

São Paulo, 30 de agosto de 2019.

À

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM**

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

Rua Sete de Setembro, 111, Centro

Rio de Janeiro – RJ

CEP 20050-901

A/C: Ilmo. Sr. Marcelo Barbosa

Presidente

Ilmo. Sr. Antonio Carlos Berwanger

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

[audpublicaSDM0319@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0319@cvm.gov.br)

**Ref: Edital de Audiência Pública SDM nº 03/19 (“Edital de Audiência Pública”)**

**BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A.**, instituição financeira com sede na Avenida Juscelino Kubitschek, 2235, Vila Olímpia, CEP 04543-011, São Paulo/SP, inscrita no CNPJ sob o nº 90.400.888/0001-42 (“Santander”), vem, em atenção ao Edital de Audiência Pública em referência, submeter a V.Sas. a manifestação a seguir.

Inicialmente, parabenizamos esta D. Comissão pela admirável iniciativa de promover a discussão ampla dos diplomas a serem editados, resultando em normas de maior qualidade e alinhadas com a dinâmica de funcionamento do mercado de valores mobiliários.

Remetemo-nos ao exposto por V. Sas. no Edital de Audiência Pública, sobre as inegáveis transformações pelas quais passou o mercado de serviços financeiros desde a edição da Instrução CVM nº 497, de 03 de junho de 2011 (“ICVM 497”). Neste sentido, verificou-se o aumento do número de instituições que oferecem produtos e serviços de investimento e da abrangência de tais produtos e serviços, notadamente por meio da atuação de agentes autônomos de investimentos (“AAI”), inclusive por meio de plataformas digitais. Os AAI mostraram-se capazes de difundir tais produtos e serviços de investimento para regiões em que outros participantes do mercado, muitas vezes, encontram dificuldades para atuar de maneira mais consistente.

Ocorre que se, por um lado, a descentralização da oferta de produtos e serviços de investimento apresenta como efeito acentuadamente positivo a inclusão financeira, por outro, ela dificulta consideravelmente a fiscalização dos agentes que os ofertam.

Embora o modelo instituído pela ICVM 497 tenha se mostrado, à época de sua instituição, essencial para garantir o desenvolvimento sustentável do mercado, o decurso do tempo exige adaptações de tal modelo à nova realidade do mercado. Mostra-se necessário um acompanhamento mais próximo da atuação dos AAI



por parte desta D. Comissão, de modo a garantir que V. Sas., no exercício da função de reguladores do mercado de valores mobiliários, tenham condições de manter a disciplina adequada de tal mercado.

Neste sentido, seguem abaixo as sugestões do Santander em relação às questões relevantes para o desenvolvimento da atividade de distribuição e atuação dos AAI, levantadas no Edital de Audiência Pública:

## **1. Constituição de AAI Pessoa Jurídica Restrita a Sociedade 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?***

Na visão do Santander, as questões centrais que devem ser consideradas por esta D. Comissão no sentido de coibir as eventuais distorções associadas à participação, por meio de pessoas jurídicas, de pessoas físicas não credenciadas em atividades de distribuição de valores mobiliários, especialmente na função de AAI, são a supervisão mais próxima e frequente e o aumento da responsabilização dos AAI. A organização sob a forma de sociedade empresária ou não empresária, assim, assumiria um papel secundário, e a escolha da estrutura societária mais adequada à sua organização econômica deveria ficar a cargo dos próprios AAI.

Acrescenta-se que a sociedade empresária consiste em instrumento essencial para o desenvolvimento da atividade econômica, não podendo ser reduzida a uma ferramenta para viabilizar o exercício irregular da atividade de AAI. Naturalmente, o desenvolvimento do mercado e o crescimento das entidades que prestam serviços de intermediação demandará o emprego da sociedade empresária, de modo a possibilitar a formação de estruturas corporativas mais robustas.

A sociedade empresária, constituída por governança mais robusta, poderá até mesmo facilitar o desenvolvimento de estrutura de supervisão mais eficiente, com a constituição de estruturas de linhas de 1ª, 2ª e 3ª linhas de defesa, além de diretores estatutariamente comprometidos com responsabilidades específicas, devidamente credenciados junto a esta D. CVM, quando necessário.

