



Audiência Pública CVM: Alterações nas Regras Aplicáveis aos AAI's e Divulgação de Remuneração na Intermediação de Operações com Valores Mobiliários

Introdução

A CVM publicou, no último dia 12 de agosto, o Edital de Audiência Pública SDM 05/21, com prazo de manifestação até o dia 17 de setembro de 2021. A Audiência Pública (“AP”) trata de alterações das regras aplicáveis a agentes autônomos de investimento (“AAI's”) e à divulgação da remuneração na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários.

Breve retrospecto

Esta AP foi precedida por uma “Audiência Conceitual” (Audiência Pública SDM no 3/19¹), realizada em 2019, na qual o regulador questionou o mercado acerca de alguns pontos principais que poderiam ser alterados na regulação dos AAI's.

Os dois pontos centrais tratados eram:

- a questão da exclusividade; e
- a possível supressão da exigência da sociedade uniprofissional para a atividade (*i.e.*, com todos os sócios necessariamente devendo ser habilitados como AAI's).

Como resultado deste processo, a CVM vem agora colocar dois textos em audiência pública:

- uma primeira minuta (“Minuta A”), que trata das alterações na regulação atual de AAI's (Resolução CVM 16); e
- a segunda minuta (“Minuta B”), que traz determinações relativas às informações sobre remuneração e conflitos de interesse na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários (editando a Resolução CVM 35) – não apenas no caso de AAI's, mas também de qualquer outro intermediário.

Seguem abaixo os principais aspectos a destacar sobre ambas as minutas:

Exclusividade

A CVM propõe eliminar a obrigatoriedade da exclusividade - porém ela continua podendo ser livremente pactuada entre as partes.

Sempre reforçamos em nossas análises – e também em nossa proposta na Audiência Pública 3/19 - que a questão da exclusividade regulatória no mercado em parte derivava da vontade das partes, e não das restrições regulatórias, que são parciais.

A exclusividade se aplica a certos valores mobiliários, excetuando fundos de investimento. Produtos bancários, seguros etc. nunca estiveram dentro da alçada legal de vedação da CVM.

E, o crescimento orgânico das empresas de AAI's tem levado a oferta ampla de produtos e serviços, fazendo uso de empresas complementares (corretoras de seguro, gestoras, correspondente bancário, empresas de prestação de serviço diversas, etc.).

Logo, na regulação atual, um AAI pode, de maneira complementar, combinar validamente a vinculação à diversas instituições em segmentos como os de produtos bancários, seguros e fundos de investimento.

Porém, a prática comercial sempre trouxe ganhos de escala - e benefícios financeiros - na negociação e aceitação da exclusividade plena (indo além das atividades restritas pela CVM).

Também sempre ressaltamos que o cenário atual de controles e a tecnologia afastam consideravelmente os riscos de fiscalização que o mercado enfrentava no momento que foi criada a exclusividade.² Isso também desmistifica a questão do ponto de vista de riscos que poderiam ser imputados a esta mudança proposta.

Logo, a liberdade se amplia, mas os acordos comerciais e estratégicos obviamente continuarão dominando este debate. Ela pode tornar a “fluidez” do mercado um pouco maior. Mas, não acreditamos que ela impacte significativamente as grandes instituições do setor. A mudança é importante, e simbólica, mas, não um divisor de águas.

Sobre as sociedades de AAI's não exclusivos

De acordo com a norma em audiência, os contratos entre intermediários e AAI's devem indicar expressamente se o exercício da atividade se dará em regime de exclusividade ou não.

A contratação de um mesmo AAI por mais de um intermediário não isenta o intermediário de suas próprias responsabilidades contidas na minuta de instrução, nem tampouco isenta o AAI de respeitar as regras, procedimentos e controles internos *de cada intermediário contratante*, adotando sempre as mais restritivas, no caso de conflito entre as várias normas dos contratantes.

¹ http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0319.html

² Estamos comparando o mercado do início dos anos 2000, com transações quase que exclusivamente por telefone e e-mail, com a realidade atual de plataformas com ordens e registros quase que totalmente eletrônicos, e, portanto, mais seguros, controláveis e auditáveis.



