente autônomo na sociedade. Sugiro, também, que não fosse adotada qualquer tipo de segmentação na atividade por conta da flexibilização da regra. As justificativas apresentadas em defesa de uma não segmentação também seriam aplicadas no caso do fim da exclusividade tratada a seguir.

II. **Exclusividade**

A exclusividade parcial adotada pela ICVM 497, conforme relato da CVM, foi em razão da necessidade de reforçar a responsabilidade dos intermediários perante seus clientes e da ampliação das atividades permitidas aos AAls. A exclusividade mostrava-

se, na opinião da CVM, muito importante para a implementação de um regime adequado de atuação para os AAIs. A multiplicidade de vínculos dificultava o trabalho de acompanhamento e fiscalização da corretora em relação às atividades dos AAIs, além de estar em linha com a Diretiva europeia à época.

Assim como foi oportuna a adoção da exclusividade naquele período, a percepção é de termos hoje condições de avançarmos no fim da exclusividade para os demais ativos. Um aspecto que motivou esta mesma discussão durante a audiência da ICVM 497 foi a dificuldade de se controlar e nomear os responsáveis. No entanto ocorreram avanços tecnológicos, regulatórios e de supervisão o que vem permitindo uma atuação mais eficiente por parte de reguladores e intermediários. Além disto há uma curva de aprendizado e de experiência dos participantes do mercado, tanto reguladores quando de entes regulados. Hoje há possibilidade de rastreamento de operações com tecnologia a disposição, maior observância as regras por parte dos intermediários e a possibilidade de punições mais severas. Ou seja, a necessidade da exclusividade pela fragilidade de controles, não seria mais uma realidade.

Imaginemos a situação de um cliente com duas contas em dois intermediários distintos e, tendo uma assessoria de apenas um AAI, com vínculos nos dois intermediários a partir do fim da exclusividade. Supondo que este AAI fizesse diversas operações de corretagem ou mesmo de derivativos deste cliente nos dois intermediários. Estas operações poderiam ser rastreadas e os envolvidos indagados, no caso o AAI e os dois intermediários, sobre as motivações das transações, as devidas autorizações do cliente e, assim, responsabilizaria, individualmente, cada um de acordo com suas respectivas atuações.

O fim da exclusividade é uma medida que vai ao encontro da concorrência de mercado, sendo uma decisão estratégica e unilateral do AAI e, não uma imposição da regra. O mecanismo pode até não ser utilizado pelo AAI, mas sua possibilidade seria fator de liberdade de escolha que, inclusive, tem sua autonomia descrita na sua própria função, sem qualquer prejuízo a “preposição” em relação ao intermediário.

Diante do exposto entendo não ser pertinente discutir a ampliação da exclusividade para cotas de fundos e tampouco o fim da exclusividade apenas para um segmento de AAI. Como foi abordado anteriormente perder-se-ia os benefícios gerados quando do crescimento deste segmento.

Os mecanismos de controle e governança são os apresentados no tópico anterior: **(I) regras, procedimentos e descrição de seus próprios controles internos**, sem prejuízo de observar “regras e procedimentos estabelecidos pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado”; **(II) Formulário de Referência** incluindo obrigatoriamente quadro societário atualizado disponível na CVM, no website do intermediário e no website da sociedade de agente autônomo; **(III)** vedar que a atividade de agente autônomo na sociedade seja exercida por pessoas não autorizadas/credenciadas ao exercício da profissão; e **(IV)** apontar **Diretor responsável pelo cumprimento das regras, procedimentos dos controles internos** e pela execução da atividade de agente autônomo na sociedade.

Assim como nas atividades de administração de carteira e de consultoria de valores mobiliários, sugiro que os documentos em referência estejam disponíveis no website da sociedade de AAI, bem como na CVM, de modo que os investidores e clientes possam ter acesso a estas informações.