Considerando a atuação de pessoas físicas não credenciadas como agentes autônomos, por meio de pessoas jurídicas, o Santander entende que a solução mais adequada seria a responsabilização individual dos sócios que atuaram irregularmente, bem como das próprias pessoas jurídicas, caso tenha sido verificada a sua anuência com tal irregularidade. Levando a situação ao extremo, pode-se fazer uma analogia com a hipótese em que o acionista de uma instituição financeira constituída sob a forma de sociedade anônima de capital aberto, com ações negociadas em bolsa de valores, decide praticar irregularmente a atividade de distribuição de valores mobiliários. Neste cenário, fica claro não fazer sentido que a sociedade seja proibida de exercer atividade empresarial exclusivamente em decorrência da conduta inadequada de um de seus acionistas, devendo ser punida apenas se houver participado da prática irregular.

Dessa forma, na visão do Santander, os agentes autônomos deveriam estar autorizados a se estruturar como sociedades empresárias, tendo como acionistas pessoas físicas ou outras pessoas jurídicas. A manutenção da vedação constante do art. 8º, II, da ICVM 497 poderia gerar uma incompatibilidade entre a evolução da realidade econômica e o arcabouço regulatório, criando novas distorções, tais como: sociedades de fachada com sócios apenas simbólicos, funcionários não credenciados atuando ao abrigo de participantes credenciados, aportes de recursos pelas instituições intermediárias sob a roupagem de campanhas comerciais, etc.

***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?***

Em linha com o exposto na resposta à questão (a) acima, o Santander acredita que os agentes autônomos deveriam estar autorizados a se estruturar da forma que entenderem mais adequada à sua organização econômica. Neste sentido, o foco não deveria recair sobre a condição de preposição do AAI em relação ao intermediário, mas sobre a estrutura regulatória vigente e o aumento da responsabilização dos AAI. Estas devem ser as principais ferramentas para buscar a diminuição do risco de falhas e irregularidades no desenvolvimento da atividade dos AAI, de modo a proteger o investidor.

O regime em vigor, fundado na exclusividade como forma de responsabilização por desvios, facilita a identificação de um responsável, na figura do intermediário, mas não necessariamente minimiza o risco de ocorrência de tais falhas e irregularidades na atividade dos AAI.

O regime atual traz uma contradição. Atribuindo ao intermediário toda a responsabilidade por irregularidades e, portanto, todas as obrigações de controle, ele possibilita que os próprios intermediários acionem os AAI, solicitando o ressarcimento dos prejuízos incorridos. Assim, na prática, observa-se que estes intermediários são rigorosos no controle formal da atividade dos AAI (na exigência de assinaturas e gravações de ordens, por exemplo), mas não empregam tantos esforços no controle da atividade comercial ou das condutas que os beneficiam (a exemplo do controle de *advisory* e de comunicações comerciais). A responsabilidade efetiva fica, assim, difusa e com pouco controle.

Para conciliar o regime de responsabilidades com o novo modelo de atuação dos AAI, será preciso desenvolver um formato de supervisão que permita a responsabilização mais específica de pessoas jurídicas e/ou pessoas físicas. Nos itens a seguir, o Santander apresentará suas sugestões para um possível modelo de controle equilibrado, que concilie o rigor conceitual e a isenção do regulador com a liberdade de atrair investidores dos entes privados.

***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?***

A legislação vigente, em especial a Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 ("Código Civil") e a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 ("Lei das Sociedades por Ações"), já estabelecem de forma detalhada as especificidades das estruturas societárias existentes no Direito Brasileiro. Dessa forma, o Santander entende que, para a organização da atividade em si, não é necessário estabelecer outra forma de segmentação, com diversidade de requisitos regulatórios, devendo os participantes do mercado recorrer ao arcabouço legal vigente.

Considerando a multiplicidade de estruturas societárias e econômicas possíveis, o Santander entende que a segmentação dos AAI em categorias distintas daquelas já contidas no Código Civil e na Lei das Sociedades por Ações, com a criação de eventuais parâmetros de corte para análise, mostra-se pouco recomendável. Isto porque ela pode incentivar determinados participantes do mercado a desenvolver estruturas que não sejam abarcadas por tais parâmetros, a exemplo da criação de diversas pessoas jurídicas que não atinjam o limite mínimo de sócios ou de patrimônio para entrar na esfera de análise.

Acrescente-se que a regulamentação brasileira está alinhada às melhores práticas internacionais, embora, por vezes, a prática do mercado não reflita a sofisticação das normas vigentes. Isto ocorre no caso dos AAI, em que a regulamentação mostra-se clara e bem elaborada, mas alguns participantes do mercado adotam interpretações que flexibilizam seus limites além do razoável, o que reflete em um cenário de maior risco para os investidores.

Eventualmente, para fins do sistema de supervisão baseada em riscos adotado por esta D. Comissão, os AAI poderiam ser divididos em segmentos, os quais poderiam ser considerados, por exemplo, para o estabelecimento da frequência e da abrangência de eventuais inspeções e auditorias.