Mas, vemos um ponto relevante da Minuta A que nos preocupa, e precisa ser ajustado:

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

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

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

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

O art. 31 – da maneira como foi redigido – em seu parágrafo único, pode desestimular a contratação de um mesmo AAI por diversos intermediários, já que não diferencia nem estabelece claramente os limites de responsabilidade de cada intermediário pelos atos do AAI perante SEUS (dele, intermediário) clientes.

O texto parece ir na direção de uma “solidariedade” – que, de resto, não poderia ser imposta por mero ato administrativo - na eventual responsabilização de vários intermediários contratantes do AAI por atos que tenham prejudicado clientes de apenas um dentre estes intermediários, independentemente de com quem as partes lesadas efetivamente tinham relação, e de quem realmente teria sido a falha no controle do AAI.

O inciso I também é amplo e genérico, e deveria ser editado, restringindo sempre a responsabilidade dentro da esfera de cada intermediário.

Caso não haja ajustes - deixando claro que cada intermediário responde pelos atos do AAI perante SEUS clientes - (ou terceiros envolvidos exclusivamente nesta relação), recomendamos que intermediários não aceitem a atuação com AAIs não exclusivos.

Não faz sentido assumir uma responsabilidade “difusa”.

Chamamos atenção também ao art. 32 – abaixo citado:

“Art. 32. Em relação à confidencialidade de informações pertinentes a dados cadastrais, comunicações e a operações de clientes, devem ser observadas as seguintes regras:

I – os intermediários devem ter acesso a todas as comunicações que envolvam oferta de produtos e serviços relacionados a valores mobiliários por parte do agente autônomo de investimento;

II – os intermediários não podem ter acesso ao cadastro, às ordens ou às operações de clientes dos demais intermediários que mantenham contrato com o agente autônomo de investimento; e

III – compete ao agente autônomo de investimento instituir regras, procedimentos e controles internos próprios, nos termos

da seção III deste capítulo, para assegurar o cumprimento simultâneo dos incisos I e II, principalmente no que diz respeito ao arquivamento de registro de dados cadastrais, ordens e gravação de diálogos com clientes.

Parágrafo único. O intermediário que venha a ter conhecimento do descumprimento do disposto neste artigo deve comunicar o fato à CVM, na forma do inciso III do caput do art. 28.”

Este dispositivo também oferece riscos no caso de um mesmo AAI contratado por diversos intermediários, ao obrigar, em seu inciso I, que intermediários tenham acesso, indistintamente, a **todas** as comunicações que envolvam oferta de produtos e serviços, de maneira geral.

O adequado seria explicitar que esse acesso só pode se dar em relação à oferta de produtos e serviços de cada intermediário, dado que pode haver detalhes e práticas comerciais particulares a cada um dos contratantes do AAI, além, é claro, de questões relativas a sigilo dos clientes, e, das transações entre partes concorrentes, etc.

Nossa opinião é que, a questão de disponibilização destes dados – quando solicitados - de maneira a não compartilhar, de maneira cruzada, dados de dois intermediários diferentes, caberia ao AAI através de sua política de segurança de informação/compliance que estabelecesse tais mecanismos e controles. A norma em Audiência deveria ir nessa direção.

A Empresa

Sobre as questões relativas ao AAI como empresa, os avanços foram bastante sensíveis.

A empresa deverá exercer unicamente a atividade de AAI, porém, não haverá mais a exigência de adotar a forma de sociedade simples, nem tampouco a obrigatoriedade de serem AAIs individuais todos os seus sócios (sociedade uniprofissional).

Logo, o texto da Minuta A permite que um AAI PJ passe a ter os chamados “sócios capitalistas” (ou seja, que contribuem apenas para a formação do capital da empresa, sem desempenharem, eles próprios, o objeto social).

