



Coleta Técnica de Benchmarks

Cadeia de Distribuição

Junho de 2026



SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	4
2. SUMÁRIO EXECUTIVO.....	5
3. BENCHMARK INTERNACIONAL	7
3.1. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA (EUA)	7
3.1.1. <i>Autorregulação da Cadeia de Distribuição</i>	9
3.1.2. <i>Estrutura da Cadeia de Distribuição</i>	10
3.2. REINO UNIDO (UK)	22
3.2.1. <i>Autorregulação da Cadeia de Distribuição</i>	24
3.2.2. <i>Estrutura da Cadeia de Distribuição</i>	24
3.3. CANADÁ	37
3.3.1. <i>Autorregulação da Cadeia de Distribuição</i>	37
3.3.2. <i>Estrutura da Cadeia de Distribuição</i>	38
3.4. AUSTRÁLIA	47
3.4.1. <i>Autorregulação da Cadeia de Distribuição</i>	48
3.4.2. <i>Estrutura da Cadeia de Distribuição</i>	48
4. BIBLIOGRAFIA.....	60
5. ANEXOS.....	71
5.1. TABELA – CADEIA DE DISTRIBUIÇÃO NOS EUA.....	71
5.2. TABELA – CADEIA DE DISTRIBUIÇÃO NO REINO UNIDO.....	73

5.3.	TABELA – CADEIA DE DISTRIBUIÇÃO NO CANADÁ	76
5.4.	TABELA – CADEIA DE DISTRIBUIÇÃO NA AUSTRÁLIA	79

1. INTRODUÇÃO

Em um mercado cada vez mais dinâmico, interconectado e sujeito à constante transformação dos modelos de negócio, a efetividade do arcabouço regulatório depende da capacidade de combinar solidez técnica, leitura prospectiva de riscos e aderência às melhores práticas internacionais.

É nesse contexto que este material se insere, como uma contribuição ao aprimoramento contínuo da cadeia de distribuição de valores mobiliários no Brasil. A partir de uma análise comparada de jurisdições relevantes, modelos regulatórios e práticas reconhecidas globalmente, o documento busca identificar experiências, soluções e parâmetros que possam apoiar o fortalecimento do mercado brasileiro, considerando tanto suas particularidades institucionais quanto os movimentos internacionais de modernização regulatória.

A iniciativa dialoga diretamente com a trajetória institucional da Anbima como agente de autorregulação, representação e desenvolvimento do mercado. Ao longo de sua atuação, a Associação tem contribuído para a construção de padrões de conduta, mecanismos de supervisão e instrumentos de governança voltados ao fortalecimento da integridade, da transparência e da confiança dos investidores no mercado de capitais brasileiro. Essa posição também se manifesta em sua presença ativa em fóruns internacionais, especialmente no âmbito da IOSCO, *International Organization of Securities Commissions*, organização reconhecida como principal formadora de padrões globais para a regulação dos mercados de valores mobiliários. A Anbima é membro da IOSCO desde 2005 e exerceu papel de liderança no Comitê Consultivo de Membros Afiliados, o AMCC, entre 2012 e 2018, reforçando sua inserção nos debates globais sobre regulação, desenvolvimento de mercado e proteção do investidor.

Ao sistematizar experiências comparadas e conectá-las aos desafios concretos da cadeia de distribuição de valores mobiliários, este documento se apresenta como um insumo técnico e estratégico para a modernização da regulação e da autorregulação no país. Com isso, busca contribuir para uma reflexão qualificada sobre caminhos possíveis para o aprimoramento do modelo brasileiro, com foco em eficiência, integridade, inovação responsável e proteção do investidor.

2. SUMÁRIO EXECUTIVO

Esse relatório busca aprofundar a coleta técnica de benchmarks desenvolvida com base em uma análise comparada sobre a regulação e autorregulação da cadeia de distribuição de valores mobiliários, com foco na forma como diferentes jurisdições estruturam, delimitam e supervisionam as atividades desempenhadas por participantes como gestores, consultores, analistas, assessores, intermediários e custodiantes. A partir do exame dos modelos dos Estados Unidos, Reino Unido, Canadá e Austrália, o documento busca oferecer subsídios técnicos para refletir políticas públicas sobre a (re)organização do regime brasileiro, especialmente quanto à coerência dos perímetros regulatórios, à segmentação das atividades e aos mecanismos de habilitação profissional e institucional.

Os benchmarks internacionais demonstram que há diferentes caminhos regulatórios possíveis para organizar essas funções. Nos Estados Unidos, o regime admite maior concentração funcional em determinadas figuras, como o *investment adviser*, que pode combinar aconselhamento e gestão discricionária, e o *broker-dealer*, que centraliza funções de intermediação e distribuição. No Reino Unido, a estrutura baseada no Regulated Activities Order e na *Part 4A permission* adota uma lógica funcional, em que a autorização é modulada conforme as atividades efetivamente exercidas. No Canadá, a categoria de *Portfolio Manager* integra gestão discricionária e aconselhamento, enquanto o *Investment Fund Manager* se aproxima da função de administrador fiduciário. Na Austrália, a *Australian Financial Services Licence* opera como licença única com autorizações específicas, sendo acompanhada de padrões robustos de profissionalização individual para a prestação de aconselhamento personalizado.

A comparação revela uma tendência comum: a busca por modelos de autorização mais integrados, proporcionais ao risco e orientados à atividade efetivamente desempenhada, em contraposição a estruturas excessivamente centradas na natureza institucional do prestador. Essa abordagem permite capturar arranjos de negócio mais complexos, reduzir lacunas regulatórias e adaptar a supervisão a mercados cada vez mais horizontais, digitais e interconectados. Ao mesmo tempo, os modelos analisados preservam mecanismos relevantes de proteção ao investidor, como deveres fiduciários, regras de suitability, obrigações de gestão de conflitos, padrões de *best interest*, controles de independência e exigências de qualificação profissional.

O estudo também aponta que a inovação tecnológica e o surgimento de novos canais de influência sobre decisões de investimento pressionam os perímetros regulatórios tradicionais. A atuação de influenciadores financeiros, a disseminação de conteúdo de investimento em redes sociais, o uso de ferramentas automatizadas e a inteligência artificial generativa desafiam as distinções clássicas entre análise, recomendação, publicidade, consultoria e distribuição. Nesse contexto, torna-se relevante avaliar se o arcabouço atual é suficientemente claro para disciplinar novas formas de interação com o investidor, sem limitar indevidamente a inovação ou criar assimetrias concorrenciais entre participantes regulados e não regulados.

Em relação à custódia e à administração fiduciária, os benchmarks evidenciam modelos bastante distintos. Enquanto o Brasil adota maior especialização funcional entre administração, gestão, custódia, escrituração e distribuição, outras jurisdições atribuem funções mais amplas a determinados agentes, como o *depository* no Reino Unido, o *Investment Fund Manager* no Canadá e a *Responsible Entity* na Austrália. Essas experiências sugerem que há espaço para discutir a articulação entre funções fiduciárias, operacionais e de supervisão privada no mercado brasileiro, especialmente diante de temas como portabilidade, segregação patrimonial, governança de fundos e responsabilidades dos prestadores de serviços.

Nesse contexto, o estudo fornece subsídios para refletir sobre possíveis aperfeiçoamentos do regime brasileiro, preservando os pilares de proteção do investidor, integridade de mercado e segurança jurídica, ao mesmo tempo em que busca alinhar a regulação e a autorregulação nacionais a uma agenda internacional de eficiência, inovação e fortalecimento da confiança no mercado de capitais.

3. BENCHMARK INTERNACIONAL

O estudo de *benchmarks* internacionais tem como foco específico avaliar como os sistemas de autorregulação das jurisdições selecionadas concebem os limites práticos e funcionais entre as atividades desempenhadas pelos participantes do mercado que atuam na cadeia de distribuição de valores mobiliários. A abordagem da autorregulação para o registro, habilitação, disciplina e governança das diferentes Atividades Reguladas fornece elementos importantes para compreender como os perímetros regulatórios são construídos e assimilados pelos participantes regulados. A partir desse paralelo com a estrutura de supervisão e autorregulação nestas jurisdições, pretende-se fornecer insumos para debater a lógica de delimitação do escopo das atividades reguladas, sob uma perspectiva prática e operacional.

Com esse propósito, a pesquisa volta-se à análise de quatro jurisdições, selecionadas em função da relevância de seu sistema financeiro e da pertinência ao Problema Regulatório identificado: Estados Unidos da América (EUA), Reino Unido, Canadá e Austrália. A partir da comparação entre diferentes ambientes regulatórios, busca-se identificar padrões, boas práticas e mecanismos eficazes para a definição e aplicação dos limites entre as atividades.

A avaliação dos sistemas de regulação financeira em cada uma destas jurisdições é segmentada, para fins de organização e comparabilidade, nos seguintes subtópicos: (i) sistema de registro e habilitação de Atividades Reguladas; (ii) definição e escopo das Atividades Reguladas; e (iii) Notas sobre a abordagem regulatória.

3.1. Estados Unidos da América (EUA)

O sistema de regulação financeira norte-americano é entendido na literatura internacional como de alta complexidade e fragmentação, marcado pela atuação sobreposta de múltiplos reguladores

setoriais e entidades autorreguladoras.¹ No plano federal, verifica-se a coordenação de diversas agências na regulação do sistema financeiro, cada qual dispondo de competência primária para realizar a supervisão, disciplina e regulamentação de um segmento do mercado financeiro.

A regulação das atividades da cadeia de distribuição de valores mobiliários é caracterizada pela supervisão estatal realizada pela *Securities and Exchange Commission* - SEC, agência federal independente criada pelo *Securities Exchange Act of 1934*, e pela *Financial Industry Regulatory Authority* - FINRA, entidade autorreguladora privada incumbida da supervisão dos *broker-dealers*, com competências delegadas pelo art. 15A da mesma Lei.² O sistema norte-americano também apresenta uma estrutura regulatória dual nos níveis estadual e federal: (a) *investment advisers* com ativos sob gestão (AUM) iguais ou superiores a USD 100 milhões registram-se no âmbito federal, de acordo com o *Investment Advisers Act of 1940*; (b) *advisers* menores submetem-se à regulação estadual coordenada pela *North American Securities Administrators Association* (NASAA).³⁴

¹ CRS Report R44918— 118th Congress (2023-2024): “Who Regulates Whom? An Overview of the U.S. Financial Regulatory Framework.” Congress.gov, Library of Congress, October 13, 2023, <https://www.congress.gov/crs-product/R44918>.

²Cf. *Securities Exchange Act of 1934*, Section 15A (registered securities associations) e definições centrais: Section 3(a)(4)(A) — “any person engaged in the business of effecting transactions in securities for the account of others”; Section 3(a)(5)(A) — “any person engaged in the business of buying and selling securities (not including security-based swaps, other than security-based swaps with or for persons that are not eligible contract participants) for such person's own account through a broker or otherwise”. A FINRA é o único *registered securities association* ativo atualmente nos Estados Unidos. Cf. FINRA, *About FINRA*. Disponível em: <https://www.finra.org/about>.

³Para visão geral do regime do Advisers Act, cf. SEC, *Regulation of Investment Advisers by the U.S. Securities and Exchange Commission* (Plaze Outline, atualização periódica). Disponível em: https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_investman/rplaze-042012.pdf.

⁴Cf. Section 203A do Advisers Act; SEC, *Form ADV: Instructions for Part 1A*. Os *mid-sized advisers* (entre US\$ 25 milhões e US\$ 100 milhões de RAUM) registram-se em regra perante o regulador estadual de seu principal place of business.

Como desdobramento da fragmentação característica da estrutura de regulação financeira, o regime de habilitações de atividades da cadeia de distribuição nos EUA é intrincado e pulverizado, com significativas redundâncias e sobreposições entre as diferentes camadas de regulação existentes. Não há um modelo unitário para o registro e a habilitação de profissionais, intermediários e prestadores de serviços no mercado de capitais norte-americano, com regramentos esparsos em diferentes instrumentos legais e regulatórios.

As funções equivalentes às Atividades Reguladas brasileiras se distribuem entre cinco figuras principais: (i) *investment adviser*; (ii) *broker-dealer*; (iii) *registered representative*; (iv) *research analyst*; e (v) *qualified custodian*. Há, ainda, figuras complementares, como *transfer agent* (Section 17A do Exchange Act) e *chief compliance officer* (Rule 38a-1 do *Investment Company Act*), que compõem o conjunto funcional do administrador fiduciário brasileiro.

3.1.1. Autorregulação da Cadeia de Distribuição

Os EUA adotam um sistema regulatório baseado na sobreposição de competências de supervisão entre a SEC e a FINRA, que impõe aos participantes regulados obrigações de controles internos e integridade, requisitos específicos de divulgação de informações e deveres elevados de conduta profissional. A competência regulatória para o registro e habilitação para prestar serviços financeiros no âmbito da cadeia de distribuições é definida essencialmente pelo tipo de licença (*charter*) necessária, não sendo praticada uma abordagem funcional. Em outras palavras, a competência e o regime regulatório aplicável serão definidos mais em virtude do status legal da instituição regulada do que pelos elementos constitutivos de cada atividade.⁵

A FINRA supervisiona diretamente firmas e indivíduos que atuam como *broker-dealers* nos EUA, operando exclusivamente com financiamento de seus membros. A organização autorreguladora performava diversas funções voltadas a proteger investidores e preservar a integridade do mercado de capitais. Inicialmente, a organização edita regras de conduta vinculantes aos seus membros, consolidadas em

⁵ CRS Report R44918– 118th Congress (2023-2024): “Who Regulates Whom? An Overview of the U.S. Financial Regulatory Framework.” Congress.gov, Library of Congress, October 13, 2023, <https://www.congress.gov/crs-product/R44918>.

um manual normativo (*rulebook*)⁶. Mediamente, a FINRA também faz cumprir as disposições do *Municipal Securities Rulemaking Board* e as leis federais de valores mobiliários.

A estrutura de operações regulatórias da FINRA abrange três unidades operacionais⁷: (i) Supervisão de Membros; (ii) Fiscalização do Mercado; e (iii) *Enforcement*. O autorregulador coordena o sistema de admissão de novos membros, em que os aplicantes devem atestar o cumprimento de diversas exigências organizacionais (*standards*) para obter a filiação. Também são realizados exames de certificação da qualificação profissional para atuação na indústria de corretagem. Sob supervisão da SEC, a FINRA opera serviços como o *BrokerCheck*, ferramenta de pesquisa do histórico e qualificação de analistas de investimentos e corretoras; e o *Central Registration Depository* (CRD), o sistema central de licenciamento e registro de *brokers-dealers*; sistemas de monitoramento e prevenção de irregularidades.⁸

A supervisão da FINRA é enfocada na figura dos *broker-dealers* e pessoas associadas, reconhecendo que ocupam uma posição especial na intermediação entre investidores e o mercado financeiro, sendo recrutados como auxiliares na supervisão da indústria e de seus participantes.⁹

3.1.2. Estrutura da Cadeia de Distribuição

A Tabela 1 do Anexo ao presente Estudo sumariza a estrutura da cadeia de distribuição de valores mobiliários nos EUA.

Investment Adviser

⁶ <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules>

⁷ <https://www.finra.org/about/how-we-operate>

⁸ A divisão de supervisão e de membros também monitora constantemente os riscos do mercado por meio do Programa Nacional de Detecção de Crimes Financeiros (NCFC) e Inteligência Estratégica e de Ameaças (StratIntel), por exemplo.

⁹ PALMITER, Alan. *Securities Regulation*. Seventh Edition. New York: Wolters Kluwer, 2017, P. 518

a) Definição normativa

A figura do *Investment Adviser* é regulamentada segundo o *Investment Advisers Act of 1940* (15 U.S.C. § 80b-2(a)(11)). De acordo com a *Section 202(a)(11)*, o *investment advisor* é descrito como qualquer pessoa que, mediante compensação, desempenha a atividade de aconselhar outros, diretamente ou por meio de publicações ou relatórios, sobre valores mobiliários ou sobre a conveniência de investir, comprar ou vender valores mobiliários.¹⁰

b) Escopo funcional

Tipicamente, um *Registered Investment Adviser- RIA* fornece aconselhamento sobre investimentos aos clientes mediante remuneração, que, na maioria dos casos, é baseada no valor dos ativos mantidos na conta, embora alguns RIAs cobrem uma taxa fixa ou por hora pelos seus serviços. A forma de remuneração e o escopo dos serviços de *advisory* variam de acordo com o contrato firmado.