***d) quais outras possíveis vantagens e desvantagens espera-se que possam decorrer da eventual flexibilização do tipo societário?***

Conforme exposto acima, na visão do Santander, embora não seja o ponto central da disciplina dos AAI, a possibilidade de tais agentes escolherem a forma de organização societária mais adequada à sua organização econômica deve trazer como vantagem uma maior profissionalização. A adoção da figura da sociedade empresária poderá dar espaço à formação de pessoas jurídicas de maior porte, mais bem estruturadas e com governança mais robusta, caminho provável a partir da orientação escolhida por esta D. Comissão na ICVM 497. Esta evolução consiste em um caminho natural, saudável para o setor e em linha com mercados mais desenvolvidos.

O Santander acredita que o maior risco, atualmente, reside em manter o cenário inalterado. A ICVM 497 mostrou-se determinante para impulsionar o mercado, tendo sido claramente bem-sucedida ao associar a delimitação das atividades à exclusividade, como forma de aumentar o controle da atuação dos AAI. Por outro lado, tal norma também trouxe novos e importantes pontos de atenção. Novos competidores atingiram uma dimensão relevante e os conflitos de interesses, na esfera dos AAI, precisam de mecanismos de controle específicos.

Ainda assim, a evolução o modelo não é trivial. Para trazer um mercado aberto, mais competitivo e mais transparente, será preciso um arcabouço regulatório aprimorado, que inclui pequenos ajustes no modelo atual (que de forma geral é perene) e a retirada dos intermediários da posição de principais supervisores dos AAI, pois este cenário impede que o acompanhamento da atuação de tais agentes seja feita de forma independente e sem conflitos de interesse com os investidores.

Atualmente, o monitoramento das atividades e a imposição de eventuais penalidades aos AAI é feito pelos intermediários, na esfera privada, e as informações relevantes não são difundidas para todos os participantes do mercado. Isto esvazia consideravelmente a função educativa de tais penalidades, essencial para o funcionamento do mercado.

## **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?***

Sim, o Santander considera pertinente a flexibilização da exclusividade dos AAI. Esta alteração deve acompanhar os aprimoramentos na forma de supervisão e o aumento da responsabilização dos AAI, essenciais para o adequado desenvolvimento de tal atividade. A flexibilização da exclusividade, acompanhada de maior transparência sobre taxas e custos pagos pelo investidor, deve favorecer a concorrência no mercado, com redução das taxas praticadas em benefício dos investidores.

Na instrução conduzida no âmbito do Ato de Concentração nº 08700.004431/2017-16, a Superintendência-Geral do Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE (“SG-CADE”) verificou que possuir uma ampla rede de AAI mostra-se um fator relevante no ingresso e na atuação no mercado de produtos de investimento. Neste sentido, a não imposição de exclusividade pelos participantes do mercado em análise, exceto nas hipóteses determinadas pela ICVM 497, constou como exigência do item 2.3 do Acordo em Controle de Concentrações celebrado na ocasião. Verifica-se, pois, que a autoridade reguladora do mercado, sob o aspecto



concorrencial, identificou a exclusividade como potencial barreira à adequada atuação dos AAI no setor de produtos e serviços de investimento.

Acrescente-se que, diante da evolução da tecnologia, atualmente mostra-se viável que gravações de ordens dos AAI possam ser direcionadas a diferentes intermediários. Isto já ocorre na atuação de AAI com cotas de fundos de investimento, por exemplo.

Adicionalmente, nos termos da legislação e da regulamentação vigentes, os intermediários estão obrigados a adotar processos de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente, nos termos da Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013 ("Suitability"), bem como de conheça seu cliente e prevenção à lavagem de dinheiro, nos termos da Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998, e da Instrução CVM nº 301, de 16 de abril de 1999 ("Conheça seu Cliente e Prevenção à Lavagem de Dinheiro"). Caso o cliente decida abrir conta em vários intermediários, ele passará pelos processos de *Suitability*, Conheça seu Cliente e Prevenção à Lavagem de Dinheiro diversas vezes, o que já ocorre independentemente de o cliente contratar AAI ou atuar diretamente junto aos intermediários.

No tocante aos custos, a exclusividade gera a necessidade de cada intermediário criar uma rede de AAI independente, aumentando o custo de distribuição, que acaba por ser transferido ao cliente. Por outro lado, o compartilhamento de AAI deve evitar o aumento de custos estruturais. Como consequência da exclusividade, também surge uma tendência de monopolização dos AAI por poucos intermediários, com efeitos igualmente nocivos ao investidor, que passaria a depender de um número menor de prestadores de serviços – ou, no limite, apenas um prestador e serviços.