Para evitar que tal prática seja utilizada para a atuação, na empresa, de profissionais não habilitados, em função típica de AAI, a minuta estabelece a obrigatoriedade da implementação de políticas e controles internos que impeçam tal ocorrência.

Continua vedado que um mesmo AAI pessoa natural seja sócio, empregado ou contratado de mais de um AAI pessoa jurídica (o que naturalmente seria ainda mais complexo de estabelecer controles em um ambiente em que não há mais a exclusividade).

Ponto curioso é que, no material de divulgação utilizado pelo AAI, quando ele estiver vinculado a mais de uma instituição, não poderá haver referências a produtos, canais de comunicação e demais informações dos intermediários pelos quais ele tenha sido contratado, sob a justificativa de



que isto poderia provocar dúvidas a respeito do intermediário a que a informação efetivamente se refere.

Creemos que o tema poderia ser melhor tratado, afinal, a informação precisa sempre é melhor e preferível a qualquer outra (nenhuma informação): bastaria o material explicitar os canais de comunicação e demais informações dos intermediários, com o aviso de que o investidor deve verificar previamente em qual instituição intermediária de fato mantém sua conta, e se ater a estes dados de contato.

Na questão de divulgação, também caiu a vedação que havia a se fazer referência à relação com a instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários por meio de expressões que a Resolução CVM 16 entendia dificultarem a compreensão da efetiva natureza do vínculo existente, tais como “parceira”, “associada” ou “afiliada”.

Outra proibição que perdeu eficácia é o impedimento, pelo AAI, de confecção e envio para os clientes de extratos contendo informações sobre as operações realizadas ou posições em aberto.

Esse dispositivo novo nos parece um tanto perigoso: um aspecto seria o AAI criar relatórios, análises, consolidações de carteira de natureza gerencial etc., dando transparência de que não seriam documentos “oficiais”; outro, bem diferente, é o tratamento destes documentos – sem validade legal - como “extratos”, que deveriam ser de exclusividade das instituições financeiras contratantes, sujeitas a robusto controle e a sistemas que homologam tais documentos.

O ideal seria deixar claro que os AAIs podem produzir relatórios, análises e consolidações desta natureza, desde que acompanhadas dos devidos *disclaimers*, e ressaltando que aqueles não preconizam “extratos”, podendo embutir riscos de erros ou critérios distintos daqueles utilizados pelas instituições financeiras. Enfim, que não seriam fontes “oficiais” de informações de investimentos aos clientes.

Sobre o pagamento de encargos repassados, pelo intermediário, ao AAI, relativos a seu credenciamento, a minuta permite que estes lhe possam ser repassados quando a relação for de não exclusividade (porém, continuando vedado no caso do AAI exclusivo).

“Atividades conflitantes” e Consultores e Gestores como Sócios de AAIs

A Minuta A, ao permitir que “não-AAIs” passem a ser sócios da PJ de AAI, por outro lado vetou a titularidade, seja direta ou indiretamente, de ações ou cotas representativas de seu capital social por pessoas naturais ou jurídicas que:

- **exercem atividades conflitantes com os interesses com a sociedade;**
- **sejam consultores de valores mobiliários autorizados ou reconhecidos pela CVM; ou**

- **sejam administradores de carteiras registrados na CVM.**

Sempre consideramos tal “via de mão única” contraproducente do ponto de vista de eficiência dos negócios, dado que um AAI pessoa natural pode normalmente ser sócio de uma gestora ou de uma consultoria, enquanto a hipótese contrária é vedada.

Acreditamos que seria conveniente sancionar, de maneira equilibrada, com mitigação de conflitos de interesse e segregação e controles, os atuais “arranjos” – complexos - que visam viabilizar a existência de “grupos” independentes (não instituições financeiras) oferecendo, de maneira harmônica, serviços de AAI, consultoria, gestão, corretagem de seguros, serviços bancários etc., desde que de maneira clara e transparente. Desta forma, não haveria óbices a permitir livremente que AAIs, Consultores e Gestores sejam sócios entre si.