A CVM questiona sobre o rearranjo de responsabilidades decorrente da flexibilização da exclusividade. Entendo que as responsabilidades não se alterariam, porém aumentaria a necessidade de controle e governança por parte do AAI. Ele deveria estar atento aos seus processos internos, acessos, segurança, etc, de maneira que houvesse um controle sobre as informações de cada intermediário com o qual mantivesse vínculo. Não poderia ultrapassar os limites regulatórios e as relações contratuais para cada vínculo, sob pena de ser responsabilizado pela atuação irregular. Por exemplo, continuaria válida a obrigatoriedade de se utilizar somente análises preparadas por empresas de *research* autorizadas pelo intermediário.

Os limites de atuação de cada intermediário seria dado pela sua oferta de produtos, pela sua base de clientes cadastrados, pelos documentos e materiais aprovados, etc. Os processos de comunicação, treinamento, remuneração, acessos, etc do intermediário com o AAI não se modificariam, porém, caberia ao AAI a segregação e controle adequado para cada vínculo (intermediário). Os controles e a supervisão de cada intermediário não seriam modificados, cabendo aos reguladores (CVM e B3) papel fundamental na supervisão de situações nas fronteiras entre os intermediários e o AAI.

Caso a CVM entenda como relevante a segmentação envolvendo o aspecto da exclusividade, a sugestão seria permitir que esta decisão seja da sociedade de AAI.

Neste caso se ela optar pela exclusividade estaria dispensada das exigências de controle e governança, sendo responsabilidade do intermediário que tenha vínculo. Caso ela não opte pela exclusividade seria exigido controles e governanças conforme proposta apresentada anteriormente.

A proposta neste tópico é pela **flexibilização da regra de exclusividade** sem a distinção de ativos e sem a necessidade de segmentação entre AAls. Porém, no caso de optar-se pela segmentação sugerimos que a decisão da exclusividade seja da sociedade de AAl. Reforçamos aqui a adoção das medidas de governança e controles.

III. Transparência

A atividade de distribuição de ativos financeiros é permeada de conflitos de interesses e a divulgação da remuneração dos participantes vai ao encontro na redução destes conflitos.

Assim a proposta aqui defendida seria pela transparência total na divulgação da remuneração, não apenas do AAl, mas, também, de todos os participantes do sistema de distribuição de ativos financeiros. Entendo que este ponto seria fundamental para o êxito da transparência. Não tem sentido econômico exigi-la apenas para o AAl. Deveria, em benefício do investidor, divulgar, também, as remunerações recebidas pelo intermediário e demais instituições financeiras que participassem de alguma forma na distribuição de ativos financeiros. Isto evitaria arbitragens regulatórias entre os diferentes participantes do mercado.

As remunerações na distribuição de ativos financeiros, incluindo os AAls, são de naturezas diversas tais como: rebates da taxa de administração de fundos, comissões na oferta e negociação de títulos de renda fixa e de renda variável, spreads nas negociações dos títulos de renda fixa e corretagens na negociação de títulos de renda variável.

A taxa de administração do fundo e a corretagem são pagas pelo investidor havendo divulgação e concordância prévia da operação. No caso da comissão não há pagamento por parte do investidor e, sim, um incentivo do emissor do título ao distribuidor pela venda do seu produto. O spread na compra e venda de um título de renda fixa, é uma remuneração apropriada pelo distribuidor pela captura do prêmio de liquidez do ativo. Para a comissão e spread a transparência anterior a confirmação da

operação poderia ser aperfeiçoada por meio da obrigação de avisos adicionais e concordância formal do investidor.

Para que a transparência fosse efetiva seria importante que a mesma ocorresse em dois momentos: (i) no momento da recomendação do produto financeiro e (ii) em data posterior de maneira consolidada e periódica.

No primeiro momento a recomendação seria acompanhada da remuneração do distribuidor, incluindo o AAI, discriminada pela sua natureza, ou seja, rebates de fundos, corretagens, comissões ou spreads.