Portanto, verifica-se que a flexibilização da exclusividade para os agentes autônomos mostra-se oportuna, podendo gerar benefícios como o fomento da concorrência no mercado de intermediação, a redução de custos e o favorecimento do investidor.

Em relação aos mecanismos de controle de ordens recebidas e emitidas pelo AAI no caso de atuação junto a diversos intermediários, o Santander reconhece que a descentralização de ordens poderia prejudicar a visão global das operações dos AAI e dificultar a identificação de eventuais irregularidades. Porém, o Santander acredita que a forma mais adequada de lidar com esta questão é adotar instrumentos de supervisão adequados, capazes de suprir eventuais deficiências.

***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.***

Tendo em conta o exposto na resposta à questão "e" acima, acredita-se que o aumento da exclusividade, para englobar inclusive cotas de fundos de investimento, não se mostra oportuno. A exceção deveria ser discutida em casos particulares e pouco frequentes de operações com derivativos com clientes de Varejo.

***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)?***



Para manter o controle a viabilidade de responsabilização dos intermediários em um cenário de não exclusividade, o Santander acredita que serão necessárias não apenas salvaguardas, mas também adaptações no modelo vigente.

Ao lado dos AAI, a atual regulamentação prevê a figura do consultor de valores mobiliários, que apresenta grande potencial para atuar no desenvolvimento do mercado e cuja regulamentação foi consideravelmente aprimorada por meio da Instrução CVM nº 592, de 17 de novembro de 2017 (“[ICVM 592](#)”). Porém, devido a algumas particularidades na disciplina trazida por esta norma, verifica-se que os consultores de valores mobiliários não ganharam tanto espaço no mercado quanto esperado.

Para favorecer a concorrência e, ao mesmo tempo, aumentar os controles sobre o mercado de produtos e serviços de investimento, o Santander entende necessário analisar a disciplina da atuação dos consultores de valores mobiliários em conjunto com a dos AAI, ajustando e delimitando as atribuições de cada um destes agentes e valorizando a figura do consultor de valores mobiliários. Assim, essencial para mitigar eventuais efeitos negativos do fim da exclusividade, no âmbito dos AAI, é reforçar ainda mais os princípios da ICVM 497, com o maior detalhamento das diferenças entre AAI e consultores de valores mobiliários.

As atribuições do consultor de valores mobiliários são bem delimitadas pelo art. 1º da ICVM 592: 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. Tal agente é responsável por aplicar processos de *Suitability*, selecionando e recomendando valores mobiliários adequados ao perfil do cliente, nos termos do art. 15, I, da ICVM 592, bem como fornecendo ao cliente eventuais esclarecimentos sobre a inadequação de tais produtos ao seu perfil.

Apesar de a disciplina de tal agente ter sido elaborada seguindo as práticas de mercados desenvolvidos, o Santander enxerga dois fatores que podem ter contribuído para o desenvolvimento lento do mercado. Em primeiro lugar, o modelo de remuneração com pagamento adiantado não está alinhado com a cultura do consumidor brasileiro, que tem restrições ao desembolso antecipado, mesmo quando em seu benefício. Além disso, o consultor de valores mobiliários não pode transmitir ordens do investidor aos intermediários, de modo que o investidor precisa receber a recomendação do consultor e entrar em contato com o intermediário diretamente para solicitar a execução das operações. Isto gera aumento de custos e burocracia que, muitas vezes, enfraquecem este formato de atuação.

Diante do exposto, o Santander sugere que a remuneração do consultor de valores mobiliários seja flexibilizada, de modo a permitir a negociação da forma de remuneração deste agente com o investidor de forma antecipada, quando da contratação dos serviços. O investidor, assim, poderá optar pela remuneração antecipada do consultor de valores mobiliários, por meio de comissões pré-acordadas, ou anuir com o recebimento, pelo consultor, de rebates pagos pelo intermediário, desde que o consultor adote uma política de total transparência em relação aos valores recebidos na forma de remuneração e incentivos. O tema da transparência será tratado no item 3 (respostas às questões “m” a “o”) abaixo. Da mesma forma, o Santander sugere que os consultores de valores mobiliários sejam autorizados a repassar diretamente aos intermediários as ordens recebidas do investidor, facilitando o fluxo cotidiano.

Paralelamente aos consultores de valores mobiliários, os AAI são prepostos com função mais limitada, estando vedados de recomendar produtos de investimento ao cliente, devendo restringir-se a ofertar aqueles produtos selecionados pelo intermediário de acordo com o seu processo de *Suitability*. O art. 1º da ICVM 497 atribui ao AAI as seguintes funções: (i) prospecção e captação de clientes; (ii) recepção e registro e ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou registro cabíveis; e (iii) prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pelo intermediário.