Outro ponto que nos traz preocupação é a redação dada ao mesmo artigo que vedou os consultores e gestores, nominalmente, e, que também veda como titular direto ou indireto das ações ou cotas representativas de seu capital social pessoas naturais ou jurídicas que: “*exercem atividades conflitantes com os interesses com a sociedade.*”.

Alguns exemplos pontuais de situações diversas que tornaram a análise extremamente complexa: (i) uma corretora não poderia ser sócia de um AAI, mas, caso a mesma, ou seus sócios ou diretores, na pessoa física, forem cotistas, com participação pulverizada, em um FIP que eventualmente adquira participação em um AAI?; (ii) E na hipótese futura de AAIs abrirem seu capital em bolsa, logo, os mesmos sócios e acionistas de uma corretora, por exemplo estarão impedidos de adquirir tais ações em bolsa na Pessoa Física? Ou através de fundos que não esteja sob sua gestão? (iii) Um banco, corretora, ou seguradora, poderia ser sócio capitalista, visando meramente o retorno de *equity*, se este AAI não oferecesse seus produtos e serviços? Do contrário, não? (iv) Um FIP de uma gestora independente poderia ser sócio de um AAI, caso este não distribuísse seus produtos, e, um FIP de um banco ou corretora, com relações comerciais com o AAI, não?

Conflitos de interesse existem para ser mitigados. E, da maneira genérica como foi regulado este dispositivo, podem haver interpretações distintas do que seriam todas as atividades conflitantes. E elas podem se alterar com o tempo.

Acreditamos que o dispositivo, tanto no que diz respeito a consultores, gestores, ou esta hipótese genérica de vedação a “conflitados”, precisa ser objeto de debate e flexibilização.

Afinal, instituições financeiras, por exemplo, podem livremente atuar em diversos setores conflitantes, sendo que a regulação prudencial, estabelecendo segregação, *compliance*, diretores responsáveis, vem se mostrando altamente eficiente para limitar os conflitos de interesse.

O mesmo poderia ser adotado na hipótese destas sociedades envolvendo AAI's, gestores, consultores e outras instituições em potencial conflito de interesse.

Sobre Agentes Autônomos de Investimento que Admitam Sócios Não Registrados (como AAI's)

Sempre que houver sócios não registrados como AAI's, torna-se obrigatório instituir regras, procedimentos e controles internos próprios, que assegurem que as atividades de AAI não sejam exercidas por sócios que não estejam devidamente credenciados como tais.

Regras, Procedimentos e Controles Internos do Agente Autônomo de Investimentos

AAI's não exclusivos, ou que admitam sócios não registrados como AAI's (doravante: “AAI's-NE-SNR”), devem ser constituídos sob a forma de sociedades *empresárias*, nos termos da legislação em vigor.

Os AAI's-NE-SNR devem adotar e implementar:

- regras adequadas e eficazes para o cumprimento do disposto na minuta de Resolução; e
- procedimentos e controles internos com o objetivo de verificar a implementação, aplicação e eficácia das regras.

As regras, os procedimentos e os controles internos devem:

- ser escritos;
- ser passíveis de verificação;
- estar disponíveis para consulta dos intermediários pelos quais o AAI tenha sido contratado, da CVM e da entidade autorreguladora, se for o caso; e
- estar disponíveis em seu *website*.

Sobre tais políticas, além da obrigação dos diretores responsáveis, cabe aos órgãos de administração dos AAI's-NE-SNR:

- aprovar tais regras e procedimentos; e
- supervisionar o cumprimento e efetividade dos procedimentos e controles internos.

Os AAI's-NE-SNR devem indicar, de maneira não cumulativa:

- um diretor estatutário (necessariamente, ele próprio, um AAI) responsável pelas atividades de AAI e pelo cumprimento das normas estabelecidas pela norma de AAI; e
- um diretor estatutário responsável pela supervisão dos procedimentos e controles internos.

A nomeação ou a substituição destes diretores estatutários deve ser informada à entidade credenciadora e aos intermediários pelos quais tenha sido contratado, no prazo de 7 (sete) dias úteis.