Além da consultoria personalizada para alocação de investimentos, os *advisers* podem abrir contas de clientes em corretoras (*broker-dealers*) para manter a custódia dos ativos dos clientes como parte de seus serviços, bem como podem transmitir ordens às corretoras para execução de operações com valores mobiliários.

Os representantes (*representatives*), que prestam serviços de consultoria aos clientes em nome de um RIA, também devem estar devidamente registrados e habilitados. Seus serviços incluem principalmente fornecer aconselhamento sobre investimentos e administrar carteiras de clientes de forma contínua.

No que se refere às normas de conduta, a *Section 206* do *Advisers Act* lança a base principiológica de um dever fiduciário, composto pelo *duty of care* e pelo *duty of loyalty*. Em complemento, o *Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers* (Release IA-5248, de 5 de junho

¹⁰Tradução livre do *Section 202(a)(11)* do *Advisers Act*: "any person who, for compensation, engages in the business of advising others, either directly or through publications or writings, as to the value of securities or as to the advisability of investing in, purchasing, or selling securities".

de 2019) sistematiza as obrigações de *suitability*, divulgação integral de fatos materiais e gestão de conflitos de interesse.¹¹ A custódia de ativos do cliente é tratada como função externa ao *adviser*, sujeita à Rule 206(4) -2 (cf. subseção 4.1.5).

c) Sistema de habilitação

Os *advisers* registram-se mediante a apresentação do Form ADV (Parts 1A, 2A e 2B) protocolizado no *Investment Adviser Registration Depository* (IARD), sistema operado pelo autorregulador FINRA, sob supervisão da SEC e dos reguladores estaduais. Os *advisers* com ativos sob gestão iguais ou superiores a USD 100 milhões registram-se no âmbito federal (*Section 203A do Advisers Act*), e os demais no nível estadual.

Os *investment adviser representatives* (IARs) registram-se pelo Form U4 no *Central Registration Depository* (CRD), operado pela FINRA, com aprovação no Series 65 ou na combinação das Series 7 e 66, conforme exigência estadual.¹²

No sistema norte-americano, o mesmo profissional ou instituição pode cumular os registros como consultoria (*investment adviser*) e como corretora (*broker-dealer*). Os representantes de consultores de investimentos também podem ser registrados separadamente em uma corretora e prestar serviços de corretagem nessa função, desde que isto seja devidamente comunicado ao cliente. Os RIA e as corretoras são obrigados a fornecer aos clientes um formulário de resumo do relacionamento com o cliente

¹¹ UNITED STATES OF AMERICA. Investment Advisers Act of 1940, § 206, 15 U.S.C. § 80b-6. Ver também: SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers. Investment Advisers Act Release No. 5248; File No. S7-07-18, 5 jun. 2019, 84 Fed. Reg. 33669, 12 jul. 2019.

¹² FINRA Rule 1210 (Registration Requirements) e Rule 1220 (Registration Categories). Cf. FINRA, *Series 7 — General Securities Representative Exam*. Disponível em: <https://www.finra.org/registration-exams-ce/qualification-exams/series7>.

(Form CRS), que permite esclarecer os serviços oferecidos e comparar os custos desses serviços entre diferentes entidades.

d) Análise comparativa e notas críticas

A diferença mais marcante em relação ao modelo brasileiro consiste na possibilidade de uma mesma figura cumular as atividades típicas de consultoria de valores mobiliários (aconselhamento individualizado e personalizado) e administração de carteiras (gestão discricionária de recursos de terceiros), sob um mesmo regime regulatório, em contraste com a segregação funcional que impõe as regras da CVM às atividades de administração de carteiras (Resolução CVM nº 21/2021) e consultoria (Resolução CVM nº 19/2021). O regime brasileiro optou por uma rigorosa segregação funcional entre a atividade de consultoria e administração de recursos como mecanismo de proteção dos investidores que contratam os serviços de consultoria de valores mobiliários, prestigiando a independência e autonomia do consultor.

Além disso, a Resolução CVM nº 19/2021 veda expressamente, em seu art. 5º, a cumulação da consultoria com a atividade de intermediação/distribuição, ao passo que o ordenamento norte-americano admite o duplo registro como *investment adviser* e *broker-dealer*, com regras de conduta segmentadas por função. O *investment adviser* tem um escopo funcional consideravelmente mais amplo e integrado ao sistema de intermediação de valores mobiliários, podendo concentrar diversas funções na jornada de investimento.

A possibilidade de amalgamar as atividades de *investment adviser* e do *broker-dealer* por meio de registro dual gera uma sobreposição de regimes de conduta paralelos para um mesmo agente regulado, aplicando-se o dever fiduciário como consultor (*advisory*) e o padrão RegBI para a atividade de corretagem. O *Staff Bulletin* da SEC, de março de 2022, reconhece a aproximação prática entre os dois padrões em relação ao varejo, ainda que a moldura legal mantenha o dever fiduciário como padrão de conduta mais estrito.¹³

¹³Cf. SEC, *Staff Bulletin: Standards of Conduct for Broker-Dealers and Investment Advisers — Account Recommendations for Retail Investors* (mar. 2022). Disponível em: <https://www.sec.gov/about/divisions-offices/division->

O administrador fiduciário previsto na Resolução CVM nº 175/2022 (art. 78) não encontra uma figura única equivalente no regime regulatório dos EUA; suas atribuições estão distribuídas entre profissionais como *qualified custodian*, *fund administrator* (figura contratual sem registro autônomo), *transfer agent* e *chief compliance officer* (Rule 38a-1 do *Investment Company Act*).¹⁴

Por fim, destaca-se a previsão de inspeção surpresa anual por contador independente para *advisers* com volume significativo de ativos sob custódia, de acordo com a Rule 206(4) -2, que funciona como mecanismo de regulação prudencial autônomo em relação ao registro desses profissionais.¹⁵

Broker-Dealer

a) Definição normativa

A figura combinada do “*broker-dealer*” está prevista nas *Sections* 3(a)(4) e 3(a)(5) do *Securities Exchange Act of 1934* (15 U.S.C. § 78c). O *broker* é qualquer pessoa que desempenha profissionalmente a atividade de efetivar transações em valores mobiliários por conta de terceiros; o *dealer* é qualquer pessoa que opera regularmente o negócio de comprar e vender valores mobiliários por conta própria.¹⁶

trading-markets/broker-dealers/staff-bulletin-standards-conduct-broker-dealers-investment-advisers-account-recommendations-retail.

¹⁴Rule 38a-1 do *Investment Company Act* (17 C.F.R. § 270.38a-1), que exige a adoção de written compliance policies and procedures e a nomeação de Chief Compliance Officer pelo fundo.

¹⁵Rule 206(4)-2(d)(6) do *Advisers Act* (17 C.F.R. § 275.206(4)-2(d)(6)). Cf. também SEC, *Custody of Funds or Securities of Clients by Investment Advisers*, Release No. IA-2968 (dez. 2009).

¹⁶*Securities Exchange Act of 1934*, Section 3(a)(4)(A) (broker): “any person engaged in the business of effecting transactions in securities for the account of others”; Section 3(a)(5)(A) (dealer): “any person engaged in the business of buying and selling securities (not including security-based swaps, other than security-based swaps with or for persons that are not eligible contract participants) for such person’s own account through a broker or otherwise”.

A *Section 15(a)* do *Exchange Act* estabelece uma proibição geral do exercício dessas atividades sem registro prévio junto à SEC.

b) Escopo funcional

O *broker-dealer* é uma figura central na estrutura regulatória dos EUA e concentra as funções equivalentes à intermediação e distribuição de valores mobiliários (Resolução CVM nº 35/2021), incluindo: (i) a recepção e execução de ordens; (ii) a distribuição primária de ofertas; (iii) *market making*; (iv) manutenção de contas; e (vi) recomendação de produtos.

A *Reg Best Interest* (Reg BI, 17 C.F.R. § 240.15l-1), em vigor desde 30 de junho de 2020, exige o dever de agir no melhor interesse do cliente sem priorizar interesse próprio ou da firma, mediante quatro obrigações específicas: deveres de divulgação de informações, de mitigar conflitos de interesses, de cuidado e de conformidade. A norma estabelece ainda a obrigatoriedade de entrega do *Form CRS* (*Customer Relationship Summary*).

c) Sistema de habilitação

As sociedades registram-se na SEC, por meio da apresentação do *Form BD*, sendo a filiação à FINRA condição necessária para atuação no mercado de varejo. Os indivíduos atuantes registram-se pelo *Form U4* no CRD, com aprovação no *Securities Industry Essentials Examination* (SIE) e nos exames adequados ao escopo de atuação (*Series*).¹⁷

¹⁷ UNITED STATES OF AMERICA. Securities Exchange Act of 1934, § 15(b), 15 U.S.C. § 78o(b); 17 C.F.R. § 240.15b1-1. Ver também: FINRA. Rule 1210 — Registration Requirements.

d) Análise comparativa e notas críticas

O Brasil mantém uma tipologia institucional mais variada (corretoras, distribuidoras, bancos múltiplos, etc.), ao passo que os Estados Unidos concentram a função no *broker-dealer*, com diferenciação apenas operacional (*introducing broker, clearing broker, market maker*).

A abordagem regulatória para conceituação de *broker-dealer* é essencialmente funcional e foca mais na natureza dos atos que circunscrevem a atividade do que no tipo de instituição responsável. De forma geral, os limites conceituais da figura do *broker-dealer* são menos objetivos e ajustados à prática e à estrutura do mercado financeiro dos EUA.

O padrão de conduta Reg BI aplicável às corretoras e *dealers* nos EUA é sensivelmente menos estrito do que o dever fiduciário imposto aos *investment advisers*, embora ambos orientem a atuação no melhor interesse do cliente. Tal distinção se torna sensível ante a possibilidade de duplo registro, como abordado na seção específica sobre *adviser*. O *Staff Bulletin* da SEC de março de 2022 reduz, na prática, a distância entre os padrões aplicáveis a *broker-dealers* e *investment advisers*, ainda que a moldura formal preserve a distinção.

No campo da autorregulação, a obrigação de *best execution* prevista na FINRA Rule 5310 estabelece deveres operacionais quanto à execução de ordens nas condições mais vantajosas razoavelmente disponíveis ao cliente.

Registered Representatives

a) Definição normativa

O *Registered Representative* (RR) é um agente vinculado a um *broker-dealer* e registrado perante a FINRA de acordo com a Rule 1210, como pessoa associada a uma corretora que realize operações com valores mobiliários. Este profissional atua como preposto do *broker-dealer*, figurando como equivalente funcional ao assessor de investimentos brasileiro (Resolução CVM nº 178/2023).

b) Escopo funcional

O escopo funcional do RR inclui a prospecção de clientes, recepção e transmissão de ordens, abertura e manutenção de contas e recomendação de produtos. Trata-se de função de índole eminentemente comercial, buscando conectar investidores aos intermediários representados pelo RR.

As recomendações de investimento desses profissionais estão sujeitas à FINRA Rule 2111 (*suitability*) e, quando dirigidas a investidores de varejo, à *Regulation Best Interest*.

c) Sistema de habilitação

O registro do RR é realizado pelo intermediário a que está vinculado mediante *Form U4* protocolizado no CRD, condicionado à aprovação no SIE e na combinação de exames adequada ao escopo de atividade (Series 7 ou Series 6, acrescidos de Series 63 ou 66). A FINRA Rule 1220 detalha as categorias registrais aplicáveis aos *representatives*, com módulos específicos para *investment company products*, *variable contracts* e demais segmentos.

A categoria de registro varia conforme o portfólio de produtos. O registro “Series 7” habilita à atuação geral em valores mobiliários, enquanto o registro “Series 6” é restrito a fundos mútuos e produtos variáveis. A supervisão pelo *broker-dealer* é exercida por meio de *Offices of Supervisory Jurisdiction* (OSJs), unidades internas da firma regulada com função fiscalizadora, conforme a FINRA Rule 3110.

d) Análise comparativa e notas críticas

No Brasil, o assessor de investimentos brasileiro pode atuar como pessoa natural ou organizar-se em pessoa jurídica vinculada por contrato a um ou mais intermediários (Resolução CVM nº 178/2023, art. 2º, §3º), ao passo que o RR é necessariamente pessoa natural como preposto direto e exclusivo do *broker-dealer* ao qual está vinculado.

A habilitação do assessor de investimento no Brasil depende de credenciamento individual junto à ANCORD, enquanto o RR depende exclusivamente de patrocínio por firma membro da FINRA e aprovação nos exames de qualificação (Series), o que denota uma relação umbilical entre o representante e a corretora no modelo dos EUA.

No modelo norte-americano, o *Registered Representative* não está sujeito a um regime regulatório autônomo, sendo a supervisão concentrada sobre o intermediário, isto é, a corretora a que está vinculado. No Brasil, ainda que o assessor de investimentos opere com preposto e sob responsabilidade de um intermediário integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, ele está sujeito a um conjunto de deveres próprio e específico, consubstanciado na Resolução CVM nº 178/2023.

Com efeito, o modelo brasileiro contempla uma camada adicional de controle, ao reconhecer o assessor de investimento como núcleo autônomo de deveres e responsabilidades e submetê-lo à fiscalização dos intermediários a que possuem vinculação. O vínculo necessário a um único *broker-dealer* incorpora um regime de exclusividade e afasta o modelo de escritório de assessoria como pessoa jurídica autônoma do intermediário.

Research Analyst

a) Definição normativa

A atividade de análise é regulada por dois corpos normativos articulados entre si: a *Regulation Analyst Certification* (Reg AC), adotada pela SEC em 2003 e codificada em 17 C.F.R. §§ 242.500-505; e a FINRA Rule 2241 (*Research Analysts and Research Reports*).¹⁸¹⁹ A FINRA Rule 2241(a)(5) define “*research analyst*” como o profissional cuja função primária é a produção de relatórios de análise (*research reports*). Por sua vez, de acordo com a Rule 2241(a)(6), define-se *research report* como a comunicação escrita, eletrônica ou impressa, que inclui análise de valores mobiliários ou emissores, que “fornece informações razoavelmente suficientes sobre as quais podem basear suas decisões de investimento”.

¹⁸Cf. SEC, *Regulation Analyst Certification*, Release No. 33-8193 (fev. 2003). A regulação foi adotada com fundamento na Section 501 do Sarbanes-Oxley Act of 2002.

¹⁹FINRA Rule 1220(b)(6) (Research Analyst) e Rule 2241 (Research Analysts and Research Reports). Disponível em: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/2241>.

b) Escopo funcional

O *research analyst* exerce sua atividade por meio da publicação de *research reports* sobre valores mobiliários específicos ou seus emissores, dirigidos a um público indeterminado. A FINRA Rule 2241 disciplina a publicação, distribuição e supervisão dos relatórios, com regras detalhadas sobre conflitos de interesse, separação de funções e estrutura de remuneração. A análise de valores mobiliários é dotada de caráter impessoal e dirigida a usuários indeterminados, em contraste com a recomendação personalizada que caracteriza a atuação do *investment adviser*.

A Reg AC exige declaração pessoal do analista de que as opiniões expressas refletem genuinamente seu juízo profissional.

c) Sistema de habilitação

Os analistas pessoas naturais devem obter aprovação em exames profissionais²⁰ e registrar-se mediante a apresentação do *Form U4* no CRD na categoria *Research Analyst*. O registro depende de patrocínio por membro afiliado da FINRA, com supervisão pelo *Supervisory Analyst* com registro *Series 16* ou equivalente.