No entanto, na prática, muitas vezes, os AAI extrapolam tais atribuições e, apesar de não estarem autorizados por esta D. CVM para tanto, efetivamente recomendam e orientam clientes em relação a valores mobiliários, sem ter como contrapartida a responsabilização cabível. Para lidar com esta situação, o Santander sugere que, no caso de AAI constituídos na forma de sociedades empresárias, seja obrigatória a indicação de diretores responsáveis pelos processos de *Suitability*, Conheça seu Cliente e Prevenção à Lavagem de Dinheiro, podendo tais funções ser cumuladas por um mesmo profissional, desde que não haja conflito em relação às atividades desenvolvidas.

Além disso, considerando que os AAI não estão autorizados a recomendar ao cliente produtos diferentes daqueles indicados pelo intermediário, sugere-se a imposição de uma limitação sistêmica, que impeça que o AAI acesse produtos diversos daqueles selecionados pelo intermediário conforme sua política de *Suitability* vigente. Como sempre haverá a liberdade de o cliente, de forma autônoma, selecionar produtos diferentes do direcionamento do intermediário, este deverá adotar controles e processos específicos para monitorar a aderência dos AAI a tais parâmetros. Caso contrário, retorna-se à contradição exposta na resposta à questão “b” acima, em que o intermediário fiscaliza rigorosamente o AAI apenas em relação aos aspectos ligados à formalização de operações, porém, na esfera comercial, em que apresenta interesse conflitante, ele não atua de forma contundente na fiscalização.

Embora a regulamentação atual preveja claramente a responsabilização do intermediário caso haja alguma irregularidade, ele se vê diante de um benefício comercial imediato ou em curto prazo e uma responsabilização apenas potencial em um futuro distante, caso ocorra algum problema. Neste sentido, o Santander acredita que a responsabilização funciona apenas com uma medida de remediação, após a ocorrência da falha e do prejuízo. Por isso, a solidez do mercado deve estar fundada na qualidade da atuação junto ao cliente e na imposição de deveres fiduciários desde o início do relacionamento, bem como em uma supervisão próxima e frequente dos AAI.

***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?***

O Santander acredita que, independentemente da manutenção da exigência de exclusividade para AAI, o melhor mecanismo para equilibrar incentivos no mercado é aumentar a transparência de sua remuneração. Este tema será detalhado nas respostas às questões “m” e “n” abaixo.

***i) seria apropriado estabelecer alguma segmentação entre os agentes autônomos? Caso positivo, quais critérios poderiam ser adotados?***

Conforme exposto na resposta à questão “c” acima, o Santander acredita que, na esfera normativa, não deveria haver segmentação entre os agentes autônomos.

O Santander considera que a segmentação dos AAI poderia ser oportuna como parâmetro para o sistema de supervisão baseada em riscos adotado por esta D. Comissão, sendo considerada, por exemplo, para o estabelecimento da frequência e da abrangência de eventuais inspeções e auditorias. Isso requereria um controle adicional por parte da entidade reguladora.

***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?***



Para ser mais claro sobre os ajustes necessários no modelo de distribuição, o Santander apresenta, anexa a esta manifestação, uma tabela comparativa, que detalha dos diferentes ajustes propostos no modelo de atuação dos AAI e dos consultores de valores mobiliários.

***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?***

O Santander acredita que o modelo de exclusividade vigente não simplifica a supervisão dos AAI, mas tão somente a responsabilização por irregularidades e falhas, à medida que toda a estrutura de proteção dos interesses dos investidores é construída a partir da criação de obrigações e de responsabilidades para os intermediários.

Contudo, o Santander enxerga os seguintes aspectos negativos na presente estrutura de responsabilização:

- (i) reforça o modelo de concentração do mercado, com riscos sistêmicos;
- (ii) cria conflito de interesses do intermediário na supervisão dos modelos comerciais e de conduta, dado que ele também se beneficia, mesmo que de forma tácita, de eventuais “flexibilizações” do modelo;
- (iii) favorece o “quase” monopólio do formato, com prejuízos à competição que provavelmente penalizarão clientes no futuro.

De fato, independentemente da mudança do regime de exclusividade, há oportunidade para evoluir na regulamentação do mercado de forma a evitar que agentes, usando o arcabouço legal e regulatório dos AAI, exerçam outras funções, como gestor de carteiras de valores mobiliários (nos termos da Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015), consultor de valores mobiliários (conforme ICVM 592) e analista de valores mobiliários (nos termos da Instrução CVM nº 598, de 03 de março de 2018), sem estarem habilitados, sem os controles necessários para tanto e sem a indicação dos responsáveis pelas respectivas atividades perante esta D. CVM, no caso de pessoa jurídica.