Um aspecto importante das novidades introduzidas pela Minuta A, é que o Diretor de Controles Internos deve encaminhar relatório aos órgãos de administração do AAI-NE-SNR até o último dia útil do mês de abril de cada ano, contendo, *no mínimo*, a descrição detalhada e atualizada:

- dos controles internos implantados, informando os tipos de controles existentes e as atividades e operações abrangidas;
- da metodologia aplicada para a escolha e realização dos exames, indicando, por exemplo, mecanismos de monitoramento, parâmetros utilizados para verificação de anormalidades ou falhas, bem como critérios estabelecidos para a seleção de amostras;
- dos procedimentos realizados para análise das deficiências encontradas;
- detalhamento dos testes realizados e das conclusões obtidas quanto à eficiência e eficácia dos controles internos para garantir o cumprimento da norma;
- recomendações quanto às eventuais deficiências que tenham sido identificadas no exercício de referência do relatório pelo AAI-NE-SNR, pela CVM, pelos intermediários que o tenham contratado, e por entidades autorreguladoras, com o estabelecimento de planos de ação e de cronogramas de saneamento para correção, quando for o caso;
- avaliação de riscos para o AAI-NE-SNR em relação aos seus controles internos; e
- manifestação do diretor responsável a respeito das deficiências encontradas, contendo, *no mínimo*:
 - em relação a cada uma das deficiências que tenham sido identificadas no exercício anterior, incluindo as identificadas pela CVM e por entidades autorreguladoras, bem como a informação sobre o andamento ou sobre a eventual conclusão das ações planejadas para saná-las;
 - em relação às deficiências apontadas nos relatórios anteriores, informar se os cronogramas de saneamento foram implementados e o resultado das ações adotadas para sanar as deficiências;
 - avaliação fundamentada sobre a evolução do AAI-NE-SNR no cumprimento das exigências para atender à norma durante o período de competência do relatório.

Todas as atividades mencionadas devem constar no relatório anual, ainda que (i) não sejam aplicáveis aos processos internos do AAI-NE-SNR, (ii) sejam de pequena relevância ou (iii) ofereçam baixo risco no contexto das atividades do AAI-NE-SNR (devendo ser apresentado o motivo que justifica a eventual ausência de menção às conclusões dos testes realizados nesses casos).

O relatório deve ficar disponível na sede do AAI-NE-SNR para consulta da CVM, dos intermediários pelos quais tenha sido contratado, não sendo necessário seu envio, exceto quando solicitado pela CVM e/ou pelas entidades autorreguladoras a que estiver sujeito o AAI.

Não acreditamos que apenas a vinculação a mais de um intermediário, e, a aceitação de sócios capitalistas deveriam



ser os motivadores da adoção de uma estrutura de *compliance* e controles. É salutar para AAI's, em um mercado em franco desenvolvimento, criar uma cultura de *compliance*.

Tal carga regulatória recair apenas sobre os AAI-NE-SNR obviamente gera um desestímulo a hipótese competitiva que tal liberdade pretendia induzir. Provavelmente serão muito raros tais arranjos, mesmo em casos de AAI's com centenas de sócios e funcionários e com recursos sob distribuição na casa dos vários bilhões.

Bases mínimas de *compliance* interno, e diretores responsáveis deveriam ser itens desejáveis e mandatórios em todas as hipóteses, da mesma forma como ocorre para gestores e consultores de valores mobiliários.

Transparência de Remuneração

A Minuta A tem mérito em criar um Termo de Ciência, que será assinado pelo investidor no seu cadastro, em que são explicitados os seus direitos e o perímetro de atuação de um AAI, tais como os limites dessa atuação, suas vedações e potenciais conflitos de interesse. Na negativa de assinatura deste termo, as ordens do investidor *não poderão ser executadas*.

Na norma anterior, cabia ao intermediário apenas comunicar ao investidor o regime de atuação dos AAI's, de forma genérica e não especificada.

E, um grande aprimoramento trazido pela Minuta B nesse sentido foi a edição de regras específicas de divulgação de remuneração e conflito de interesse de todos os intermediários (entre eles, os AAI's).