O *Global Research Analyst Settlement* de 2003, que envolveu dez grandes instituições financeiras e fundamentou as reformas estruturais subsequentes, salientou a necessidade de assegurar a separação física e funcional entre analistas e equipes de *investment banking* ou *trading*. Nessa linha, a FINRA Rule 2241(b) restringe interações pré-publicação e disciplina a estrutura de remuneração para impedir vinculação com operações específicas.²¹ Além disso, o requisito da Reg AC § 242.501 exige a certificação pessoal do analista responsável quanto à autenticidade da opinião e à ausência de compensação direta ou indireta vinculada a recomendações específicas, de modo análogo ao modelo brasileiro.

²⁰ *Securities Industry Essentials Examination* (SIE), o *Series 86 (Research Analyst - Analysis)* e o *Series 87 (Research Analyst - Regulations)*,

²¹ FINRA Rule 2241(b) impõe a separação física e funcional entre *research analysts* e *personnel* envolvidos em *investment banking* ou *trading*, restringe interações pré-publicação e disciplina compensação.

d) Análise comparativa e notas críticas

A estrutura geral é funcionalmente análoga à brasileira (Resolução CVM nº 20/2021), afirmando-se o caráter público e impessoal da análise e formulando regras de remuneração e segregação orientadas à independência. As diferenças relevantes são: (i) a arquitetura de habilitação - o Brasil opera por credenciamento individual obrigatório por entidade autorreguladora (APIMEC), com Programa de Educação Continuada, ao passo que os Estados Unidos concentram o controle no plano da firma (FINRA member firm), com exames individuais (Series 86 e 87) sem entidade profissional equivalente; e (ii) a tipificação do produto característico - a Resolução CVM nº 20/2021, art. 1º, abrange relatórios em qualquer suporte (inclusive em formato audiovisual e oral), ao passo que a FINRA Rule 2241(a)(6) opera com noção mais centrada em comunicação escrita.

Qualified Custodian

a) Definição normativa

A figura do *qualified custodian* decorre da Rule 206(4)-2 do *Advisers Act* (17 C.F.R. § 275.206(4)-2), conhecida como *Custody Rule*. A Rule 206(4)-2(d)(6) define “*qualified custodian*” como (i) o banco ou associação de poupança e crédito segurado pela FDIC; (ii) o *broker-dealer* registrado que custodia ativos em contas de clientes; (iii) entidades registradas como “*Futures Commission Merchant*” no mercado de futuros e contratos derivativos; ou (iv) instituição financeira estrangeira que custodie ativos financeiros para clientes como “*customary business*” e aplique a segregação de tais ativos.²² Para os

²²Rule 206(4)-2(d)(6) do Investment Advisers Act of 1940, 17 C.F.R. § 275.206(4)-2(d)(6): “*Qualified custodian means: (i) A bank as defined in section 202(a)(2) of the Advisers Act or a savings association as defined in section 3(b)(1) of the Federal Deposit Insurance Act that has deposits insured by the Federal Deposit Insurance Corporation under the Federal Deposit Insurance Act; (ii) A broker-dealer registered under section 15(b)(1) of the Securities Exchange Act of 1934, holding the client assets in customer accounts; (iii) A futures commission merchant registered under section 4f(a) of the Commodity Exchange Act, holding the client assets in customer accounts, but only with respect to clients' funds and security futures, or other securities incidental to transactions in contracts for the purchase or sale of a commodity for future delivery and options thereon; and (iv) A foreign financial institution that customarily holds financial assets for its customers, provided that the foreign financial institution*

fundos, a *Section 17(f)* e a *Rule 17f-1* do *Investment Company Act of 1940* estabelecem exigências adicionais.

b) Escopo funcional

O escopo da custódia compreende a guarda, o registro de titularidade e a movimentação de ativos do cliente. Um agente exerce custódia se detiver, direta ou indiretamente, recursos ou valores mobiliários de clientes, ou tiver qualquer autoridade para obter a posse deles. Neste caso, os participantes devem se submeter à *Custody Rule*, sujeitos a obrigações regulatórias, como o dever de reporte de informações, a obrigação de segregação de contas em nome de clientes e sujeição à inspeção.

Nesse sentido, a *Rule 206(4) -2* exige que os ativos sejam mantidos em conta segregada em nome do cliente ou em conta do *adviser* identificada como mantida em benefício de clientes, devendo o cliente receber notificações trimestrais acerca dos ativos mantidos sob custódia.

c) Sistema de habilitação

Não há um formulário específico para o registro do custodiante como figura regulada autônoma. A qualificação como “*qualified custodian*” decorre automaticamente do registro como banco, *broker-dealer* ou FCM em conformidade com a *Rule 206(4)-2(d)(6)*. Os *investment advisers* que exerçam atividade de custódia de valores mobiliários, na acepção ampla da *Rule 206(4) -2*, devem reportar essa condição à entidade credenciadora e submeter-se à inspeção surpresa anual prevista no parágrafo (a)(4) da regra.

d) Análise comparativa e notas críticas

Nos EUA, a atividade de custódia não exige um registro independente e específico. A qualificação como “*qualified custodian*” decorre da natureza institucional da entidade - banco, *broker-dealer* ou FCM. O Brasil adota uma arquitetura distinta por meio da Resolução CVM nº 32/2021, que institui um registro

keeps the advisory clients' assets in customer accounts segregated from its proprietary assets”. Disponível em: [https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-275/section-275.206\(4\)-2](https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-275/section-275.206(4)-2).

próprio do prestador de serviços de custódia. Ademais, o administrador fiduciário previsto na Resolução CVM nº 175/2022 (art. 78) não tem equivalente imediato na jurisdição norte-americana: suas funções estão distribuídas, no ordenamento norte-americano, entre *qualified custodian*, *fund administrator* (figura contratual sem registro autônomo), *transfer agent* e *chief compliance officer*.

A proposta de reforma intitulada “*Safeguarding Advisory Client Assets*”, apresentada pela SEC em fevereiro de 2023, buscou ampliar substancialmente o perímetro da Rule 206(4)-2 (incluindo ativos não tradicionais, como criptoativos) e reforçar as obrigações de segregação. Contudo, tais reformas não foram adotadas até a data de conclusão deste Estudo.

Outros pontos de destaque incluem (i) o tratamento autônomo dos *transfer agents* pela *Section 17A* do *Exchange Act*, responsáveis pelo registro de titularidade junto ao emissor, função correspondente, no Brasil, à escrituração (Resolução CVM nº 33/2021), fora do escopo da custódia; e (ii) a articulação com a função do *Chief Compliance Officer* sob a Rule 38a-1 do *Investment Company Act*, que compõe, no plano dos fundos, parte das obrigações fiduciárias atribuídas, no Brasil, ao administrador fiduciário.

3.2. Reino Unido (UK)

O Reino Unido adota um modelo de regulação por objetivos em arranjo *twin peaks*, com competências regulatórias compartilhadas entre duas agências: *Financial Conduct Authority* – FCA (regulação de condutas e proteção ao consumidor) e *Prudential Regulation Authority* – PRA (regulação prudencial). A centralização do regime de autorizações essencialmente em uma agência (*i.e.*, FCA) reduz os custos regulatórios e de supervisão associados aos modelos com múltiplas camadas e entes reguladores pulverizados (como o dos EUA).²³ Algumas instituições estão submetidas a um regime dual, devendo obter registro na agência prudencial (PRA), notadamente devido à sua importância sistêmica.

²³ “The disadvantage of these models is that as the traditional sectoral boundaries have broken down in the face of sophisticated product innovation and the emergence of new activities and organizational structures, this can lead to coverage gaps in supervision that is organized along traditional lines, inconsistent supervisory treatment of functionally equivalent products and services, jurisdictional conflicts between supervisory authorities, and other inefficiencies. Fragmented supervision by specialist authorities can, in addition, result in insufficient

O sistema de registro e supervisão implementado pela FCA é calcado nos elementos essenciais que constituem cada atividade regulada, ao invés da instituição prestadora, o que permite abarcar diferentes veículos e arranjos. De acordo com as atividades a serem desenvolvidas, o regulado deverá obter autorizações específicas (*permissions*) junto à FCA.

O Reino Unido aplica dois regimes paralelos para definir o perímetro regulatório de cada atividade regulada:

- (a) **Regulated Activities Order 2001 - RAO**: lista e descreve o escopo das atividades que necessitam de registro e autorização perante a FCA, conforme *Financial Services and Markets Act 2000*.
- (b) **Designated Activities Regime (DAR)**: instituído pelo *Financial Services and Markets Act 2023*. Em primeiro lugar, o DAR cuida de uma lacuna regulatória: algumas atividades não reguladas de acordo com o RAO, poderiam ser exercidas por entidades não-financeiras e fora do perímetro de regulação da FCA, com base na legislação da UE. Além disso, o framework DAR permite ao Tesouro “designar” atividades e conferir à FCA poderes de regulamentação, supervisão e *enforcement* sobre tais atividades.²⁴

A habilitação para prestar serviços no âmbito da cadeia de distribuição opera sob a forma de licença única, denominada *Part 4A permission*, emitida pela FCA com escopo modulado por *functional permissions* correspondentes às atividades do RAO efetivamente exercidas pela firma.²⁵

attention being given to risks to stability and soundness that might be seen by taking a more holistic view”. (Oxford Handbook on Financial Regulation, p. 101)

²⁴ <https://www.fca.org.uk/publications/corporate-documents/perimeter-report>

²⁵ FSMA 2000, Part 4A. Cf. FCA, *Authorisation: Applying for permission*. Disponível em: <https://www.fca.org.uk/firms/authorisation>.

O FCA *Handbook*. Registro completo e consolidado dos instrumentos normativos da FCA, a ser seguido por todas as firmas reguladas. *Perimeter Guidance* - PERG. Manual que integra o *Handbook* da FCA cujo objetivo é fornecer orientações claras sobre as circunstâncias em que cada autorização é necessária e as hipóteses de isenção, incluindo um guia sobre as atividades regulamentadas pela Lei e as exclusões disponíveis. Este guia tem valor orientativo, com natureza e conteúdo compatível com um Parecer de Orientação ou Ofício Circular da CVM.

3.2.1. Autorregulação da Cadeia de Distribuição

No Reino Unido, não existe uma entidade autorreguladora do sistema financeiro correspondente à FINRA ou à ANBIMA, a despeito de existirem associações privadas como a *Investment Association*, que todavia não possuem competências regulatórias relevantes. A FCA é o regulador estatal/quase-estatal que concentra o mandato como regulador de conduta dos profissionais e entidades integrantes do sistema de distribuição de produtos financeiros e atua em prol da proteção dos investidores. Em extensão, o *Senior Managers & Certification Regime (SM&CR)* promove a alocação de núcleos de responsabilização individual em gestores seniores, inclusive com exigência de certificação específica.²⁶

3.2.2. Estrutura da Cadeia de Distribuição

A Tabela 2 do Anexo ao presente Estudo sumariza a estrutura da cadeia de distribuição de valores mobiliários no Reino Unido.

Managing investments

a) Definição normativa

A atividade regulada de “*managing investments*” está definida no art. 37 do RAO como consistente na gestão de ativos pertencentes a terceiros, em circunstâncias que envolvem o exercício de discricionariedade, sempre que os ativos forem enquadrados como *designated investments* (i.e., valores

²⁶Cf. FCA, *Senior Managers and Certification Regime (SM&CR)*. Disponível em: <https://www.fca.org.uk/firms/senior-managers-certification-regime>. Para detalhamento normativo, cf. SYSC 4-5 do FCA Handbook.

mobiliários, depósitos estruturados ou investimentos baseados em contratos).²⁷ Funciona como equivalente da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários no Brasil, na modalidade de gestão discricionária, disciplinada pela Resolução CVM nº 21/2021.

b) Escopo funcional

O escopo funcional da atividade abrange essencialmente a gestão discricionária de investimentos de terceiros, caracterizado pela autonomia do prestador de serviços quanto à disposição dos investimentos em nome do cliente e definição da estratégia de investimento.

De acordo com o Guia PERG 2.7.8 que integra o manual de regras consolidado da FCA, a atividade regulada de “*managing investments*” exige a presença dos seguintes elementos cumulativos: (i) discricionariedade em relação ao portfólio de ativos sob gestão; (ii) patrimônio administrado pertencente a terceiros; e (iii) os ativos administrados são valores mobiliários, depósitos estruturados ou *contractually based investments*.

O poder discricionário é um elemento central da definição de “*managing investments*”, que permite diferenciar o seu escopo funcional de atividades que envolvam puramente o envio de recomendações e análises de investimento e assessoramento de clientes. A gestão discricionária por pessoa atuando como trustee também é capturada pela definição normativa.

²⁷Art. 37 do Regulated Activities Order 2001 (SI 2001/544): “*Managing assets belonging to another person, in circumstances involving the exercise of discretion, is a specified kind of activity if the assets consist of or include any investment which is a security or a contractually based investment, or the arrangements for their management are such that the assets may consist of or include such investments, and either the assets have at any time since 29th April 1988 done so, or the arrangements have at any time (whether before or after that date) been held out as arrangements under which the assets would do so*”. Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/ukSI/2001/544/article/37>.

c) Sistema de habilitação

O exercício da administração de recursos exige a obtenção da *Part 4A permission* da FCA, habilitando ao exercício do escopo funcional descrito no art. 37 do RAO. Por sua vez, os indivíduos responsáveis pela atividade devem atender aos requisitos previstos no *Senior Managers & Certification Regime* (SM&CR), conforme o porte da sociedade. As qualificações profissionais aceitas pela FCA incluem os exames do *Chartered Institute for Securities & Investment* (CISI) e do CFA UK, conforme listagem oficial.

Na indústria de fundos de investimento, há dois regimes regulatórios distintos: (i) gestores de fundos UCITS para varejo seguem as regras do *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities* e FUND 4; (ii) gestores de fundos alternativos seguem as regras do AIFM e FUND 3.²⁸ Cada tipo de fundo possui um conjunto regulatório diferente modulado conforme o nível de risco e o público investidor.

d) Análise comparativa e notas críticas

O sistema regulatório aplicável à administração de recursos de terceiros não pressupõe uma distinção funcional entre as atribuições e responsabilidades correspondentes ao administrador fiduciário e gestor de recursos, à diferença do que impõe a Resolução CVM nº 175/2022. A ênfase para caracterização da atividade é a discricionariedade para gerir investimentos em nome de terceiros, consolidando uma rígida separação entre propriedade e gestão.

A definição normativa da atividade exclui expressamente a gestão não discricionária de carteira de valores mobiliários, quando o administrador age apenas em cumprimento das instruções do cliente, que poderá ser enquadrado como outra atividade regulada como “*dealing in investments as principal*” ou “*dealing in investments as agent*”. No regramento e na prática regulatória da CVM, não há clareza quanto ao enquadramento regulatório e à admissibilidade de modelos de gestão não discricionária ou

²⁸FCA Handbook, FUND 3.11 (Depositaries). Cf. Alternative Investment Fund Managers Regulations 2013 (SI 2013/1773) e Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Regulations 2011 (SI 2011/1613).

gestão compartilhada, em que os clientes exercem relevante influência na seleção de ativos e tomada de decisão de investimentos.

No que se refere aos fundos de investimento, a posição de fiduciário é positivada na atividade de “*Depositary*”, função segregada da administração de carteiras. Há, portanto, uma diferença estrutural em relação à composição dos deveres fiduciários de um administrador.

Por fim, destaca-se a existência naquela jurisdição de regimes de responsabilidade próprios, como o *Senior Manager Functions* (SMFs), que impõe a responsabilidade pessoal e individualizada sobre os gestores responsáveis pela atividade, com possibilidade de *enforcement* direto da FCA contra o indivíduo; e o *Consumer Duty* (PRIN 12), que impõe deveres reforçados de cuidado e de obtenção de bom resultado para o investidor de varejo.

Advising on investments

a) Definição normativa

A atividade regulada de “consultoria em investimentos” (*Advising on Investments*), prevista no art. 53(1) e 53(2) do RAO, funciona como equivalente da consultoria brasileira (Resolução CVM nº 19/2021). A definição normativa incorpora certos balizadores para determinar o enquadramento no perímetro regulatório: (i) a recomendação deve ser dirigida a uma pessoa (ou agente dessa pessoa) na qualidade de investidor ou potencial investidor; (ii) a recomendação concretiza um juízo sobre mérito de um investimento, influenciando na decisão de comprar, vender; e (iii) a recomendação é ajustada ao perfil e às circunstâncias do cliente.