Neste sentido, o Santander considera essenciais e admiráveis os esforços desta D. CVM no sentido de buscar a contribuição de um participante independente do mercado, integrante do setor privado, para a supervisão dos AAI, permitindo combinar a velocidade e a eficiência de gestão do setor privado com a imparcialidade do regulador para esta atividade.

***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?***

Nesse caso, o Santander propõe a reflexão sobre uma eventual reformulação no mecanismo de ressarcimento de prejuízos, de forma que os AAI passem a ser incluídos em seu contexto, considerando que a responsabilidade deveria caber, primariamente, ao AAI, e não ao intermediário. No caso concreto, deveria ser verificado quem, de fato, deu causa ao dano ao investidor, pensando-se na possibilidade de eventual responsabilização solidária. Isto poderia, inclusive, ser incluído como exigência regulatória nos contratos celebrados entre os intermediários e os AAI, a exemplo do que ocorre nos contratos de prestação de serviços para fundos de investimento (conforme art. 79, §2º, da Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014).



Nas situações em que a transação não pudesse ser rastreada e atribuída a um intermediário específico, caberia a esta D. Comissão, em conjunto com a entidade independente mencionada na resposta à questão “k” acima, definir quem será o responsável e quem deverá ser feito o rateio de eventuais valores devidos.

### **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?***

A divulgação da remuneração pelos produtos distribuídos poderia passar a ser informação obrigatória do formulário de referência dos AAI, bem como dos materiais utilizados pelos AAI no exercício de suas atividades, conforme mencionado no art. 11 da ICVM 497.

Todos os formatos de distribuição de valores mobiliários, incluindo AAI e consultores de valores mobiliários, precisam evoluir na transparência como forma de redução de conflitos de interesse no exercício da atividade e reforço do papel fiduciário do intermediário. Esta transparência deve ser reforçada quando maior for a autonomia e a discricionariedade do AAI em fazer recomendações fora das sugestões dos intermediários.

Assim, gerentes de banco, especialistas de investimentos ou AAI, que não têm autonomia de recomendação, deveriam apresentar previamente e de forma explícita os custos envolvidos no produto e, caso haja alguma remuneração específica em seu benefício, declará-la ao cliente. Uma vez ao ano ou ao semestre, deveria ser disponibilizado um extrato que apresentasse saldos, rendimentos e custos totais pagos pelo investidor.

No caso de agentes com maior discricionariedade de recomendação, tais como consultores de valores mobiliários, “Family offices” e gerentes Private de maior *ticket*, além da remuneração produto a produto e apresentação semestral, os custos das transações com detalhamento da remuneração do canal deverão ser enviados ao cliente através de correio, e-mail ou “push” no celular. Esta é uma forma de evitar o “giro” constante por comerciais mal-intencionados.

O formato detalhado destes modelos poderá ser definido via autorregulação do mercado.

***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?***

Na resposta à pergunta “g” propusemos a flexibilização do modelo de remuneração desde que seguindo princípios de “disclosure” mais estritos que detalhamos no item m. Acreditamos que a liberdade de criar uma figura aderentes às práticas de mercado, mas com responsabilidade, transparência e supervisão são o caminho para criar um mercado mais sólido e justo para os clientes.

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

Além da transparência relacionada à remuneração, devemos prever situações específicas que também geram potenciais conflitos de interesse tais como:

- (i) Participação na estruturação de emissões de títulos e valores mobiliários;
- (ii) Assessoramento da empresa que gere remunerações ocultas ao cliente;
- (iii) Participação em empresas ou negócios que podem oferecer conflitos de interesse (gestora, DTVM etc);



- (iv) Remunerações ou incentivos indiretos tais como campanhas de incentivos ou promoções comerciais
- (v) Todos estes potenciais conflitos indiretos devem ser apresentados aos clientes com o mesmo nível de transparência que frequência que detalhamos no item m quando abordando especificamente a questão da remuneração.
- (vi) Etc

Sendo o que havia para o momento, reiteram-se os votos de elevada estima e consideração e colocamo-nos à disposição para prestar quaisquer esclarecimentos adicionais que eventualmente se façam necessários.

**BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A.**

**ANEXO**  
**TABELA COMPARATIVA**  
**RESPOSTA À QUESTÃO “j”**

	AAI atual	AAI "update"	Consultor de Investimentos "update"	Consultor de Investimentos
<i>Característica da atividade</i>	Caracterizado pela regulamentação como um representante comercial com poderes limitados. Hoje assume papéis que seriam fora do seu escopo inicial de atuação	Representante comercial do intermediário com poderes limitados sobre produção de informação, aconselhamento de investimentos e interação com clientes	Especialista de investimentos, contratado pelo cliente, para agir em seu melhor interesse	Especialista de investimentos, contratado pelo cliente, para agir em seu melhor interesse
<i>Preposto</i>	sim	sim	não	não
<i>De quem é o cliente?</i>	Cliente é do intermediário	Cliente é do intermediário	Cliente é do Consultor	Cliente é do Consultor
<i>Relação com Investidor</i>	representante do intermediário	representante do intermediário	direta	direta
<i>Prospecção de clientes para IF</i>	sim	sim	não (uma vez que os clientes prospectados passam a fazer parte do portfólio de sua empresa) e apenas indiretamente do intermediário	não (uma vez que os clientes prospectados passam a fazer parte do portfólio de sua empresa) e apenas indiretamente do intermediário
<i>Identificação visual</i>	sim (associação de marcas)	Modelo de multipreposição	Não	Não

<i>Exames reconhecidos</i>	Ancord	equiparação CPA-20 / Ancord	CEA	CEA
----------------------------	--------	-----------------------------	-----	-----

	AAI atual	AAI "update"	Consultor de Investimentos "update"	Consultor de Investimentos	
<b>Obrigações</b>	<i>Dever fiduciário</i>	Não possui, visto que segue direcionamento da IF	Não possui, visto que segue direcionamento da IF	Sim	Sim
	<i>Cadastro</i>	Responsabilidade da IF	Responsabilidade da IF	Responsabilidade do agente, devendo seguir as normas aplicáveis. Intermediário pode fornecer padrões e definir requisitos mínimos	Responsabilidade do consultor, devendo seguir as normas aplicáveis
	<i>Suitability</i>	Responsabilidade da IF	Responsabilidade da IF	Responsabilidade do agente, devendo seguir as normas aplicáveis. Intermediário pode fornecer padrões e definir requisitos mínimos	Responsabilidade do consultor, devendo seguir as normas aplicáveis
	<i>PLD</i>	Responsabilidade da IF	Responsabilidade da IF	Responsabilidade do agente, devendo seguir as normas aplicáveis. Intermediário pode fornecer padrões e definir requisitos mínimos	Responsabilidade do consultor, devendo seguir as normas aplicáveis
	<i>KYC</i>	Responsabilidade da IF	Responsabilidade da IF	Responsabilidade do agente, devendo seguir as normas aplicáveis. Intermediário pode fornecer padrões e definir requisitos mínimos	Responsabilidade do consultor, devendo seguir as normas aplicáveis

<i>Gravação de ligações</i>	Responsabilidade da IF	Responsabilidade da IF no caso de AAI operar apenas com um intermediário. Caso veja a operar como multipreposto, tem que implantar sistema de gravação próprio	Sistema de gravação próprio (assumindo que pode receber ordem e operacionalizar)	Sistema de gravação próprio (assumindo que pode receber ordem e operacionalizar)
<i>Disclosure de conflito de interesse</i>	não (disclosure é feito pelo intermediário)	não (disclosure é feito pelo intermediário)	sim	sim

	AAI atual	AAI "update"	Consultor de Investimentos "update"	Consultor de Investimentos
<i>Quem paga pelo serviço?</i>	Intermediário	Intermediário	Cliente (diretamente ou com anuência e conhecimento de rebates)	Cliente
<i>Qual a natureza do pagamento recebido pelo "comercial"?</i>	conceito da remuneração é o de um "referral fee" e "servicing fee"	conceito da remuneração é o de um "referral fee" e "servicing fee"	conceito da remuneração é pagamento por consultoria de um especialista	conceito da remuneração é pagamento por consultoria de um especialista
<i>"Disclosure" de Informações</i>	não	sim. Se cliente segue carteira modelo, pode detalhar a remuneração da carteira, sem detalhar produto a produto. Se cliente não segue, precisa detalhar produto a produto de forma inteligível e clara	sim, valor pré-acordado para consultoria financeira (com transparência sobre o recebimento de qualquer outro tipo de remuneração, rebate ou incentivo)	sim, valor pré-acordado para consultoria financeira (com vedações a recebimento de qualquer outro tipo de remuneração, rebate ou incentivo)