No segundo momento seriam divulgadas, mensalmente, todas as remunerações recebidas pelos participantes da distribuição, incluindo o AAI, em decorrência das operações realizadas pelo cliente, discriminadas pelas naturezas das remunerações. As informações seriam disponibilizadas e divulgadas pela instituição distribuidora com a qual o investidor tenha seu cadastro, em conjunto com seu extrato mensal. Não haveria a necessidade de abertura por produto, mas sim por tipo de remuneração.

Esta dinâmica ajudaria na percepção do cliente em relação a qualidade do serviço prestado levando-se em conta a oferta de produtos, as informações prestadas e as recomendações realizadas. Outro benefício seria a possibilidade do cliente perceber desvios de conduta do distribuidor, incluído o AAI, tornando-se um mecanismo de controle ao fim da exclusividade proposta no tópico anterior. Além disto, a transparência contribui no processo de educação financeira do investidor.

Assim a transparência ex-ante e ex-post contribuiria na redução dos conflitos de interesse em benefício do investidor. O objetivo não é estimular a escolha pelo produto de menor remuneração mas buscar maior alinhamento de interesse com o investidor, permitindo que a relação de confiança entre investidor e distribuidor se fortaleça.

A sugestão é pela **transparência total das remunerações de todos os distribuidores de ativos financeiros, incluindo o AAI, tanto no momento da recomendação de produtos financeiros, como no momento seguinte à execução da mesma. As remunerações dos distribuidores, inclusive o AAI, decorrentes das operações do cliente seriam divulgadas, mensalmente, junto ao seu extrato mensal, discriminadas pela natureza da remuneração, ou seja, rebates, corretagens, comissões e spreads.**

IV. Considerações sobre Consultores de Valores Mobiliários

Por fim a CVM convida a uma reflexão sobre formas de se estimular a atuação dos consultores de valores mobiliários em conjunto com os intermediários e plataformas digitais de distribuição de produtos financeiros, sem que se desvirtue sua atuação alinhada aos melhores interesses de seus clientes.

De acordo com a ICVM 592 a atividade de consultoria de valores mobiliários abrange 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.

Conhecido em outras jurisdições por *investment advisors* ou *independent financial adviser* o número de consultores de valores mobiliários registrados no Brasil é pequeno (665 pelo site da CVM entre pessoas físicas e pessoas jurídicas). No presente Edital a CVM justifica este baixo número, principalmente, devido a percepção dos investidores no mercado brasileiro de que este serviço de consultoria, ou assessoria, é gratuito e provido pelos intermediários, incluindo aí a maioria das plataformas digitais.

Porém, como bem reconhece a CVM, esse serviço tem um custo, coberto pelas corretagens, rebates e comissões de venda de produtos financeiros. Acredito que a transparência proposta no tópico anterior poderia contribuir na correção desta disfunção do mercado, que leva a um desconhecimento ou indisposição do cliente em pagar pelo serviço de consultoria.

Entendo que a transparência e os efeitos da estabilidade econômica devem favorecer uma mudança de cultura do investidor, estando este disposto a incorrer em mais riscos e, com isto, valorizando mais e de maneira formal a atividade de consultoria. Este processo contudo poderia demorar e não atingir os resultados esperados. Diante deste contexto e, em linha com a tendência universal de maior transparência de informação, sugiro que fosse permitida ao consultor de valores mobiliários receber outras formas de remuneração, independentemente, do tipo de cliente.

A ICVM 592 permite que o consultor de valores mobiliários receba remuneração, benefício ou vantagem, direta ou indiretamente por meio de partes relacionadas no caso de clientes classificados como investidores profissionais. A proposta em questão é

ampliar a permissão para qualquer tipo de investidor e, desde que, seja dada transparência total ao cliente, tanto na fase anterior a assinatura do contrato de consultoria quanto na fase seguinte a realizações das operações, de maneira consolidada e periódica como sugerida no tópico anterior da transparência.