Se a recomendação é feita exclusivamente para um público indiscriminado, não se qualifica como consultoria em investimentos para os fins da regulação da FCA.

b) Escopo funcional

Desde 3 de janeiro de 2018, em transposição da Diretiva 2014/65/UE (MiFID II) pelo *Regulated Activities (Amendment) Order 2017* (SI 2017/488), a atividade está restrita à “*personal recommendation*”,

definida como recomendação apresentada como adequada ao destinatário específico, com base em suas circunstâncias.²⁹

O escopo abrange aconselhamento personalizado sobre *designated investments*, inclusive recomendações de compra, venda, manutenção, exercício de direitos ou subscrição. Uma recomendação geral e inespecífica sobre valores mobiliários (*generic advice*) está expressamente excluída do art. 53 do RAO.

c) Sistema de habilitação

Requer a autorização pelo *Part 4A permission*, de acordo com o escopo do art. 53(1) ou 53(2) do RAO. As pessoas físicas responsáveis pela atividade devem ter *Statement of Professional Standing* (SPS) renovado anualmente, emitido por *entidade credenciadora* reconhecida pela FCA (CISI, *Personal Finance Society*, entre outros), devendo satisfazer um padrão de qualificação mínima.

d) Análise comparativa e notas críticas

O perímetro regulatório da atividade de *advising* é consideravelmente similar ao regime brasileiro de consultoria de valores mobiliários, disciplinado segundo a Resolução CVM nº 19/2021. O conceito de *personal recommendation*, centrado na noção de personalização e adequação ao perfil e às circunstâncias do investidor, coincide funcionalmente com o desenho da Resolução CVM nº 19/2021. Contudo, o regramento britânico introduz uma contraposição evidente em relação às recomendações genéricas (*generic advice*), que poderia ser incorporada na disciplina da atividade no Brasil para ampliar a distinção prática em relação à atividade de análise de valores mobiliários ou mesmo atividade jornalística especializada.

Ademais, o Reino Unido determina que os consultores devem ser remunerados por taxas pela prestação de serviços de consultoria (*adviser chargings*), conforme dispõe o COBS 6 do Handbook da FCA,

²⁹Alteração introduzida pelo *Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) (Amendment) Order 2017* (SI 2017/488), em transposição da *Directive 2014/65/EU* (MiFID II). Cf. FCA, *PERG 8.24 — The boundary between giving advice on investments and providing information*.

evitando conflitos associados ao recebimento de valores, comissões e benefícios que possam comprometer a sua isenção.³⁰

Investment research

a) Definição normativa

A atividade de “*investment research*” ou análise de investimentos é descrita no COBS 12 do FCA Handbook, sem constituir uma atividade regulada autônoma de acordo com o RAO. O COBS 12.2 define “*investment research*” como englobando a produção de pesquisa ou análise de investimentos destinada à *distribuição* a clientes ou ao público. A norma distingue a atividade da “*non-independent research*”, que deve ser tratada como mera comunicação ou esforço de marketing. A figura funciona como equivalente da atividade de análise de valores mobiliários, disciplinada de acordo com a Resolução CVM nº 20/2021.

b) Escopo funcional

O escopo abrange a produção e disseminação de análises ou outras informações contendo recomendações ou sugestões de estratégias de investimento acerca de um instrumento financeiro ou de emissores. Isso inclui qualquer opinião sobre o valor presente ou futuro e preço de tais instrumentos, com a intenção de ser disseminado em canais públicos. A análise deve ser explicitamente rotulada como “*investment research*” ou termos similares, veiculando uma explicação objetiva do conteúdo da análise.

A independência é um atributo essencial da análise, devendo-se assegurar que os analistas financeiros responsáveis por emitir as opiniões gozem de ampla autonomia e isenção. Nesse sentido, o COBS 12.2 impõe elevados requisitos de independência, gestão de conflitos de interesse e segregação em relação a outras atividades, além de proibição de *front-running* das próprias recomendações.

³⁰FCA, *Policy Statement PS11/1 — Distribution of Retail Investments* (jan. 2011); FCA, *Retail Distribution Review*. Cf. também Training and Competence Sourcebook (TC) do FCA Handbook.

c) Sistema de habilitação

A produção de *investment research* está coberta pela *Part 4A permission* da firma autorizada, sem registro autônomo. Indivíduos exercendo funções relevantes (notadamente *Head of Compliance* em firmas de *research*, sob o SMF16) enquadram-se no SM&CR.

d) Análise comparativa e notas críticas

O Reino Unido não exige um registro autônomo e um credenciamento individual obrigatório de analistas. O Brasil, ao revés, incorpora a atividade de análise de valores mobiliários como atividade autônoma, sujeita a um regime regulatório próprio da Resolução CVM nº 20/2021. Na estrutura brasileira, exige-se a habilitação e credenciamento individual do analista a cargo da APIMEC e adesão ao Programa de Educação Continuada. Em comum às duas jurisdições, ressalta-se a ênfase na garantia da independência e qualidade das análises, sendo o regime regulatório brasileiro mais rigoroso nos procedimentos e restrições colocados para esse fim.

O regime britânico classifica e incorpora uma importante distinção em relação à análise de investimento não independente, tratada como mera comunicação, o que pode ser útil para traçar uma fronteira mais evidente com a atividade jornalística e a promoção de investimentos não independente. Por outro lado, o conceito de “recomendação personalizada” é empregado para distinguir funcionalmente à atividade de análise de investimentos (*investment research*) da atividade de consultoria (*advising*), à semelhança do critério distintivo adotado pela CVM.

O *Policy Statement* PS24/9 da FCA, de julho de 2024, que reintroduziu a faculdade opcionalidade de pagamento do *research* pelas firmas, atenuando o regime estrito de *unbundling* decorrente da MiFID II, no qual o *research* deveria ser pago separadamente da execução.³¹

Appointed Representative

³¹FCA, *Policy Statement PS24/9 — Payment Optionality for Investment Research* (jul. 2024). Disponível em: <https://www.fca.org.uk/publications/policy-statements/ps24-9-payment-optionality-investment-research>.

a) Definição normativa

O *Appointed Representative* (AR), figura regulada pela *Section 39* do FSMA 2000 e pela seção SUP 12 do FCA Handbook, designa a pessoa (natural ou jurídica) que atua como preposto de firma autorizada, denominada *principal*. A entidade autorizada assume responsabilidade integral pelos atos do AR perante clientes e perante o regulador.³² O AR funciona como equivalente funcional do assessor de investimento, atividade regulamentada pela Resolução CVM nº 178/2023.

b) Escopo funcional

O escopo de atuação do *appointed representative* é delimitado contratualmente dentro da *permission* do principal, podendo incluir o desempenho de atividades reguladas como “*advising on Investments*” e “*arranging deals in Investments*”. Em linhas gerais, a sua atuação pressupõe (i) um vínculo contratual com uma entidade regulada pela FCA e autorizada para exercer atividades reguladas na posição de principal; e (ii) o exercício de atividades compatíveis, em parte ou como um todo, das responsabilidades assumidas pelo principal.

A função de AR não necessita de autorização autônoma da FCA, remanescendo o principal como responsável pelos atos e omissões do AR no perímetro contratado, conforme as regras do SUP 12 sobre supervisão e relatórios.

c) Sistema de habilitação e autorregulação

Não há autorização autônoma requerida pela FCA no âmbito da *Part 4A permission*. O principal celebra acordo escrito, registra a relação no *FCA Connect* e responde pela supervisão. A FCA mantém registro público dos ARs ativos. As qualificações individuais dos profissionais do AR seguem os padrões

³²FSMA 2000, Section 39; SUP 12 do FCA Handbook. Cf. FCA, *Policy Statement PS22/11 — Improvements to the Appointed Representatives Regime* (ago. 2022). Disponível em: <https://www.fca.org.uk/publications/policy-statements/ps22-11-improvements-appointed-representatives-regime>.

aplicáveis às atividades exercidas, notadamente aquelas previstas no *Statement of Professional Standing*, quando houver consultoria a investidores de varejo.

d) Análise comparativa e notas críticas

O *Appointed Representative* britânico não passa por credenciamento individual de entidade autorreguladora, ao passo que o assessor brasileiro é credenciado pela ANCORD. No regime britânico, o AR opera por delegação plena de *regulatory permission* do principal, enquanto o regime brasileiro mantém perímetro contratual mais estreito e função de índole eminentemente comercial, conforme Resolução CVM nº 178/2023.

O *Policy Statement* PS22/11 introduziu em 2022 uma ampla reforma do regime de *Appointed Representatives* com reforço das obrigações de supervisão pelo principal, controle de *regulatory hosting* e exigência de notificações detalhadas à FCA. A reforma foi motivada por evidências empíricas de incidência elevada de irregularidades envolvendo a atuação de ARs, que apontava para um diagnóstico de supervisão e fiscalização insuficientes naquela jurisdição.

Safeguarding and administering investments / Depositary

a) Definição normativa

A atividade de custódia corresponde à atividade regulada denominada “*Safeguarding and Administering Investments*”, prevista no art. 40 do RAO. A atividade é definida como a guarda de ativos pertencentes a terceiros com administração dos respectivos eventos corporativos.³³ Em fundos de investimento, a função fiduciária ampla é desempenhada pelo *Depositary*, regulado nos capítulos FUND 3.11 (AIFs) e FUND 4.5 (UCITS) do FCA Handbook. Funciona como equivalente da atividade de custódia delimitada pela Resolução CVM nº 32/2021, com elementos funcionais que se aproximam, no que

³³Art. 40 do Regulated Activities Order 2001 (SI 2001/544): “*The following activities are specified kinds of activity — (a) safeguarding and administering, or arranging for the safeguarding and administration of, assets belonging to another, where the assets consist of or include any investment which is a security or a contractually based investment*”. Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/ukSI/2001/544/article/40>.

concerne à indústria de fundos de investimento, do administrador fiduciário (Resolução CVM nº 175/2022, art. 78).

b) Escopo funcional

O escopo da função de *safeguarding* congrega a guarda e administração de valores mobiliários (ou contractually based investment) em nome de clientes. O regime de proteção de ativos do cliente está consolidado no *Client Assets Sourcebook* (CASS), sendo expressamente excluídos da definição os criptoativos.³⁴

Na sistemática regulatória do Reino Unido, o depositary assume funções que extrapolam o escopo de um custodiante operacional, exercendo verdadeira função fiduciária e em apoio da supervisão dos fundos de investimento. Seu perímetro regulatório abarca a guarda e verificação de titularidade dos ativos financeiros dos fundos; o monitoramento dos fluxos de caixa; a fiscalização do gestor do fundo (AIFM ou *management company*); e a verificação de conformidade com os limites de investimento, regras de *valuation* e de resgate de cotas.

c) Sistema de habilitação

A atividade de custódia exige a obtenção prévia da *Part 4A permission*, com o escopo definido pelo art. 40 do RAO. Para atuar como Depositary, a firma deve obter permissão específica adicional sob o FUND 3.11 ou FUND 4.5, com requisitos prudenciais e estruturais reforçados, incluindo independência funcional em relação ao gestor (no caso de AIFs e UCITS de varejo).

d) Análise comparativa e notas críticas

A atividade de *safeguarding* congrega a guarda e administração de ativos de titularidade de terceiros, sendo mais abrangente que o escopo estrito da atividade de custódia de valores mobiliários no Brasil. A seu turno, a figura do “*depositary*” do sistema do Reino Unido consolida funções pulverizadas entre

³⁴FCA Handbook, CASS (Client Assets Sourcebook), em especial CASS 6 (custody) e CASS 7 (client money). Disponível em: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/CASS/>.

diferentes agentes regulados no Brasil, como custodiante, escriturador, administrador fiduciário e controladoria financeira. O modelo brasileiro prestigia uma especialização funcional mais ampla e incorpora uma organização distinta entre os agentes que atuam na administração e prestam serviços de custódia de valores mobiliários.

O Depositary britânico é investido de funções que extrapolam o campo de atuação típica de um custodiante, não sendo possível traçar um paralelo com o regulatório brasileiro, alçando-o a uma posição de fiduciário e de apoio na supervisão de outros agentes privados que atuam na cadeia de distribuição. A estratégia regulatória incorpora a visão segundo a qual a atividade de custódia deve ser dissociada da gestão dos ativos, introduzindo uma camada adicional e independente de controle e fiscalização. O *depositary* de UCITS, em particular, deve ser entidade obrigatoriamente independente do *manager*, exigência de independência estrutural mais rigorosa do que a do regime brasileiro em fundos de varejo.

Dealing and arranging deals in investments

a) Definição normativa

As atividades de intermediação e distribuição de valores mobiliários correspondem a três atividades reguladas distintas descritas no arcabouço regulatório do mercado financeiro no Reino Unido: (i) *Dealing in Investments as Principal* (art. 14); (ii) *Dealing in Investments as Agent* (art. 21); e (iii) *Arranging (Bringing About) Deals in Investments* (art. 25).³⁵ A segregação conceitual adotada reflete a distinção

³⁵Art. 14 do RAO (dealing in investments as principal): "*buying, selling, subscribing for or underwriting securities or contractually based investments (other than investments of the kind specified by article 87, or article 89 so far as relevant to that article) as principal is a specified kind of activity*"; art. 21 do RAO (dealing as agent): "*buying, selling, subscribing for or underwriting securities or contractually based investments (other than investments of the kind specified by article 87, or article 89 so far as relevant to that article) as agent is a specified kind of activity*"; art. 25 do RAO (arranging deals): "*making arrangements for another person (whether as principal or agent) to buy, sell, subscribe for or underwrite a particular investment which is — (a) a security; (b) a contractually based investment; or (c) an investment of the kind specified by article 86, or article 89 so far as relevant to that article*". Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/uksi/2001/544/contents>.

entre a negociação por conta própria, intermediação como agente em nome de terceiros e participação na estruturação de arranjos para investimentos. Trata-se, em conjunto, do equivalente funcional do plexo de atividades envolvidas na intermediação e distribuição de valores mobiliários no Brasil (Resolução CVM nº 35/2021).

b) Escopo funcional

O escopo funcional da atividade é depreendido a partir da reunião dos quatro núcleos verbais empregados na descrição (“*buy*”, “*sell*”, “*subscribe*” e “*underwrite*”), que compreendem a compra, venda, subscrição e atuação como *underwriter* de valores mobiliários.

Especificamente, o artigo 14 do RAO regula a atividade de “*dealing in investments as principal*”, na qual a pessoa ou instituição negocia investimentos por conta própria, atuando como contraparte da operação e assumindo o risco econômico correspondente. Trata-se, em essência, da negociação proprietária de ativos financeiros. Bancos negociando derivativos no próprio balanço, *dealers* e *market makers* são exemplos típicos dessa categoria.

Já o artigo 21 do RAO trata do “*dealing in investments as agent*”, em que a negociação é realizada em nome de terceiros. A instituição executa ordens, intermedeia compras e vendas ou participa da negociação sem assumir a posição econômica principal da operação. É o caso clássico da atividade de corretagem ou intermediação financeira desempenhada por brokers e corretoras.

O artigo 25 do RAO, por sua vez, regula a atividade de “*arranging deals in investments*”, conceito particularmente amplo no direito britânico. Essa atividade abrange a organização, estruturação, facilitação ou viabilização de operações envolvendo investimentos. A FCA interpreta o conceito de forma extensiva, de modo que não é necessário executar ordens, custodiar ativos ou sequer participar formalmente do contrato para que a atividade seja considerada regulada.

c) Sistema de autorização

No Reino Unido, “*Dealing and arranging deals in investments*” é uma taxonomia abrangente empregada para definir quando uma pessoa ou sociedade precisa de autorização da FCA para intermediar operações com investimentos. A autorização para exercício das atividades descritas nos arts. 14, 21

e/ou 25 do RAO é concedida por meio da *Part 4A permission*, de acordo com as atividades efetivamente exercidas e que podem ser cumuladas. A admissão a *trading venues* (Bolsas, MTFs) depende do atendimento dos requisitos de admissibilidade prescritos nos regulamentos próprios de cada ambiente de negociação.

d) Análise comparativa e notas críticas

Na prática regulatória do Reino Unido, a categoria taxonômica de “*Dealing and arranging deals in investments*” possui um perímetro regulatório mais amplo e cobre quase toda as atividades da cadeia de intermediação de valores mobiliários e produtos financeiros, incluindo: corretagem, execução de ordens, negociação de valores mobiliários, *introducing*, captação, levantamento de capital, *underwriting*, intermediação em mercado secundário, distribuição de fundos, etc.