	AAI atual	AAI "update"	Consultor de Investimentos "update"	Consultor de Investimentos	
<b>Oferta e recomendações</b>	<i>Transmissão de ordens dadas pelo cliente</i>	sim	sim	sim	não
	<i>Prateleira de Produtos</i>	aberta com totalidade de produtos disponíveis	oferta limitada às carteiras modelo fornecidas pelo intermediário. Se cliente quiser transacionar com recomendações próprias ou de terceiros certificados, precisará formalizar sua decisão de operar de forma autônoma	aberta com totalidade de produtos disponíveis	aberta com totalidade de produtos disponíveis
	<i>Recomendação</i>	Vedada a recomendação pelo AAI, sendo obrigado a seguir a recomendação da IF, baseada no perfil do cliente	Vedada a recomendação pelo AAI, sendo obrigado a seguir a recomendação da IF, baseada no perfil do cliente	Permitida a recomendação independente desde que baseada no perfil do cliente	Permitida a recomendação independente desde que baseada no perfil do cliente

	AAI atual	AAI "update"	Consultor de Investimentos "update"	Consultor de Investimentos	
<b>Materiais / Documentos</b>	<i>Relatório econômico</i>	Não há previsão na regulamentação atual sobre limitações de conteúdo e/ou de forma e frequência de contato	Permitido desde que sejam produzidos, certificados ou com autorização prévia e expressa do intermediário contratante, além de fazer referência expressa a ele. Podem ser utilizados logotipos do AAI desde que o do intermediário esteja em igual destaque.	Permitido.	Permitido.

<i>Relatório de análise de valores mobiliários</i>	Não há previsão na regulamentação atual sobre limitações de conteúdo e/ou de forma e frequência de contato	Permitido desde que sejam produzidos, certificados ou com autorização prévia e expressa do intermediário contratante, além de fazer referência expressa a ele. Podem ser utilizados logotipos do AAI desde que o do intermediário esteja em igual destaque.	Permitido desde que sejam produzidos, certificados ou com autorização prévia e expressa do intermediário contratante, além de fazer referência expressa a ele. Podem ser utilizados logotipos do AAI desde que o do intermediário esteja em igual destaque.	Permitido desde que sejam produzidos, certificados ou com autorização prévia e expressa do intermediário contratante, além de fazer referência expressa a ele. Podem ser utilizados logotipos do AAI desde que o do intermediário esteja em igual destaque.
<i>Publicitários</i>	Não há previsão na regulamentação atual sobre limitações de conteúdo e/ou de forma e frequência de contato	Permitido desde que sejam produzidos, certificados ou com autorização prévia e expressa do intermediário contratante, além de fazer referência expressa a ele. Podem ser utilizados logotipos do AAI desde que o do intermediário esteja em igual destaque.	Permitido desde que sejam produzidos, certificados ou com autorização prévia e expressa do intermediário contratante, além de fazer referência expressa a ele. Podem ser utilizados logotipos do AAI desde que o do intermediário esteja em igual destaque.	Permitido desde que sejam produzidos, certificados ou com autorização prévia e expressa do intermediário contratante, além de fazer referência expressa a ele. Podem ser utilizados logotipos do AAI desde que o do intermediário esteja em igual destaque.
<i>Envio de extrato</i>	não	Vedado	Permitido. Deve ser parte integrante do serviço de consultoria quando a contratação é por recorrência	Permitido. Deve ser parte integrante do serviço de consultoria quando a contratação é por recorrência

		AAI atual	AAI "update"	Consultor de Investimentos "update"	Consultor de Investimentos
Requisitos de estrutura	<i>Estrutura</i>	regras, procedimentos e controles internos implementados pelo intermediário	regras, procedimentos e controles internos implementados pelo intermediário	necessidade de diretor responsável por PLD, KYC e compliance. No caso de gerar tangíveis. Caso decida gerar materiais com análises, carteiras recomendada etc, deverá haver diretor responsável por suitability e advisory	necessidade de diretor responsável por PLD, KYC e compliance. No caso de gerar tangíveis. Caso decida gerar materiais com análises, carteiras recomendada etc, deverá haver diretor responsável por suitability e advisory
	<i>Exclusividade</i>	somente valores mobiliários (exceto fundos)	não (casos de conflito precisam ser detalhados para regulamentação específica)	não (casos de conflito precisam ser detalhados para regulamentação específica)	não (casos de conflito precisam ser detalhados para regulamentação específica)

		AAI atual	AAI "update"	Consultor de Investimentos "update"	Consultor de Investimentos
Acúmulo de atividades	<i>Análise</i>	Vedado	Vedado	Vedado	Vedado
	<i>Gestão</i>	Vedado	Vedado	Vedado	Vedado
	<i>Consultoria</i>	Vedado	Vedado	Vedado	Vedado