

O que podemos esperar?

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

“You want it all but you can't have it”

Epic, Faith no More, 1990

Mike Patton, Billy Gould, Jim Martin, Roddy Bottum, Mike Bordin

Introdução

No último dia 17 de setembro, se encerrou o prazo para envio de propostas no âmbito da Audiência Pública SDM 05/21, que trata de alterações das regras aplicáveis a agentes autônomos de investimento (“AAIs”) e à divulgação da remuneração na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários.

O que poucos no mercado em geral observam é que todas as manifestações recebidas pela autarquia já estão disponíveis no site do regulador, no *link* abaixo:

http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0521.html

Claro que cabe à CVM a última palavra sobre os rumos da regulação, quando publicar a futura norma, mas, analisar as sugestões do mercado nos dá fortes indicadores de tendência.

E, com este objetivo, estamos publicando este *paper*, em que procuramos apontar os principais pontos abordados pelo mercado em suas respostas à Audiência, e, se há convergência.

Foram apresentadas 27 propostas ao regulador. Como estudo de tendência, focaremos aqui naquelas oferecidas pelas principais instituições financeiras e associações que atuam ou representem os *stakeholders* destes mercados de intermediação.

No que pese a democracia do processo estabelecido pela CVM, acreditamos que a amostra de propostas que analisamos define uma “linha de tendência”.

Pontos em comum

Houve uma convergência de temas e opiniões do mercado em suas propostas encaminhadas ao regulador.

Se variam um pouco em forma, argumentação, e solução específica proposta, não apresentam extrema divergência em seu sentido e direção.

Logo, nos parece que o trabalho da CVM fica bem mais fácil agora (caso concorde com a linha do mercado...).

Preferimos omitir os nomes das empresas, entidades e associações cujas propostas analisamos, mas, como já dito, todas as manifestações estão publicadas no site da CVM.

Destacamos 8 temas de destaque que forma considerados como mais urgentes e relevantes pelos entes mais representativos do mercado, e, com alta convergência de sugestões.

Nem todos os temas foram abordados por todos, mas, sua grande maioria sim.

E, obviamente, houveram outros temas que consideramos secundários, ou difusos e não abordaremos neste documento.

Tentaremos elencar os tópicos pela percepção que tivemos da ordem de relevância que foi dado, pela maior parte dos agentes:

Responsabilidade solidária e segregação de informação dos Intermediários no caso de AAIs não exclusivos

Estes pontos foram um consenso absoluto do mercado, de que há necessidade de ajustes, pontuando de maneira afirmativa que, no caso de AAIs vinculados a mais de uma instituição intermediária, que cada instituição responde pelo AAI na esfera de suas atividades e seus investidores.

E, também deixando claro o próprio limite da responsabilidade dos AAIs em si.

O normativo em audiência pública estabelece a responsabilidade de forma um pouco difusa, e, não muito evidente no que diz respeito a esta fronteira entre intermediários que contratam um mesmo AAI.

Sobre as informações de transações também há preocupação de que cada intermediário acesse apenas os dados (*e-mails*, ligações telefônicas, etc.) relativos a seus investidores, cabendo ao AAI a responsabilidade por tais controles e seleção. O texto em audiência pública também não estabeleceu, na visão do mercado, uma fronteira tão bem demarcada, neste sentido.

Acreditamos que tais aspectos devem ser facilmente equacionados pelo regulador. Do contrário, sem a evidente segregação de responsabilidade (e de dados), será bastante difícil observar instituições intermediárias dispostas a aceitar trabalhar com AAIs vinculados à mais de uma instituição.

Maior liberdade empresarial das pessoas jurídicas

Destaca-se um discurso quase consensual de que não se adote a obrigatoriedade de que empresas de AAIs tenham objeto social exclusivo, e, que a mesma pessoa jurídica possa então exercer outras atividades: a exemplo do já

aplicável para Consultores de Valores Mobiliários e Administradores de Carteira de Valores Mobiliários.

Neste sentido, também houve um discurso quase unânime pela eliminação dos dispositivos que criava três regras de restrição de sócios de uma empresa de AAI, sendo: (i) vedação a sócios em situação de “conflito de interesse”; (ii) Consultores de Valores Mobiliários e (iii) Administradores de Carteiras de Valores Mobiliários.

A linha geral das propostas vai na linha da equidade com as demais regulações, e que, a melhor solução para conflitos de interesse ou exercício irregular da atividade deveria ir mesmo na linha da imposição de *compliance*, como a norma efetivamente o fez.

E que a medida tornaria mais transparente e menos custosa as diversas estruturas empresariais já estruturadas – de forma legítima – “em torno” de empresas de AAI e que seriam desnecessárias com a maior liberdade empresarial.

A Lei de Liberdade Econômica foi um argumento bastante utilizado pelos participantes de mercado, sob diversas óticas.