A categorização como atividade regulada adota um enfoque predominantemente funcional, a partir do exame substancial da natureza da atuação no âmbito da intermediação/distribuição, sendo indiferente ao status legal da pessoa ou instituição que pratica tais atos. No mais, a norma prevê uma diferenciação tipológica quanto à negociação na posição de principal, agente e ou na estruturação de arranjos de investimento, segmentadas em três atividades distintas. Tal abordagem difere daquela adotada no sistema regulatório dos EUA, que consagra o regime de *broker-dealers*.

Em contraste, a Resolução CVM nº 35/2021 trata da intermediação como categoria única, sem as subdivisões propostas no modelo do Reino Unido. A abordagem regulatória brasileira tende a prestigiar um critério mais institucional, centrado nas corretoras/distribuidores de valores mobiliários.

Ademais, a abertura conceitual da atividade de “*arranging deals*” acentua o risco de judicialização e arbitragem sobre o enquadramento regulatório e permite abarcar atividades que não seriam tratadas como atividades reguladas no Brasil. Em muitos casos, basta que a pessoa ou instituição tenha papel relevante na aproximação das partes ou na facilitação econômica da transação para fins de caracterização. Por isso, atividades de introdução de investidores, estruturação de operações, consultoria em *corporate finance* ou coordenação de investimentos podem, na prática, vir a ser enquadradas como “*arranging deals*”.

Por fim, destaca-se a articulação entre *product governance* (PROD) e *Consumer Duty*, como camadas sobrepostas para assegurar a adequação de produtos financeiros distribuídos a varejo, o que se conecta com a discussão brasileira sobre os deveres e responsabilidades do distribuidor sobre produtos distribuídos a investidores no mercado de varejo.

3.3. Canadá

O sistema regulatório canadense organiza-se em regime federativo descentralizado. As competências de regulação e supervisão pertencem aos reguladores provinciais, articulados na *Canadian Securities Administrators* (CSA), instância de cooperação que produz normas harmonizadas denominadas *National Instruments* (NIs).³⁶ O instrumento central da cadeia de distribuição é a *National Instrument 31-103 - Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations*, em vigor desde 28 de setembro de 2009.³⁷

3.3.1. Autorregulação da Cadeia de Distribuição

No Canadá, cada província possui uma autoridade reguladora, que, juntas, compõem o “regulador guarda-chuva”, a *Canadian Securities Administrators* (CSA). A CIRO exerce suas responsabilidades regulatórias com base nas Ordens de Reconhecimento emitidas pelas comissões de valores mobiliários em cada uma das províncias. A CIRO está sujeita à supervisão e a revisões operacionais periódicas por parte dos membros da CSA. Ainda, a entidade foi encarregada da competência para manter um registro próprio dos profissionais e instituições afiliados.

A *Canadian Investment Regulatory Organization* - CIRO é uma organização autorreguladora nacional que supervisiona *dealers*, distribuidoras de fundos mútuos e aqueles que exercem atividade de

³⁶Cf. CSA, *About the CSA*. Disponível em: <https://www.securities-administrators.ca/about-the-csa/>. O passport system é operacionalizado pelo Multilateral Instrument 11-102.

³⁷National Instrument 31-103, *Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations*. Texto consolidado disponível nos sites dos reguladores provinciais, e.g., OSC: <https://www.osc.ca/en/securities-law/instruments-rules-policies/3/31-103>.

negociação nos mercados de ações e dívida no Canadá. A CIRO edita normas aplicáveis às operações, conduta e práticas comerciais das empresas e indivíduos afiliados, com intuito de fortalecer a integridade do mercado e a confiança do público.

A estrutura de comitês consultivos da CIRO inclui um Conselho Nacional e sete Conselhos Regionais, compostos por representantes dos *dealers* de cada uma dessas regiões. O mandato dos Conselhos Regionais e do Conselho Nacional envolve refletir sobre as questões regionais, proporcionar diversidade de pensamento e garantir uma representação setorial de todo o país no ecossistema de autorregulação. Cada uma das províncias também mantém comitê de audiências (*hearing committee*) para exercer as funções de *enforcement* na respectiva região.

3.3.2. Estrutura da Cadeia de Distribuição

A NI 31-103 institui sete categorias de firma e quatro categorias de *permitted individuals*, com a inclusão da função autônoma de *Investment Fund Manager* (IFM) prevista no art. 7.3.³⁸ As subseções seguintes examinam as seis figuras canadenses funcionalmente equivalentes às Atividades Reguladas brasileiras, agrupando-as pelos respectivos perímetros funcionais.

A Tabela 3 do Anexo ao presente Estudo sumariza a estrutura da cadeia de distribuição de valores mobiliários no Canadá.

Portfolio Manager and Advising Representative

a) Definição normativa

O *Portfolio Manager* (PM) é indivíduo designado pelo *Dealer Member* e aprovado para prestar gestão discricionária de portfólio para contas administradas e aconselhamento de investimentos.³⁹

³⁸NI 31-103, Part 2 (firm categories) e Part 2 Division 2 (individual categories). Cf. Companion Policy 31-103CP para diretrizes interpretativas.

³⁹NI 31-103, arts. 3.4 (Advising Representative) e 3.11 (Associate Advising Representative). Cf. CIRO Rules 1430-1450 (Approved Person categories).

Individualmente, a função é exercida pelo *Advising Representative* (AR) ou pelo *Associate Advising Representative* (AAR), regulados nos arts. 3.4 e 3.11 da NI 31-103. A figura cobre, sob registro unificado, duas atividades reguladas autônomas no ordenamento brasileiro: a administração de carteiras (Resolução CVM nº 21/2021) e a consultoria de valores mobiliários (Resolução CVM nº 19/2021).

b) Escopo funcional

O escopo funcional da atividade abrange decisões discricionárias de compra, venda e alocação de ativos em carteiras de clientes, bem como o aconselhamento de investimentos fornecido dentro do mesmo perímetro delimitado pela autorização. A NI 31-103 estabelece deveres de *know-your-client* (KYC), *know-your-product* (KYP) e *suitability*, com obrigações reforçadas após as *Client Focused Reforms* (CFRs) de 2021, que introduziram dever explícito de agir no melhor interesse do cliente (art. 13.4 da NI 31-103).⁴⁰

Há também a possibilidade de registro na categoria *Restricted Portfolio Manager* para hipóteses específicas de escopo reduzido, conforme decisão do regulador provincial.

c) Sistema de habilitação

A categoria de “portfolio manager” prevista na NI 31-103 abrange três modalidades registrais: (i) *Advising Representative* (AR); (ii) *Associate Advising Representative* (AAR); e (iii) *Chief Compliance Officer* (CCO). A norma estipula requisitos de obtenção de autorizações específicas (*charters*) e de experiência mínima. As firmas são registradas no *National Registration Database* (NRD), enquanto os indivíduos protocolam *Form 33-109F4* no NRD.

Em províncias com supervisão da CIRO sobre *Investment Dealers*, a admissão como membro da entidade autorreguladora é exigida.

⁴⁰Cf. CSA, *Multilateral Notice of Amendments to NI 31-103 and Companion Policy 31-103CP — Reforms to Enhance the Client-Registrant Relationship (Client Focused Reforms)* (out. 2019). Implementação faseada concluída em 31 de dezembro de 2021.

d) Análise comparativa e notas críticas

A atuação como Portfolio Manager (PM) no Canadá exige a demonstração de qualificação internacionalmente reconhecida (*Chartered Financial Analyst* (CFA) ou *Canadian Investment Manager* (CIM)) e comprovação de experiência profissional relevante, o que torna o sistema canadense um dos mais exigentes em termos de exigência de proficiência e qualificação profissional.

O Brasil cinde formalmente a atividade de gestão de carteiras (Resolução CVM nº 21/2021) e consultoria (Resolução CVM nº 19/2021), enquanto o Canadá integra ambas as funções na categoria PM, sem categoria registral autônoma para a consultoria não discricionária.

Investment Fund Manager

a) Definição normativa

O *Investment Fund Manager* (IFM) está prevista no art. 7.3 da NI 31-103, que exige registro de pessoa que dirige os negócios, as operações ou os assuntos de um fundo de investimento.⁴¹ Trata-se da categoria canadense funcionalmente mais próxima do administrador fiduciário brasileiro previsto na Resolução CVM nº 175/2022.

b) Escopo funcional

Conforme delineado pelo *Unofficial Consolidation of National Instrument* 31-103, o escopo abrange direção do negócio, das operações e dos assuntos do fundo, incluindo escolha de gestor de portfólio, supervisão dos prestadores de serviços, governança da estrutura do fundo, fiscalização de compliance e relação com investidores. O IFM responde diretamente à comissão de valores mobiliários provincial competente e está sujeito ao regime de *independent review committee* sob a NI 81-107, exigência adicional de governança fiduciária para fundos abertos.

⁴¹Art. 7.3 da National Instrument 31-103: *The category of registration for a person or company that is required, under securities legislation, to be registered as an investment fund manager is "investment fund manager".*

c) Sistema de habilitação

A firma registra-se como IFM sob NI 31-103, art. 7.3, no NRD, mediante demonstração de capital regulamentar mínimo (NI 31-103, Parte 12), políticas de *compliance* e estrutura de *Ultimate Designated Person* (UDP) e *Chief Compliance Officer* (CCO).

d) Análise comparativa e notas críticas

O IFM canadense é a figura de equivalência funcional mais próxima ao administrador fiduciário brasileiro, com responsabilidade estatutária expressa pela direção do negócio do fundo e reponsabilidade pela prática dos atos de administração corporativa dos fundos.

A coexistência do IFM com as figuras reguladas do Portfolio Manager (gestor) e do *Custodian* (NI 81-102) preserva separação funcional entre administração fiduciária, gestão e custódia, lógica estruturalmente próxima daquela adotada pela Resolução CVM nº 175/2022;

Destaca-se que o mecanismo de *Independent Review Committee* (NI 81-107), que adiciona camada de governança específica para tratamento de conflitos de interesse em fundos mútuos, não possui correspondente direto no regime brasileiro.

Research Analyst

a) Definição normativa

A atividade de análise (*sell-side*) é regulada pela CIRO Rule 3600 - *Research Standards*, em vigor desde a unificação da SRO em 2023, em sucessão substantiva à IIROC *Dealer Member Rule 3400*.⁴² A regra define padrões de elaboração, publicação e supervisão de *research reports* produzidos por *dealer members*. A figura funciona como equivalente da análise brasileira (Resolução CVM nº 20/2021).

⁴²CIRO Rule 3600 — Research Standards. Disponível em: <https://www.ciro.ca/rules-and-enforcement/ciro-rules>. As regras anteriores eram IIROC Dealer Member Rule 3400, mantidas em substância pela CIRO.

b) Escopo funcional

O escopo abrange *research reports* sobre valores mobiliários ou emissores, com regras de *disclosure*, segregação em relação a *investment banking* e gerenciamento de conflitos. A figura do *Supervisory Analyst* é prevista para revisão prévia de relatórios. A CIRO Rule 3600 impõe firewall entre research e corporate finance.

c) Sistema de habilitação

Os analistas individuais devem registrar-se como *Approved Persons* da CIRO, com aprovação no *Conduct and Practices Handbook Course* (CPH). A designação de *Supervisory Analyst*, quando aplicável, depende de aprovação adicional. O patrocínio por *dealer member* da CIRO é condição para o registro.

d) Análise comparativa e notas críticas

Nessa linha, destacam-se: (i) a tensão histórica entre *research* e *investment banking*, com risco de comprometimento da independência por incentivos cruzados, similar ao identificado nos Estados Unidos; (ii) a unificação sob a CIRO em 2023, que trouxe convergência regulatória entre *dealer members* anteriormente sujeitos à IIROC e à MFDA, mantendo, contudo, a abordagem *firm-level*; e (iii) a ausência de credenciamento individual obrigatório por entidade profissional autônoma da SRO, com supervisão exercida pela *dealer member* e pela CIRO.

Identificam-se as seguintes diferenças relevantes em relação ao regime brasileiro: (i) o Brasil opera por credenciamento individual obrigatório do analista junto à APIMEC (Resolução CVM nº 20/2021), com Programa de Educação Continuada e fiscalização contínua, enquanto o Canadá supervisiona a atividade no plano da firma membro da CIRO; e (ii) o ordenamento canadense exige aprovação individual em exames específicos (*Conduct and Practices Handbook Course*, entre outros), mas sem entidade profissional dedicada exclusivamente à categoria.

Dealing Representative

a) Definição normativa

O *Dealing Representative* (DR), registrado de acordo com o art. 2.1 da NI 31-103, atua na negociação de valores mobiliários em nome de *dealer* registrado, de forma vinculada, configurando equivalente funcional do assessor de investimentos brasileiro (Resolução CVM nº 178/2023).

b) Escopo funcional

O *Dealing Representative* (DR) atua como preposto de uma firma regulada (*investment dealer*, *mutual fund dealer* ou *exempt market dealer*) na distribuição e intermediação de valores mobiliários perante clientes, exercendo a mediação da relação comercial entre o investidor e a instituição registrada. Este mister inclui atribuições como recomendação de investimentos, *suitability*, abertura de contas, recepção e transmissão de ordens, venda de produtos financeiros e atendimento contínuo ao cliente.

Um elemento central do modelo canadense é a obrigação de *suitability*. O *dealing representative* normalmente deve conhecer o cliente (“*know your client*”), compreender seu perfil de risco, objetivos e situação financeira, e avaliar se os produtos recomendados são adequados. Nesse aspecto, o regime canadense se aproxima bastante dos modelos de conduta da FCA britânica e da MiFID europeia.

c) Sistema de habilitação

O DR registra-se por meio de *Form 33-109F4* no NRD, com aprovação prévia da firma a que está vinculado. Os exames de qualificação exigíveis variam por categoria: *Canadian Securities Course* (CSC) e *Conduct and Practices Handbook Course* (CPH) para DRs de *Investment Dealer*; *Mutual Funds Course* para DRs de *Mutual Fund Dealer*.

d) Análise comparativa e notas críticas

O *Dealing Representative* (DR) canadense é necessariamente pessoa natural vinculada a uma única firma, ao passo que o assessor brasileiro pode atuar como pessoa natural ou organizar-se em pessoa jurídica vinculada por contrato ao intermediário (Resolução CVM nº 178/2023, art. 2º, §3º) e não está sujeito a um regime de exclusividade.

No Brasil, a ANCORD funciona como entidade credenciadora dos assessores de investimento, enquanto no Canadá o registro decorre exclusivamente da NI 31-103 e, conforme o caso, da CIRO, sem entidade autorreguladora autônoma para a categoria.

No modelo canadense, o *Dealing Representative* (DR) não opera de forma independente em relação à firma registrada a que está vinculado, que responde pela supervisão, compliance e controles regulatórios da atividade.

Custodian

a) Definição normativa

A custódia de ativos de *investment funds* é regulada pela *National Instrument 81-102 - Investment Funds*, arts. 6.1 a 6.7, que estabelece definições, qualificações institucionais e obrigações operacionais do *custodian*.⁴³ A NI 31-103, art. 14.5.2, trata adicionalmente das exigências de custódia aplicáveis a *registered firms* – abrangendo *registered dealers*, *registered advisers* e *registered investment fund managers* - quando essas firmas tenham acesso, direcionem ou organizem a custódia de caixa ou valores mobiliários de clientes ou de fundos de investimento.

b) Escopo funcional

O escopo do custodiante compreende a custódia, segregação e manutenção de registros que evidenciem a titularidade beneficiária dos *portfolio assets* do fundo. A NI 81-102, art. 6.1, exige que os ativos do fundo sejam mantidos sob a custódia de um único custodiante que satisfaça os requisitos do art. 6.2 - em geral, *Schedule I, II ou III banks, trust companies* autorizadas ou certas afiliadas qualificadas. A subcustódia é admitida, inclusive para ativos mantidos fora do Canadá, desde que observados os requisitos dos arts. 6.1(3), 6.3 e 6.4.