Há também uma nova obrigação incumbente ao AAI sobre transparência, que é a obrigação (óbvia) de, sempre que solicitado por clientes, descrever a forma como é remunerado pelos produtos e serviços oferecidos.

Sobre os relatórios agora obrigatórios, os intermediários devem manter seção em suas paginas na rede mundial de computadores com (a) a descrição de suas formas de remuneração pela oferta de valores mobiliários e (b) potenciais conflitos de interesse.

A descrição deve conter informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro, devendo ser escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa.

A descrição sobre as formas de remuneração deve abranger todos os tipos de remuneração recebidos direta ou indiretamente pelo intermediário e os arranjos de que decorrem, incluindo, dentre outros:

- **taxas diretamente cobradas dos investidores;**
- **percentual de taxa de administração;**
- **percentual de taxa de performance;**
- **diferença entre o custo de aquisição e de venda (“spread”); e**
- **taxas de distribuição.**

A descrição dos potenciais conflitos de interesse deve considerar as formas de remuneração praticadas na oferta de valores mobiliários, incluindo, dentre outros, casos em que estiverem presentes as seguintes circunstâncias:

- **incentivo para recomendar operações a clientes em virtude do recebimento de remuneração por meio de taxa de corretagem;**
- **esforço de venda promovido por AAI's vinculados a múltiplos intermediários, com potenciais variações na taxa de remuneração pela venda de valores mobiliários similares;**
- **recebimento de rebates e comissões pelo intermediário quando realiza a venda de determinados valores mobiliários; e**
- **oferta de valores mobiliários emitidos, detidos, geridos ou sob administração fiduciária do próprio intermediário ou de outras instituições integrantes de seu grupo econômico.**

Sobre estes requisitos de transparência, eles estão alinhados e sancionam diretrizes que foram imputadas recentemente pela ANBIMA (apenas a transparência qualitativa, a associação **não exigiu dados quantitativos**).

Um ponto simples que a CVM deveria considerar, é determinar que tal documento descritivo deva ficar disponível no mesmo ambiente onde o investidor analisa e acessa os produtos financeiro.

Ou seja, se o investidor acessa via um *home-broker* ou *internet banking*, tal descritivo deveria ficar – **ESPECIFICAMENTE** – na mesma página em que ele navega para investir, na mesma “trilha” de navegação, talvez até mesmo sendo necessário “clique” e concordar que conhece tais termos.

A atual diretriz da ANBIMA não estabelece a localização mais precisa de tal informação, e, em pesquisa recente tivemos grande dificuldade em encontrar tais descritivos nos *sites* de instituições.

Extrato Trimestral

O intermediário deve enviar trimestralmente a seus clientes extrato quantificando a remuneração auferida em virtude dos investimentos em valores mobiliários por eles realizados.

O extrato deve conter o valor total da remuneração auferida direta ou indiretamente pelo intermediário em razão dos investimentos do investidor destinatário do extrato, discriminando:

- **modalidade de investimento realizado;**
- **natureza da remuneração (alinhado com os critérios anteriores); e**
- **parcela correspondente a remuneração de agentes autônomos de investimento.**

O extrato deve conter ainda o endereço da página na rede mundial de computadores em que podem ser obtidas mais informações sobre as práticas remuneratórias e potenciais conflitos de interesse do intermediário.



O extrato deve ser enviado até 30 (trinta) dias após o encerramento do trimestre.

O extrato deve compreender a remuneração total auferida no período pelo intermediário, inclusive quando decorrente de investimentos realizados em períodos anteriores.

O envio do extrato é dispensado para os clientes cujos investimentos não tenham gerado remuneração ao intermediário.

Regras de Compliance dos Intermediários e Confidencialidade de Informações

Manteve-se a relação de *preposto* e a obrigação de seguir as políticas de *compliance* da instituição contratante - no caso de um AAI vinculado a diversos contratantes, quando houver teores diferentes ou conflitantes entre as normas destes contratantes, valerá aquela que for considerada mais restritiva.