Minuta B – sobre o extrato trimestral quantificando a remuneração auferida pelos intermediários

Sobre a Minuta B, não faltou polêmica sobre o ponto de divulgação de valores de remuneração quantitativa na cadeia de intermediários. Destacamos aqui 3 linhas gerais das manifestações:

- **Sugestões de que tais extratos sejam anuais, e não trimestrais;**
- **Alguns pedidos de que haja dispensa da obrigação no caso de investidores profissionais; e**
- **O mercado levantando uma série de “restrições técnicas” para o pleno atendimento a medida de transparência.**

Focando no terceiro ponto, nos pareceu evidente que a questão, polêmica, é claro, acaba se vestindo de argumentação “técnica”. Mas, que, com esforços conjuntos do mercado seriam superáveis com a adoção de uma agenda conjunta positiva de médio prazo.

Porém, obviamente o tema não é agradável e algum consenso precisará ser arbitrado e estimulado pelo regulador. Nossa impressão é que as barreiras técnicas sugeridas poderiam ser resolvidas com critérios equânimes.

Afinal, há sempre um argumento contrário muito simples: seja com base em critérios de caixa, ou gerenciais, é fato que os recursos são ou pagos ou “rateados” entre os diversos participantes do mercado, seja com o pagamento efetivo de rebates a AAI e intermediários, seja com a atribuição de metas de *performance* e receita a funcionários de instituições financeiras (resultando em rateio de receitas entre departamentos, empresas, grupos, bônus, etc.).

Logo, sempre há critérios possíveis... resta endereçarmos esta agenda com maturidade no longo prazo.

Suitability

Sobre o tema, pudemos observar três linhas gerais de abordagem pelo mercado:

- **Deixar claro e evidente de que não cabe ao AAI realizar seu próprio *suitability*;**
- **Que no caso de um AAI vinculado a mais de uma instituição, deve se aplicar o *suitability* de cada instituição a carteira do cliente alocada na instituição (como hoje); e**
- **E que a obrigatoriedade de sempre adotar políticas de controle do contratante mais conservador, não se aplica neste caso, valendo, para cada carteira, um *suitability* isolado.**

Ou seja, não cabe a este “novo AAI”, vinculado a mais de uma instituição, “harmonizar” ou “consolidar” tal processo, adotar uma terceira linha, etc.

Formalmente concordamos com tais afirmações, e esta questão já existe quando um investidor tem contas em diversas instituições.

Mas, a cada dia que o AAI quiser se posicionar como um “centralizador” do relacionamento do cliente, apresentando diversas instituições, e recomendando as melhores opções de investimento, o *suitability* ficará ainda confuso para o investidor.

Tal questão é adequadamente tratada no caso do Consultor de Valores Mobiliários, em que as instituições intermediárias estão autorizadas a não realizar o *suitability* do investidor atendido por um consultor, já que este o faz. Mas, nesse caso o consultor é efetivamente contratado pelo investidor, o que dá legitimidade legal a tal relação de forma diferente do AAI, que ao fim ainda é um distribuidor.

E, mesmo nestes casos (dos consultores), por questões sistêmicas (para não ter de criar parametrizações específicas de sistema, e também por conservadorismo), ainda impera no mercado que mesmo clientes de consultores, continuam sendo submetidos a processos de *suitability* pelos intermediários.

Nos parece que estas arestas todas terão de ser novamente discutidas no longo prazo com a crescente ampliação de AAIs, consultores, gestores de carteira administrada, etc.

Compliance

Apontamos também algumas discussões não contra a necessidade de criação de regras de *compliance*, mas, no sentido da adequação da direção endereçada na minuta.

Algumas proposições vão no sentido de que tais dispositivos sejam focados em *best execution*, conflito de interesse, processo de *suitability*, treinamento de força de venda, KYC/PLD, conflito de interesses, infraestrutura mínima, etc.

Alguns participantes sugeriram que se adote uma linha mais similar a consultores e gestores, e nem tanto na linha das regras da RCVM 35, que regula intermediários, de caráter mais focado em infraestrutura operacional necessária para a execução e segurança das transações no mercado (*hardware*, controles, apontamentos de índices e métricas de volumetria, etc.).

Escolaridade

Sobre a Escolaridade a maior tendência de mercado foi mesmo a de sugerir a manutenção dos critérios atuais.

Houve algumas propostas de obrigatoriedade de cursos superior, porém adotando critérios como no caso de gestores e consultores, em que há possibilidade de pedido de exceção a esta regra geral por notório saber ou experiência.

Materiais e extratos

Percebemos uma grande – e legítima – preocupação com dois aspectos:

- **Que extratos efetivos com posições sejam dos intermediários; e**
- **Que a geração de todo e qualquer outro material de consolidação, análise, *marketing*, etc. seja claramente de responsabilidade do AAI.**

Há grande temor de que considerar relatórios feitos pelo AAIs como “extratos” pode elevar o risco de erros, divergência de metodologias, fraudes, etc.

Acreditamos que seja possível que o novo normativo faça maior distinção do que são informações de análise, gerencias, etc. e que são posições oficiais, de custódia.

Exclusividade

Sobre o ponto, não houve contestação, porém, há certo desconforto em tornar obrigatório a indicação da exclusividade no contrato com o intermediário (artigo 30).

Os temores em geral vão no sentido de que este dispositivo pode gerar impasses negociais.

Conclusão

O objetivo deste documento foi sintetizar os pontos mais relevantes de tendência esperada na 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