⁴³NI 81-102, arts. 6.1 a 6.7. Cf. também NI 31-103, art. 14.5.2 (custody requirements para adviser e dealer).

c) Sistema de habilitação

Não há formulário registral autônomo de custodiante. Bancos charterizados pelo *Bank Act* federal e *trust companies* autorizadas podem atuar como custodiantes desde que atendam aos requisitos do art. 6.2. A NI 81-102 também impõe deveres operacionais sobre a custódia dos ativos do fundo, inclusive quanto à forma de manutenção, segregação e identificação da titularidade beneficiária dos *portfolio assets*. As obrigações de revisão periódica e *compliance reports* constam do art. 6.7 e recaem especificamente sobre o custodiante/subcustodiante, sem prejuízo das responsabilidades gerais do *investment fund manager* pela conformidade do fundo.

d) Análise comparativa e notas críticas

Nessa linha, destacam-se: (i) a definição da custódia por elegibilidade institucional, em vez de registro autônomo, com a função decorrendo da natureza da entidade (banco ou *trust company* autorizada); (ii) a admissão regulada de subcustódia internacional sob art. 6.2 da NI 81-102, com requisitos específicos para *foreign custodians*; e (iii) a questão da custódia de ativos digitais (criptoativos) por *funds*, que tem gerado *guidance* ad hoc da CSA, ainda em consolidação à data de referência deste estudo.

Identificam-se as seguintes diferenças relevantes em relação ao regime brasileiro: (i) a inexistência de registro autônomo de custodiante no Canadá, com habilitação por qualificação institucional, ao passo que o Brasil dedica resolução específica à custódia (Resolução CVM nº 32/2021) e estabelece registro próprio do prestador; e (ii) a função análoga ao administrador fiduciário brasileiro está alocada, no Canadá, ao IFM (cf. subseção 4.3.2), e não ao custodiante, distinção funcional que reforça a coexistência das três figuras (administração, gestão e custódia) no ordenamento canadense.

Dealer

a) Definição normativa

A intermediação é desempenhada por categorias de *dealer* definidas na NI 31-103, Parte 2: *Investment Dealer* (escopo amplo, sob *CIRO Investment Dealer Rules*), *Mutual Fund Dealer* (fundos mútuos, sob *CIRO Mutual Fund Dealer Rules*), *Exempt Market Dealer* (EMD, mercado isento) e *Scholarship Plan*

Dealer (planos de bolsas de estudo). Em conjunto, funcionam como equivalente da intermediação e distribuição brasileira (Resolução CVM nº 35/2021).

b) Escopo funcional

A intermediação é desempenhada por categorias de dealer definidas na NI 31-103, Parte 2: *Investment Dealer* (escopo amplo, sob CIRO *Investment Dealer Rules*); *Mutual Fund Dealer* (fundos mútuos, sob CIRO *Mutual Fund Dealer Rules*); *Scholarship Plan Dealer* (planos de bolsas de estudo); e *Exempt Market Dealer* (mercado isento).

c) Sistema de habilitação

As firmas registram-se sob NI 31-103, Parte 2, no NRD e, conforme a categoria, devem obter admissão como CIRO *member*. DRs registram-se via *Form* 33-109F4. As exigências de capital, governança e proficiência variam por categoria; UDP e CCO devem ser designados em todas as firmas registradas (NI 31-103, Parte 3).

d) Análise comparativa e notas críticas

Nessa linha, destacam-se: (i) a unificação sob a CIRO em 2023, que consolidou os regimes anteriormente segregados de IIROC e MFDA, buscando harmonizar padrões de conduta e supervisão entre *Investment Dealers* e *Mutual Fund Dealers*; (ii) a manutenção, mesmo após a unificação, de categorias funcionais distintas conforme o universo de produtos distribuídos, em arranjo tipológico que difere da consolidação norte-americana sob figura única; e (iii) as CFRs de 2021, que introduziram obrigação de agir no melhor interesse, aplicável transversalmente a todas as categorias de *dealer*.

Identificam-se as seguintes diferenças relevantes em relação ao regime brasileiro: (i) o Canadá mantém categorias funcionais distintas de *dealer* conforme o tipo de produto distribuído, enquanto o Brasil consolida sob *intermediação* (Resolução CVM nº 35/2021) com diferenciação institucional; e (ii) o regime canadense opera por proficiência exigida da firma e da categoria, em arranjo similar ao da SEC para *Investment Advisers* (*Section* 203A), em contraste com o tratamento brasileiro mais centrado na natureza institucional do intermediário.

3.4. Austrália

O sistema regulatório australiano caracteriza-se pela centralização em regulador de condutas único, a *Australian Securities and Investments Commission* (ASIC), agência estatutária federal criada pelo *Australian Securities and Investments Commission Act 2001* (Cth).⁴⁴ A ASIC concentra registro, supervisão e enforcement de todas as entidades e indivíduos do mercado de valores mobiliários, sem entidade autorreguladora intermediária.

A arquitetura normativa central é a *Corporations Act 2001* (Cth), *Chapter 7* (*Financial Services and Markets*). A seção 766A define *financial service* como o conjunto de atividades regulamentadas; a seção 766B define *financial product advice* e segrega *personal advice* (recomendação personalizada) de *general advice*; as seções 766C, 766D e 766E definem, respectivamente, “*dealing in a financial product*”, “*making a market*” e “*custodial or depository service*”.⁴⁵

A autorização para exercer atividades reguladas no âmbito da cadeia de distribuição obedece ao sistema da *Australian Financial Services Licence* (AFSL), prevista na seção 911A da *Corporations Act*, que estabelece a exigência geral de licença para fornecer *financial service* em territórios australianos.⁴⁶ Trata-se de licença única com autorizações modulares (*authorisations*) correspondentes aos serviços financeiros efetivamente prestados pela firma, com obrigações detalhadas no *Regulatory Guide* 105

⁴⁴Cf. ASIC, *About ASIC*. Disponível em: <https://asic.gov.au/about-asic/>. A divisão entre ASIC (conduta) e APRA (prudencial) decorre da Wallis Inquiry (1997) e foi formalizada pelo Australian Prudential Regulation Authority Act 1998 e pelo Australian Securities and Investments Commission Act 2001.

⁴⁵*Corporations Act 2001* (Cth), Chapter 7, Part 7.1 (Preliminary), s. 766A (When does a person provide a financial service?). Disponível em: <https://www.legislation.gov.au/Series/C2004A00818>.

⁴⁶*Corporations Act 2001* (Cth), Section 911A(1): “A person who carries on a financial services business in this jurisdiction must hold an Australian financial services licence covering the provision of the financial services”. Disponível em: <https://www.legislation.gov.au/C2004A00818/latest/text>.

(RG 105) da ASIC sobre competência organizacional, incluindo a designação de *Responsible Managers* com competência técnica e experiência mínima.⁴⁷

3.4.1. Autorregulação da Cadeia de Distribuição

A autorregulação da cadeia de distribuição de valores mobiliários na Austrália é estruturada de forma complementar ao modelo estatal supervisionado pela ASIC. Embora a regulação primária decorra do *Corporations Act 2001* e do regime de autorizações regulatórias da *Australian Financial Services Licence* (AFSL), a dinâmica do mercado australiano depende fortemente de mecanismos privados de governança, supervisão e definição de padrões de conduta implementados por associações setoriais, operadores de mercado e entidades profissionais. Nesse contexto, organizações como a Australian Financial Complaints Authority (AFCA), a *Financial Advice Association Australia* (FAAA) e a *Australian Securities Exchange* (ASX) exercem papel relevante na consolidação de práticas de compliance, gestão de conflitos de interesse, *disclosure*, *suitability* e padrões éticos aplicáveis aos participantes da cadeia de distribuição. A autorregulação também se manifesta por meio da adoção de códigos de conduta, guias operacionais, padrões profissionais e estruturas internas de supervisão implementadas pelos próprios AFSL holders em relação a seus *Authorised Representatives*.

3.4.2. Estrutura da Cadeia de Distribuição

A Tabela 4 do Anexo ao presente Estudo sumariza a estrutura da cadeia de distribuição de valores mobiliários na Austrália.

Relevant Provider

⁴⁷ASIC, *Regulatory Guide 105 — AFS licensing: Organisational competence*; *Regulatory Guide 166 — AFS licensing: Financial requirements*; *Regulatory Guide 133 — Funds management and custodial services: Holding assets*. Disponíveis em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/>.

a) Definição normativa

O *Relevant Provider* é a categoria profissional individual instituída pelo *Corporations Amendment (Professional Standards of Financial Advisers) Act 2017*, inserida na *Corporations Act*, Part 7.6, Division 8A, para os profissionais autorizados a prestar recomendações (*personal advice*) a clientes de varejo sobre produtos financeiros relevantes. A seção 766B(3) da *Corporations Act* define *personal advice* como *financial product advice* fornecida em circunstâncias em que (i) o provedor considerou os objetivos, situação financeira e necessidades do cliente, ou (ii) uma pessoa razoável esperaria que esses elementos tivessem sido considerados.⁴⁸

b) Escopo funcional

O *Relevant Provider* está sujeito aos deveres do *Future of Financial Advice* (FOFA), em particular: *best interests duty* (s. 961B), priorização do interesse do cliente (s. 961J), prestação de aconselhamento apropriado (s. 961G) e proibição de remuneração conflitada (s. 963A).⁴⁹ A função pode ser exercida tanto por pessoa natural com AFSL própria como por pessoa natural na qualidade de *Authorised Representative* de AFSL holder.

c) Sistema de habilitação

A firma obtém AFSL com autorização para *personal advice*. Os *Relevant Providers* devem (i) ser inscritos no *Financial Advisers Register* mantido pela ASIC; (ii) ter bacharel ou equivalente em campo aprovado; (iii) aprovar o *Financial Adviser Exam* (administrado pelo ACER em nome da ASIC desde 1º de janeiro

⁴⁸Corporations Act 2001 (Cth), Section 766B(3): "For the purposes of this Chapter, *personal advice* is financial product advice that is given or directed to a person (including by electronic means) in circumstances where: (a) the provider of the advice has considered one or more of the person's objectives, financial situation and needs; or (b) a reasonable person might expect the provider to have considered one or more of those matters".

⁴⁹ Mais informações disponíveis em: https://www.aph.gov.au/parliamentary_business/committees/senate/economics/fofa/report/c03.

de 2022); (iv) cumprir Professional Year supervisionado; e (v) manter 40 horas anuais de CPD. O FSCP julga conduta individual em primeira instância, com recurso para o *Administrative Appeals Tribunal*.

d) Análise comparativa e notas críticas

Nessa linha, destacam-se: (i) o modelo australiano de profissionalização individual via *Relevant Provider*, exigindo bacharel relevante, aprovação no *Financial Adviser Exam*, *Professional Year* supervisionado e *Continuing Professional Development* mínimo de 40 horas anuais, com adesão ao Financial Planners and Advisers Code of Ethics 2019; (ii) o *Financial Services and Credit Panel* (FSCP), criado pelo *Better Advice Act* de 2021, que julga conduta individual de Relevant Providers, em regime sancionatório individual;⁵⁰ e (iii) a transferência do *Financial Adviser Exam* para a ACER (*Australian Council for Educational Research*) desde 01/01/2022, em substituição ao antigo FASEA.

Identificam-se as seguintes diferenças relevantes em relação ao regime brasileiro: (i) a profissionalização individual estatutária do *Relevant Provider* - com bacharel, exame nacional padronizado, *Professional Year*, CPD obrigatório e código de ética único - representa, no benchmark, o caminho mais avançado em direção a uma profissão regulada do consultor financeiro, ao passo que a Resolução CVM nº 19/2021 regula a consultoria como atividade da pessoa autorizada, sem estatuto profissional individual estatutário equivalente; e (ii) o foro disciplinar individual via FSCP não tem correspondente direto no regime brasileiro, no qual a sanção individual é processada por meio de processo administrativo sancionador da CVM.

Responsible Entity (Corporations Act, Chapter 5C)

a) Definição normativa

No modelo australiano, a *Responsible Entity* (RE), disciplinada no Capítulo 5C do *Corporations Act 2001*, é a entidade responsável pela operação, administração e representação legal de um *registered*

⁵⁰Financial Sector Reform (Hayne Royal Commission Response — Better Advice) Act 2021. Cf. ASIC, *Information Sheet 273 — Financial Services and Credit Panel*. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/financial-services/financial-services-and-credit-panel/>.

managed investment scheme.⁵¹ A seção 601FB(1) determina que a RE “opera” os veículos de investimento coletivos sob sua administração, enquanto a seção 601FC enumera os deveres específicos de cuidado, lealdade, igualdade de tratamento entre quotistas e adoção de medidas razoáveis para garantir o cumprimento da constituição e da legislação aplicável.⁵²

b) Escopo funcional

A RE deve ser uma sociedade detentora de licença AFSL autorizada a operar esquemas de investimento coletivo e assume deveres fiduciários amplos perante os investidores, incluindo o dever de atuar de forma honesta, diligente e no melhor interesse dos membros do *scheme*. Entre suas atribuições estão a constituição e operação do fundo, emissão e resgate de cotas, contratação de prestadores de serviços, monitoramento do compliance do esquema, gestão operacional, manutenção de planos de compliance, supervisão de ativos e garantia de cumprimento das regras previstas no regulamento (*scheme constitution*) e na legislação aplicável. Embora a RE possa delegar funções operacionais a terceiros, permanece responsável perante investidores e perante a ASIC e pelo adequado funcionamento do veículo de investimento.

A custódia *stricto sensu* é, em regra, delegada a provedor especializado independente, atendendo ao RG 133, ainda que a responsabilidade fiduciária permaneça com o RE.

⁵¹Corporations Act 2001, ss. 601FA (Single responsible entity), 601FB (Duties of responsible entity), 601FC (Specific duties of responsible entity) e 601FD (Duties of officers of responsible entity).

⁵²Corporations Act 2001 (Cth), Section 601FC(1), enumera os deveres específicos da Responsible Entity, entre os quais: “(a) act honestly; (b) exercise the degree of care and diligence that a reasonable person would exercise if they were in the responsible entity's position; (c) act in the best interests of the members and, if there is a conflict between the members' interests and its own interests, give priority to the members' interests; (d) treat the members who hold interests of the same class equally and members who hold interests of different classes fairly; (...) (h) ensure that the scheme property is clearly identified as scheme property and held separately from property of the responsible entity and property of any other scheme”.

c) Sistema de habilitação

A habilitação da *Responsible Entity* decorre da obtenção de uma AFSL com autorização específica para operar *registered schemes*. Além da licença, a RE deve cumprir requisitos organizacionais e prudenciais, incluindo recursos financeiros adequados, sistemas de gestão de risco, estrutura de compliance e demonstração de competência técnica por meio da indicação de *Responsible Managers*. Nos *schemes* registrados, a legislação também pode exigir a constituição de *Compliance Committee*, especialmente quando a composição do conselho da RE não assegura independência suficiente (menos da metade dos diretores da RE como *external directors*), nos termos do art. 601JA do *Corporations Act 2001*.

d) Análise comparativa e notas críticas

Trata-se de figura central da arquitetura regulatória dos veículos de investimentos coletivos na Austrália, reunindo em uma única entidade funções que, em outros sistemas jurídicos, costumam ser pulverizadas entre diferentes participantes regulados. Não existe correspondente exato da *Responsible Entity* no Brasil, pois o modelo brasileiro adota estrutura funcionalmente segmentada para os fundos de investimento.

No regime brasileiro, notadamente após a Resolução CVM nº 175, as funções exercidas pela RE australiana são distribuídas entre diferentes agentes regulados, principalmente o administrador fiduciário, o gestor de recursos, o custodiante e o distribuidor. O administrador fiduciário brasileiro talvez seja a figura mais próxima da RE sob a perspectiva institucional, pois representa o fundo perante terceiros, responde pela constituição e funcionamento do veículo e possui deveres fiduciários perante os cotistas. Assim, o modelo australiano é mais integrado e centralizado na figura da RE, ao passo que o modelo brasileiro privilegia segregação funcional e distribuição de responsabilidades entre múltiplos participantes da estrutura do fundo.