Esta é uma situação que ocorre na jurisdição americana, na qual a consultoria tem um papel relevante na indústria de investimentos¹. O distribuidor tem uma lista de consultores independentes, sem vínculo formal, sendo garantida a independência dos mesmos. Estes consultores tem diversas formas de remuneração como *fee only*, *fee plus commissions*, *commissions only* e *wrap fees*. Aplicada ao nosso caso, cada consultor definiria a sua forma de remuneração e atuação cabendo ao cliente definir a forma que melhor lhe convir.

Inicialmente, analisei a alternativa de utilizar o próprio AAI, já que o mesmo realiza recomendação baseada no perfil do cliente, como descrito na introdução do texto. No entanto, esta recomendação acontece de forma incidental e não profissional. Ao permitir que um AAI realizasse a atividade de um consultor, não estaria reconhecendo as diferenças e os papéis de cada um. O AAI é um preposto do intermediário que não dispõe de independência para a recomendação. Sua relação formal é com o intermediário, ao contrário do consultor que tem o relacionamento exclusivamente com o cliente. Inclusive, as exigências de habilitação para um AAI, são menores que as de um consultor, sem falar nas exigências em termos de governança e de controle. Com isto não defendo a alternativa de transformar ou criar um nível diferenciado de AAI - AAI plus ou AAI super - com poderes de desempenhar atividades de consultoria de valores mobiliários, ou possibilidade de ser remunerado pelo cliente com base nas suas recomendações. Esta alternativa ao contrário poderia gerar arbitragens regulatórias desestimulando ainda mais a atividade de consultoria.

Mesmo sabendo que muitos AAIs têm capacidade e experiência para exercerem a atividade de consultoria de valores mobiliários, reconheço que a atividade de AAI é de distribuição de produtos de investimentos com vínculo de preposição junto ao intermediário.

¹ Ver regulation of Investment advisers by the U.S. Securities and exchange Commission https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_investman/rplaze-042012.pdf (página 2) e <https://www.findyourindependentadvisor.com/choosing-an-advisor.html> como exemplo de atuação em conjunto com intermediário (Charles Schwab).

Assim, entendo ser mais plausível a permissão do consultor de valores mobiliários cobrar através de formas alternativas de remuneração pela consultoria ao cliente. Seriam permitidos pagamentos através de comissões, ou mesmo um mix de taxas pagas pelo cliente mais comissões, desde que fosse garantida total transparência e concordância pelo cliente no momento de fechamento do contrato e no pagamento das respectivas remunerações. Pode-se imaginar que neste cenário alguns AAls migrariam para atividade de consultoria, sem prejuízo aos intermediários e em benefício aos clientes.

Um aspecto importante que deve-se ser explorado na proposta em questão diz respeito ao conflito de interesse e potencial perda de independência, devido a possibilidade do consultor receber remuneração pela compra do produto pelo investidor. A transparência da remuneração ao consultor é a medida de tratamento do conflito de interesse com reflexos na garantia da independência. Outro ponto a destacar é que o consultor poderia ser indicado pelo intermediário, pela plataforma, etc, porém, não seria permitido qualquer tipo de vínculo profissional com os mesmos no caso de um consultor de valores mobiliários independente.

Mesmo não sendo objeto do presente Edital tomo a liberdade de propor alteração na ICVM 592, permitindo ao consultor de valores mobiliários cobrar através de formas alternativas de remuneração, pela consultoria independentemente do tipo de cliente, com transparência e ciência do mesmo. Esta medida poderia impulsionar a atividade de consultoria de valores mobiliários, sem prejuízos aos participantes do mercado em benefício de investidores.

Coloco-me desde já à disposição para um contínuo diálogo com esta D. CVM sobre o tema objeto do presente Edital, com o objetivo de contribuir para o melhor entendimento sobre a indústria de investimentos, seu desenvolvimento seguro e sustentável no Brasil.

Aproveito o ensejo para reiterar protestos de elevada estima e consideração.

Euridson de Sa Junior