Sempre defendemos que, além das regras dos intermediários, houvesse a necessidade de os AAI's estabelecerem seu (próprio) conjunto mínimo de políticas internas, nas quais se poderia inclusive, no caso acima, deixar claro e explícito quais são suas práticas, mesmo se advindas de contratantes diversos.

Acreditamos que é o papel das políticas internas do AAI, tratar desta "harmonização" no caso de políticas distintas de intermediários, se for o caso.

Contraponto à questão do fim da exclusividade, houve preocupação da CVM com a questão do respeito à confidencialidade de informações cadastrais, comunicações e operações de clientes na hipótese de vinculação a mais de uma instituição.

Do ponto de vista formal, teórico e legal, há de se entender a questão - mas, do ponto de vista prático, entendemos que há lacunas a serem melhor tratadas na norma em audiência pública (e de difícil solução).

Se determinado cliente de um AAI, vinculado a duas instituições, possuir conta em apenas uma das instituições, poderá fazer parte do "dia a dia" de um AAI, enxergando alguma oportunidade para o investidor naquele intermediário na qual ele não possui uma conta, estimulá-lo a abrir (nova) conta nesta nova instituição.

Cremos que seria praticamente teórica a hipótese de pensar que faz parte do sigilo bancário e profissional, a preservação de sigilo na situação acima. O que tenderá a ocorrer é a natural defesa de seus interesses comerciais por parte das instituições, se protegendo contratualmente destes riscos, e talvez até evitando atuar com AAI's de "dupla vinculação".

A solução adotada para esse "impasse" é que o AAI tenha regras, procedimentos e controles internos tratando da confidencialidade de informações e de conflitos,

competição, etc. E, que os riscos relativos sejam objeto de um termo de ciência do cliente, das instituições, e do AAI.

Na falta de um parâmetro específico, a CVM "jogou" a questão de volta para o mercado: não ficaram claras as hipóteses de quebra de sigilo etc. que devem ser tratadas, o que é especialmente importante em um ambiente comercial com pluralidade de vinculação.

Muito difícil esperar a preservação de sigilo por parte de um único AAI que irá trabalhar, ao mesmo tempo, para duas instituições financeiras diversas. É impossível estabelecer esta fronteira, se o cliente é atendido por um mesmo agente.

Para nós, quase não há de se falar de quebra de sigilo bancário em um cenário em que ambas as instituições sabem que o AAI é vinculado a duas instituições. O uso comercial das informações será natural, pelo AAI, o que não se poderia fazer seria enviar, para um intermediário, dados (financeiros, etc.) do cliente de outro intermediário.

Um dos caminhos para mitigar os riscos envolvidos, poderia ser a obrigatoriedade de tratamento destes tópicos nos contratos, nas políticas internas e, principalmente em termos de ciência ao investidor.

Finalmente, cremos adequada a norma que veda a AAI's atuando apenas na pessoa física se vincularem a mais de uma instituição, já que não seria possível ter a estrutura mínima de *compliance* e governança que se pretende contrapor como compensatória para esta maior liberdade.

Atividade do AAI / Recomendação

De maneira pragmática, a CVM deixou claro que o AAI pode fazer recomendações de investimento, sempre alinhado com seu *suitability*, e deixando clara sua relação profissional e conflitos de interesse.

Nosso entendimento sempre foi de que o AAI poderia (e até deveria) fazer isso, já que ele, ao ser o responsável de um intermediário por atender um investidor, seria o melhor profissional para auxiliar o investidor na implantação do *suitability*, uma obrigação da instituição intermediária.

A CVM frisa que não se pode induzir o investidor a entender que este profissional presta uma orientação independente, dado que esta seria característica de um consultor de valores mobiliários.

Não acreditamos que a palavra correta para diferenciar o consultor do AAI é que a relação com o primeiro se dá com "independência", mas, sim, uma recomendação de investimento em determinadas condições de remuneração que mitiga o conflito de interesse. Dizemos isso porque mesmo uma instituição financeira distribuidora pode ter um negócio de consultoria, o qual, mesmo atuando autonomamente não será plenamente "independente", e sempre terá algum grau de conflito de interesse "de grupo".