Research provider

a) Definição normativa

A atividade de análise de valores mobiliários é objeto de orientação regulatória da ASIC mediante *Regulatory Guide 79 (Research report providers: Improving the quality of investment research)* e

Regulatory Guide 264 (Sell-side research).⁵³ Não há no modelo regulatório do *Corporations Act* uma categoria regulatória autônoma dedicada à atividade de *research*, que é tratada como integrante do perímetro regulatório da atividade de “*financial product advice*”, não exigindo autorização específica.

b) Escopo funcional

O escopo funcional da atividade abrange a elaboração e publicação de relatório de análise (*research reports*) sobre produtos financeiros e emissores, com ênfase na independência e qualidade dos relatórios, de modo análogo à definição proposta na Resolução CVM nº 20/2021.

De acordo com o *Regulatory Guide 79*, um relatório de análise (*research report*) consiste em *general advice* que: (a) é elaborado por escrito; (b) inclui uma opinião ou recomendação, expressa ou implícita, sobre um produto de investimento identificado nominalmente ou facilmente identificável; e (c) destina-se, ou pode razoavelmente ser considerado como destinado, a ser amplamente distribuído (direta ou indiretamente) a clientes (sejam investidores institucionais ou de varejo) na Austrália.

Os fornecedores de relatórios de análise (*research report providers*) desempenham papel fundamental na transmissão dessas informações, e a integridade de suas análises afeta diretamente a integridade dos mercados financeiros, sendo reconhecidos como *gatekeepers*.

c) Sistema de habilitação

A atividade de *research* está coberta pela AFSL da firma que a desempenhe, sem uma autorização específica ou registro individual dos analistas perante a ASIC. Quando o *research* seja distribuído a varejo na qualidade de *personal advice*, aplicam-se as regras de *Relevant Provider*.

d) Análise comparativa e notas críticas

A definição regulatória da atividade de análise de valores mobiliários no Brasil e na Austrália apresenta significativa similaridade material, uma vez que ambos os regimes compreendem a elaboração e

⁵³ASIC, *Regulatory Guide 79 — Research report providers: Improving the quality of investment research* (dez. 2017); *Regulatory Guide 264 — Sell-side research* (set. 2017).

disseminação de opiniões, recomendações ou avaliações sobre produtos financeiros ou valores mobiliários destinadas a orientar decisões de investimento do mercado. No entanto, há diferença relevante quanto ao enquadramento jurídico da atividade: enquanto no Brasil a análise de valores mobiliários é tratada como atividade regulada autônoma pela CVM, sujeita a disciplina específica e registro próprio, na Austrália a elaboração de *research reports* é normalmente enquadrada dentro da categoria mais ampla de *financial product advice*, especialmente como *general advice*, não constituindo uma categoria regulatória independente ou uma atividade licenciada autônoma perante a ASIC

Authorised Representative

a) Definição normativa

O *Authorised Representative* (AR) está definido na seção 916A da *Corporations Act*, que permite a um *AFSL holder*, mediante autorização escrita, designar pessoa (natural ou jurídica) como representante autorizado a fornecer *financial services* específicos em nome do licenciado.⁵⁴ Funciona como equivalente funcional do assessor de investimentos no Brasil (Resolução CVM nº 178/2023).

b) Escopo funcional

O escopo de atuação de um *Authorised Representative* (AR) no regime australiano de serviços financeiros depende da autorização específica concedida pelo titular da *Australian Financial Services Licence* (*AFSL holder*) e da abrangência da licença AFS detida por essa entidade. Isso significa que o AR não possui autorização regulatória autônoma perante o regulador, atuando sempre como representante vinculado ao *AFSL holder*, dentro dos limites expressamente definidos pela licença e pelo instrumento de nomeação. A extensão das atividades permitidas pode variar significativamente entre diferentes

⁵⁴*Corporations Act 2001 (Cth), Section 916A(1): "A financial services licensee (the authorising licensee) may, in writing, authorise either of the following to provide a specified financial service or financial services on behalf of the authorising licensee: (a) a natural person; (b) a body corporate (other than a financial services licensee)." Cf. ss. 917A a 917E sobre responsabilidade do licenciado pelos atos do authorised representative.*

estruturas de autorização, abrangendo desde funções mais restritas de distribuição de produtos financeiros até atividades amplas de aconselhamento, intermediação e custódia.

No caso de atividades de consultoria personalizada direcionada ao varejo, um AR somente poderá fornecer recomendações personalizadas se estiver qualificado como *Relevant Provider* e devidamente registrado no *Financial Advisers Register*.

Nos termos das seções 917A a 917E do *Corporations Act* 2001, o titular da licença responde pelos atos, omissões e condutas do AR no exercício das atividades autorizadas, inclusive perante clientes e autoridades reguladoras. Esse regime reflete a lógica estrutural do sistema australiano, segundo a qual o AFSL *holder* mantém o dever de supervisionar, monitorar e assegurar que seus representantes atuem em conformidade com as obrigações legais, regulatórias e de compliance aplicáveis.

c) Sistema de habilitação

A entidade autorizada pelo AFSL registra o *Authorised Representative* no *AR Register* mantido pela ASIC. Não há autorização autônoma da ASIC ao AR: a relação contratual entre licenciado e representante é a base da autorização derivada. Quando aplicável, o AR (pessoa natural que preste *personal advice*) deve estar adicionalmente inscrito no *Financial Advisers Register* como *Relevant Provider*.

d) Análise comparativa e notas críticas

Enquanto o assessor de investimentos no Brasil exerce atividades predominantemente voltadas à prospecção e intermediação de operações com valores mobiliários, o *Authorised Representative* australiano pode atuar em uma gama muito mais abrangente de serviços financeiros, desde que autorizado pelo titular da *Australian Financial Services Licence* (AFSL). Isso inclui, entre outras atividades, consultoria (*financial product advice*), intermediação (*dealing in financial products*) e até mesmo serviços de custódia (*custodial or depository services*).

Além disso, o sistema australiano estabelece exigências regulatórias quando o representante presta consultoria (*personal advice*) a clientes de varejo, exigindo que o profissional seja enquadrado como *Relevant Provider* e registrado perante a ASIC, sujeito a requisitos específicos de formação, padrões

éticos, exame profissional e educação continuada. Não há correspondência direta dessa estrutura de profissionalização individual no regime brasileiro do assessor de investimento.

Custodial or depository service provider

a) Definição normativa

A atividade de custódia corresponde ao serviço de “*custodial or depository*”, definida na seção 766E do *Corporations Act*, como o serviço por meio do qual um produto financeiro, ou um direito inerente à titularidade de um produto financeiro, “é mantido pelo prestador em regime fiduciário ou em nome do cliente”.⁵⁵ A ASIC detalha as expectativas regulatórias no *Regulatory Guide 133 (Funds management and custodial services: Holding assets)*. Funciona como equivalente da custódia brasileira (Resolução CVM nº 32/2021).

b) Escopo funcional

Em linhas gerais, o escopo abrange a guarda e manutenção dos ativos por conta de clientes. De acordo com os esclarecimentos providos pelo *Regulatory Guide 133*, outros serviços estão vinculados à própria manutenção desses ativos e, portanto, integram os serviços de custódia: (a) Exercício de direitos como titular, o que envolve o exercício dos direitos e obrigações associados aos ativos mantidos em custódia; (b) recuperação de tributos; (c) reconciliação de informações com registros mantidos por terceiros; e (d) manutenção de registros e elaboração de relatórios de posições.

Outros serviços que podem ser fornecidos por prestadores licenciados de serviços de custódia na Austrália, incluem a contabilidade de fundos, a precificação de cotas, o monitoramento e elaboração de

⁵⁵Corporations Act 2001 (Cth), Section 766E(1): “For the purposes of this Chapter, a person (the provider) provides a custodial or depository service to another person (the client) if, under an arrangement between the provider and the client, or between the provider and another person with whom the client has an arrangement, (whether or not there are also other parties to any such arrangement), a financial product, or a beneficial interest in a financial product, is held by the provider in trust for, or on behalf of, the client or another person nominated by the client”.

relatórios de conformidade (compliance), manutenção e operação de um produto básico de depósito e mensuração e monitoramento de desempenho.

O responsável pela custódia deve atender padrões mínimos de capital, de governança, de segregação operacional, de controles de risco e de independência funcional.

c) Sistema de habilitação

O exercício da atividade exige a obtenção de licença AFS, com autorização específica para prestar serviços de “*custodial or depository*” (s. 766E). Além disso, exigem-se certos requisitos formais para o exercício da atividade, como a exigência de *Net Tangible Assets* mínimo de AUD 10 milhões, estrutura de governança detalhada conforme RG 133 e alocação de responsabilidade para Managers com competência específica.

d) Análise comparativa e notas críticas

Na Austrália, a atividade de “*custodial or depository service provider*” possui um escopo significativamente mais amplo do que o serviço de custódia no Brasil. O modelo australiano permite que o custodiante detenha a titularidade jurídica (*legal title*) dos ativos em nome do cliente, que permanece como titular econômico ou beneficiário (*beneficial owner*). Nesse contexto, a custódia não se limita à guarda e liquidação de ativos, abrangendo também funções como administração operacional, reconciliação de posições, exercício de direitos econômicos e societários, compliance, reporte e integração com estruturas de gestão de investimentos, como *managed investment schemes* e plataformas de investimento. A regulação australiana, conduzida pela ASIC, adota abordagem predominantemente principiológica, baseada em gestão de riscos, governança e controles operacionais.

O sistema brasileiro também separa de forma mais clara as funções de custódia, depósito centralizado, escrituração e administração fiduciária, cada uma sujeita a disciplina regulatória específica da CVM.

AFSL holder dealing in financial product

a) Definição normativa

A seção 766C da *Corporations Act* australiana define a atividade financeira de “*dealing in financial product*” como envolvendo a prática dos seguintes atos: (a) solicitar ou adquirir um produto financeiro; (b) emitir um produto financeiro; (c) realizar a subscrição (*underwriting*) de valores mobiliários ou participações; (d) modificar um produto financeiro; ou (e) alienar ou vender um produto financeiro. Organizar ou intermediar para que uma pessoa pratique qualquer das condutas acima referidas também constitui “*dealing*” de um produto financeiro, salvo quando as ações em questão configurarem prestação de aconselhamento sobre produtos financeiros. A atividade de “*making a market in a financial product*” é tratada autonomamente na seção 766D.

b) Escopo funcional

O escopo da função de “*dealing*” abrange execução e intermediação de ordens, distribuição primária, *market making* (em conjunto com s. 766D) e atividades correlatas. Trata-se de análogo funcional da atividade de intermediação e distribuição prevista na Resolução CVM nº 35/2021.

O regime de *Design and Distribution Obligations* (DDO), Part 7.8A da *Corporations Act*, em vigor desde 5 de outubro de 2021, impõe ao emissor e ao distribuidor a obrigação de definir *Target Market Determination* (TMD) e operar dentro dela, com monitoramento contínuo e reporte à ASIC.⁵⁶

c) Sistema de habilitação

O exercício da atividade exige a obtenção de licença AFSL, conferindo autorização para o “*dealing*” em uma ou mais classes de produtos financeiros. A operação de *market making* requer autorização específica adicional (s. 766D).

⁵⁶Treasury Laws Amendment (Design and Distribution Obligations and Product Intervention Powers) Act 2019; Corporations Act 2001, Part 7.8A. Em vigor desde 5 de outubro de 2021. Cf. ASIC, *Regulatory Guide 274 — Product design and distribution obligations*.

Quando a recomendação de investimento é emitida de maneira integrada com a distribuição, aplica-se o regime regulatório de Relevant Provider, exigindo-se o registro como *Financial Advisers* e o cumprimento integral dos padrões profissionais.

d) Análise comparativa e notas críticas

O regime regulatório australiano apresenta certas particularidades em relação ao tratamento da atividade de intermediação/distribuição de produtos financeiros. Em primeiro lugar, assim como no benchmark do Reino Unido, emprega-se uma noção abrangente de “*dealing*” abarcando uma gama de atividades ínsitas à intermediação de valores mobiliários. Novamente, a definição normativa incorpora a noção de “*arranging for*”, o que acrescenta certa medida de imprecisão quanto ao que configura de fato a intermediação de valores mobiliários. A norma prevê, contudo, um tratamento específico para a atividade de “*making a market*” na seção 766D, que separa estruturalmente a função de *market making* da função de *dealing*.

O arcabouço regulatório local prevê a cumulação com o regime de *Relevant Provider* quando a distribuição é acompanhada de recomendação personalizada, hipótese em que se aplicam adicionalmente o dever de melhor interesse do cliente (s. 961B) e proibição de receber remuneração conflitada (s. 963A).

Por fim, destaca-se a implementação do regime de *Design and Distribution Obligations*, com obrigações concretas de definição do mercado-alvo e de interlocução entre emissores e distribuidores, em arranjo de *governança do produto* estruturalmente mais detalhado e robusto do que o equivalente em outras jurisdições do benchmark.

4. BIBLIOGRAFIA

AKERLOF, George A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.

ALLEN, Franklin; SANTOMERO, Anthony. The theory of financial intermediation. *Journal of Banking & Finance*, v. 21, n. 11-12, p. 1461-1485, 1997.

CENTRAL BANK OF IRELAND. *Regulatory requirements and guidance for MiFID firms*. Disponível em: <https://www.centralbank.ie/regulation/industry-market-sectors/investment-firms/mifid-firms/regulatory-requirements-and-guidance>. Acesso em: 6 jun. 2026.

COASE, Ronald H. The nature of the firm. *Economica*, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

COFFEE, John C. Gatekeeper failure and reform: the challenge of fashioning relevant reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, p. 301-364, 2004.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Agenda Regulatória 2026*. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/normas/agenda-regulatoria-cvm>. Acesso em: 6 jun. 2026.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA). *ESMA’s technical advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*. Paris: ESMA, 2014.

GADINIS, Stavros; MANGELS, Colby. Collaborative gatekeepers. *Washington and Lee Law Review*, v. 73, n. 2, p. 797-914, 2016.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KIM, Sung Hui. Gatekeepers inside out. *Georgetown Journal of Legal Ethics*, v. 21, p. 411-481, 2008.

KRAAKMAN, Reinier H. Gatekeepers: the anatomy of a third-party enforcement strategy. *Journal of Law, Economics, and Organization*, v. 2, n. 1, p. 53-104, 1986.

LABY, Arthur. Fiduciary obligations of broker-dealers and investment advisers. *Villanova Law Review*, v. 55, p. 701-742, 2010.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). *Commission interpretation regarding standard of conduct for investment advisers*. Release No. IA-5248, 6 jun. 2019.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). *Regulation Best Interest: the broker-dealer standard of conduct*. Release No. 34-86031, 5 jun. 2019.

TUCH, Andrew F. Multiple gatekeepers. *Virginia Law Review*, v. 96, n. 7, p. 1583-1672, 2010.

WILLIAMSON, Oliver E. *The economic institutions of capitalism*. New York: Free Press, 1985.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). *Estatísticas de Gestores de Patrimônio*. Disponível em: <https://data.anbima.com.br/publicacoes/estatisticas-de-gestores-de-patrimonio>. Acesso em: 6 jun. 2026.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). *Renda fixa, FIPs e FIDCs puxam a captação e indústria de fundos encerra 2025 no azul*. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/renda-fixa-fips-e-fidcs-puxam-a-captacao-e-industria-de-fundos-encerra-2025-no-azul.htm. Acesso em: 6 jun. 2026.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). *BIS Working Papers*. Basel: BIS, 2024-2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022*. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os fundos, e dá outras providências. Rio de Janeiro: CVM, 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Twin Peaks*. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/twin-peaks_2026-01_asa.pdf. Acesso em: 5 jun. 2026.

GROUP OF THIRTY. *The structure of financial supervision: approaches and challenges in a global marketplace*. Washington, DC: Group of Thirty, 2008.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). *Neo-brokers Report*. Madrid: IOSCO, 2025.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Madrid: IOSCO, 2017.