Inspeção

Uma novidade é que a norma agora obriga explicitamente que o contratante realize inspeção de instalações e dependências físicas do AAI.

Transição entre intermediários

A norma também veio arbitrar potenciais conflitos surgidos quando um AAI está em transição entre intermediários. Tal novidade evidentemente deriva de situações de mercado em que, nesta transição, ocorreram conflitos e disputas legais (como os que foram extensivamente divulgadas no noticiário relativamente recente).

Não nos pareceu algo que precisasse ser tratado a nível normativo, já que a norma não teria sucesso em mitigar, nestas transições, que conflitos de interesse se exacerbem.

Basicamente, o dispositivo define que quando um AAI firmar contratou com um novo intermediário, nos primeiros 30 (trinta) dias, ele precisará dar ciência do fato a investidores com quem já possui relacionamento, caso vá lhes oferecer produtos e serviços da nova instituição neste período. A minuta diz ainda que deve haver alerta específico sobre “*potenciais conflitos de interesse adicionais*” a que este AAI possa estar sujeito em razão da celebração do novo contrato, especialmente os decorrentes de diferenças de remuneração pela oferta de produtos e serviços e de incentivos financeiros associados à migração de investidores para o novo intermediário.

O conflito sempre existirá, fruto da competição entre as instituições, e nos parece natural que um investidor imagine que, se um AAI está oferecendo a nova instituição, é por nela perceber maiores vantagens para seu negócio. Isso não muda a obrigação do AAI de respeitar o *suitability* e o perfil do investidor.

A mesma hipótese acontece quando um gerente de uma instituição financeira deixa a instituição e é contratado por outra, e entra em contato com seus clientes. Obviamente o investidor imagina que o profissional foi para uma instituição que lhe dá benefícios (financeiros?) adicionais, e, que precisa lidar com eventuais conflitos advindos disso.

Acreditamos que o dispositivo terá pouca efetividade. Poderá haver ou a postergação desta abordagem, por 30 dias após a assinatura do contrato, ou, dentro de uma mensagem comercial apresentando o novo negócio, avisos genéricos e discretos deste “*potencial conflito de interesse adicional*” (no caso, mais um, provavelmente em nota de rodapé), pouco claros e de baixa relevância.

Qualificação do AAI

Finalmente, a CVM questiona o mercado se seria conveniente elevar o requisito de escolaridade mínima de uma pessoa física qualificável como AAI, de ensino médio para conclusão de ensino superior.

Honestamente, acreditamos que esta questão não é uma balizadora absoluto: mesmo nas normas que regulam a administração de carteiras e a própria consultoria de valores mobiliários, a exigência de ensino superior se faz presente, podendo haver exceções mediante análise prévia do mérito pela CVM (considerando experiência, notório saber etc.).

No caso dos AAIs, faria sentido se questionar se o requisito mínimo dos exames probatórios se faz suficiente. Dando robustez a tais exames, a questão do ensino superior poderia inclusive ser tratada como nos casos de consultores e administradores, em que o ensino superior é exigido, podendo haver exceções.

Logo, se o indivíduo se provasse capaz, sendo aprovado em um exame com grau de dificuldade mais elevado, ou demonstrando experiência profissional relevante, poderia pleitear a dispensa do requisito da exigência de curso superior.

Portanto, exigir o curso superior, com margem para exceções, seria um caminho adequado, em nossa visão.

O objetivo deste documento foi sintetizar os pontos mais relevantes da referida Audiência Pública. A Br Invest Consult está a disposição para lhe auxiliar no melhor entendimento do normativo em discussão, seus impactos para seu negócio, ajustes, adaptações, etc.

Bons negócios!

José Brazuna
jb@brinvestconsult.com
 11-97158-9878

Raphael Castro
ph@brinvestconsult.com
 11-98447-1018