LELAND, Hayne. Quacks, lemons, and licensing: a theory of minimum quality standards. *Journal of Political Economy*, v. 87, n. 6, p. 1328-1346, 1979.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). *Regras e Procedimentos do Código de Ofertas Públicas*. São Paulo: ANBIMA, 2025. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/codigos/ofertas-publicas/ofertas-publicas.htm. Acesso em: 5 jun. 2026.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). *Relatório FInfluence — quem fala de investimentos nas redes sociais*. 8. ed. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/1E/A2/34/10/BEA379105C67A379EA2BA2A8/Relatorio-FInfluence-8ed.pdf>. Acesso em: 5 jun. 2026.

ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS (API-MEC). *Analistas de valores mobiliários: pessoa natural*. Disponível em: <https://www.apimecbrasil.com.br/autorregulacao/analistas-de-valores-mobiliarios-pessoa-natural/>. Acesso em: 5 jun. 2026.

ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS (API-MEC). *Ofício nº 002/2025/SSA/API MEC Brasil, de 5 de março de 2025*. Disponível em: <https://www.apimecbrasil.com.br/noticia/oficio-no-002-2025-ssa-apimecbrasil/>. Acesso em: 5 jun. 2026.

ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS (API-MEC). *Sobre o CNPI*. Disponível em: <https://www.apimecbrasil.com.br/certificacao/sobre-o-cnpi>. Acesso em: 6 jun. 2026.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS CORRETORAS E DISTRIBUIDORAS DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS, CÂMBIO E MERCADORIAS (ANCORD). *Relatório Anual 2025*. São Paulo: ANCORD, 2026. Disponível em:

https://www.ancord.org.br/wp-content/uploads/2026/03/RelatorioAnual_ANCORD2025.pdf. Acesso em: 5 jun. 2026.

AUSTRALIA. *Australian Prudential Regulation Authority Act 1998*. Canberra: Federal Register of Legislation, 1998.

AUSTRALIA. *Australian Securities and Investments Commission Act 2001*. Canberra: Federal Register of Legislation, 2001.

AUSTRALIA. *Corporations Act 2001 (Cth)*. Canberra: Federal Register of Legislation, 2001. Disponível em: <https://www.legislation.gov.au/Series/C2004A00818>. Acesso em: 5 jun. 2026.

AUSTRALIA. *Financial Sector Reform (Hayne Royal Commission Response — Better Advice) Act 2021*. Canberra: Federal Register of Legislation, 2021.

AUSTRALIA. *Treasury Laws Amendment (Design and Distribution Obligations and Product Intervention Powers) Act 2019*. Canberra: Federal Register of Legislation, 2019.

AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION (ASIC). *About ASIC*. Disponível em: <https://asic.gov.au/about-asic/>. Acesso em: 6 jun. 2026.

AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION (ASIC). *Information Sheet 273: Financial Services and Credit Panel*. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/financial-services/financial-services-and-credit-panel/>. Acesso em: 6 jun. 2026.

AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION (ASIC). *Regulatory Guide 79: Research report providers: Improving the quality of investment research*. Sydney: ASIC, 10 dez. 2012.

AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION (ASIC). *Regulatory Guide 105: AFS licensing: Organisational competence*. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/>. Acesso em: 5 jun. 2026.

AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION (ASIC). *Regulatory Guide 133: Funds management and custodial services: Holding assets*. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/>. Acesso em: 6 jun. 2026.

AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION (ASIC). *Regulatory Guide 166: AFS licensing: Financial requirements*. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/>. Acesso em: 6 jun. 2026.

AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION (ASIC). *Regulatory Guide 264: Sell-side research*. Sydney: ASIC, 21 dez. 2017.

AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION (ASIC). *Regulatory Guide 274: Product design and distribution obligations*. Sydney: ASIC, 10 set. 2024.

B3. *A descoberta da bolsa pelo investidor brasileiro: quem são e como se comportam as mais de 2 milhões de pessoas que aplicaram parte de seus recursos em bolsa no último ano*. São Paulo: B3, 2023. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/DE/47/57/09/B3866710D32004679C094EA8/Pesquisa%20PF_Apresentacao_final_11_12_20_.pdf. Acesso em: 6 jun. 2026.

B3. *Securities Portability – RCVN 210*. Disponível em: <https://clientes.b3.com.br/en/w/securities-portability-rcvn-210>. Acesso em: 6 jun. 2026.

B3. *Tarifas de serviços de custódia*. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/tarifas/servicos-da-central-depositaria/tarifas-de-servicos-de-custodia/. Acesso em: 5 jun. 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Aberto – Open Capital Market*. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/aberto-open-capital-market>. Acesso em: 6 jun. 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). *Influenciadores digitais e o mercado de capitais brasileiro: uma análise do custo-benefício da edição de regimento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários*. Rio de Janeiro: CVM, abr. 2023. Disponível em:

<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influencias.pdf>. Acesso em: 6 jun. 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Audiências Públicas SDM*. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016. Acesso em: 4 jun. 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Consulta Pública SDM 02/2023: transferência de custódia de valores mobiliários*. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2023/sdm0223.html. Acesso em: 5 jun. 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *CVM edita marco regulatório para atividade de assessor de investimento*. 14 fev. 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2023/cvm-edita-marco-regulatorio-para-atividade-de-assessor-de-investimento>. Acesso em: 5 jun. 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *CVM edita regras para portabilidade de investimentos do mercado de capitais*. 26 ago. 2024. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2024/cvm-edita-regras-para-portabilidade-de-investimentos-do-mercado-de-capitais>. Acesso em: 5 jun. 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Dados Abertos: Cadastro Geral*. Disponível em: <https://sistemas.cvm.gov.br/?CadGeral>. Acesso em: 5 jun. 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Instrução CVM nº 388, de 28 de abril de 2003*. Rio de Janeiro: CVM, 2003.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010*. Rio de Janeiro: CVM, 2010.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Instrução CVM nº 538, de 23 de outubro de 2013*. Rio de Janeiro: CVM, 2013.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Instrução CVM nº 598, de 3 de maio de 2018*. Rio de Janeiro: CVM, 2018.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Ofício Interno nº 23/2023/CVM/SMI/GME*. Rio de Janeiro: CVM, 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI). *Ofício-Circular nº 2/2024/CVM/SMI, de 25 de abril de 2024*. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0224.html>. Acesso em: 3 jun. 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais (SIN). *Ofício-Circular nº 5/2015/CVM/SIN*. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-0515.html>. Acesso em: 3 jun. 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais (SIN). *Ofício-Circular nº 2/2025/CVM/SIN, de 23 de janeiro de 2025*. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sin/anexos/oc-sin-0225.pdf>. Acesso em: 5 jun. 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Relatório da Audiência Pública SDM 09/19*. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0919.html. Acesso em: 4 jun. 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Relatório da Audiência Pública SDM nº 05/2021*. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2021/sdm0521_Relatorio_.pdf. Acesso em: 4 jun. 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Resolução CVM nº 19, de 25 de fevereiro de 2021*. Rio de Janeiro: CVM, 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021*. Rio de Janeiro: CVM, 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Resolução CVM nº 21, de 25 de fevereiro de 2021*. Rio de Janeiro: CVM, 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Resolução CVM nº 178, de 14 de fevereiro de 2023*. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, p. 77, 15 fev. 2023. Disponível em: <https://con-teudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol178.html>. Acesso em: 5 jun. 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Resolução CVM nº 179, de 14 de fevereiro de 2023*. Rio de Janeiro: CVM, 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Resolução CVM nº 210, de 26 de agosto de 2024*. Rio de Janeiro: CVM, 2024.

CANADIAN INVESTMENT REGULATORY ORGANIZATION (CIRO). *CIRO Rules*. Disponível em: <https://www.ciro.ca/rules-and-enforcement/ciro-rules>. Acesso em: 5 jun. 2026.

CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS (CSA). *About the CSA*. Disponível em: <https://www.securities-administrators.ca/about-the-csa/>. Acesso em: 2 jun. 2026.

CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS (CSA). *Multilateral Notice of Amendments to NI 31-103 and Companion Policy 31-103CP: Reforms to Enhance the Client-Registrant Relationship (Client Focused Reforms)*. Toronto: CSA, out. 2019.

CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS (CSA). *National Instrument 31-103: Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations*. Disponível em: <https://www.osc.ca/en/securities-law/instruments-rules-policies/3/31-103>. Acesso em: 2 jun. 2026.

CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS (CSA). *National Instrument 81-102: Investment Funds*. Toronto: CSA, 2026. Disponível em: <https://www.osc.ca/en/securities-law/instruments-rules-policies/8/81-102>. Acesso em: 1 jun. 2026.

CONGRESSIONAL RESEARCH SERVICE (CRS). *Who Regulates Whom? An Overview of the U.S. Financial Regulatory Framework*. Report R44918 – 118th Congress. Washington, DC: Library of Congress, 13 out. 2023. Disponível em: <https://www.congress.gov/crs-product/R44918>. Acesso em: 1 jun. 2026.

EUROPEAN UNION. *Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments (MiFID II)*. Official Journal of the European Union, 2014.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA). *Authorisation: applying for permission*. Disponível em: <https://www.fca.org.uk/firms/authorisation>. Acesso em: 1 jun. 2026.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA). *FCA Handbook*. Disponível em: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/>. Acesso em: 5 jun. 2026.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA). *Perimeter Report*. Disponível em: <https://www.fca.org.uk/publications/corporate-documents/perimeter-report>. Acesso em: 5 jun. 2026.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA). *Policy Statement PS11/1: Distribution of Retail Investments*. London: FCA, jan. 2011.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA). *Policy Statement PS22/11: Improvements to the Appointed Representatives Regime*. London: FCA, ago. 2022. Disponível em: <https://www.fca.org.uk/publications/policy-statements/ps22-11-improvements-appointed-representatives-regime>. Acesso em: 5 jun. 2026.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA). *Policy Statement PS24/9: Payment Optionality for Investment Research*. London: FCA, 25 jul. 2024. Disponível em: <https://www.fca.org.uk/publications/policy-statements/ps24-9-payment-optionality-investment-research>. Acesso em: 4 jun. 2026.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA). *Retail Distribution Review*. London: FCA, 2012.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA). *Senior Managers and Certification Regime (SM&CR)*. Disponível em: <https://www.fca.org.uk/firms/senior-managers-certification-regime>. Acesso em: 5 jun. 2026.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA). *About FINRA*. Disponível em: <https://www.finra.org/about>. Acesso em: 4 jun. 2026.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA). *FINRA Rules*. Disponível em: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules>. Acesso em: 5 jun. 2026.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA). *How We Operate*. Disponível em: <https://www.finra.org/about/how-we-operate>. Acesso em: 5 jun. 2026.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA). *Series 7: General Securities Representative Exam*. Disponível em: <https://www.finra.org/registration-exams-ce/qualification-exams/series7>. Acesso em: 5 jun. 2026.

PALMITER, Alan. *Securities Regulation*. 7. ed. New York: Wolters Kluwer, 2017.

PINHEIRO, Pedro A. C.; CARMAGNANI, Julia L. O conflito de interesses dos cotistas nos fundos de investimento: evolução da regulação e apontamentos sobre a atual disciplina. In: COPOLA, Marina; HERMETO, Lucas (orgs.). *Fundos de Investimento: a Resolução CVM 175 e outros temas*. São Paulo: Quartier Latin, 2025. v. 1, p. 583-617.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). *Custody of Funds or Securities of Clients by Investment Advisers*. Release No. IA-2968, dez. 2009.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). *Form ADV: Instructions for Part 1A*. Washington, DC: SEC, 2026. Disponível em: <https://www.sec.gov/about/forms/formadv-part1a.pdf>. Acesso em: 4 jun. 2026.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). *Regulation Analyst Certification*. Release No. 33-8193, fev. 2003.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). *Regulation of Investment Advisers by the U.S. Securities and Exchange Commission (Plaze Outline)*. Disponível em: https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_investman/rplaze-042012.pdf. Acesso em: 1 jun. 2026.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). *Staff Bulletin: Standards of Conduct for Broker-Dealers and Investment Advisers — Account Recommendations for Retail Investors*. Washington, DC: SEC, mar. 2022. Disponível em: <https://www.sec.gov/about/divisions-offices/division-trading-markets/broker-dealers/staff-bulletin-standards-conduct-broker-dealers-investment-advisers-account-recommendations-retail>. Acesso em: 1 jun. 2026.

TIBURCIO, Antonio Augusto; HERMETO, Lucas; LATINI, Luíza. Responsabilidade do gestor de fundos de investimento em participações (FIPs): alguns parâmetros. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas

(orgs.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019. v. 4.

TIBURCIO, Antonio Augusto; HERMETO, Lucas; MAFRA, Ricardo. A responsabilidade de gestores em fundos de investimento de “gestão não discricionária”. In: HANSZMANN, Felipe (org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. 5.

UNITED KINGDOM. *Alternative Investment Fund Managers Regulations 2013 (SI 2013/1773)*. London: The National Archives, 2013. Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/ukxi/2013/1773/contents>. Acesso em: 2 jun. 2026.

UNITED KINGDOM. *Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA)*. London: The National Archives, 2000. Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents>. Acesso em: 2 jun. 2026.

UNITED KINGDOM. *Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) (Amendment) Order 2017 (SI 2017/488)*. London: The National Archives, 2017. Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/ukxi/2017/488/contents>. Acesso em: 2 jun. 2026.

UNITED KINGDOM. *Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001 (SI 2001/544)*. London: The National Archives, 2001. Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/ukxi/2001/544/contents>. Acesso em: 5 jun. 2026.

UNITED KINGDOM. *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Regulations 2011 (SI 2011/1613)*. London: The National Archives, 2011. Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/ukxi/2011/1613/contents>. Acesso em: 5 jun. 2026.

UNITED STATES OF AMERICA. *Investment Advisers Act of 1940*. Washington, DC: U.S. Government Publishing Office, 1940.

UNITED STATES OF AMERICA. *Investment Company Act of 1940*. Washington, DC: U.S. Government Publishing Office, 1940.

UNITED STATES OF AMERICA. *Securities Exchange Act of 1934*. Washington, DC: U.S. Government Publishing Office, 1934.

5. ANEXOS

5.1. Tabela – Cadeia de Distribuição nos EUA

Participante	Escopo funcional	Figura equivalente no modelo brasileiro	Normas	Sistema de habilitação
Investment Adviser (e Investment Adviser Representative)	Prestação de aconselhamento de investimentos mediante remuneração, gestão discricionária de carteiras, planejamento financeiro e administração de ativos de clientes, sujeitos a dever fiduciário.	Administrador de carteiras / Gestor/ Consultor	Investment Advisers Act of 1940 (15 U.S.C. § 80b); Section 202(a)(11) (definição); Section 203 (registro); Regras estaduais (<i>state securities laws</i>)	Sociedade: Form ADV (Parts 1A, 2A, 2B) no IARD Pessoa Natural: Form U4 no CRD; Series 65 ou Series 7+66
Research Analyst	Elaboração e divulgação de análises, relatórios e recomendações sobre valores mobiliários, emissores e produtos financeiros destinados a investidores ou intermediários financeiros.	Analista de valores mobiliários	Regulation Analyst Certification - Reg AC (17 C.F.R. §§ 242.500-505); FINRA Rule 2241; Securities Exchange Act of 1934;	Registro normalmente vinculado a broker-dealer membro da FINRA. Form U4 no CRD; SIE + Series 86 + Series 87
Registered Representative (RR)	Preposto de um broker-dealer autorizada a prospectar clientes, recomendar produtos, receber ordens e executar atividades de distribuição	Assessor de investimentos	Securities Exchange Act of 1934, Section 15A; FINRA Rule 1210 e 1220	Registro individual por meio do Form U4, vinculado a broker-dealer membro da FINRA, com aprovação

	e corretagem de valores mobiliários.			em exames profissionais (ex.: Series 7, SIE). Form U4 no CRD; SIE + Series 7 (ou 6) + Series 63/66
Broker-dealer	Intermediação de operações com valores mobiliários, execução de ordens, distribuição de ofertas, market making, underwriting e atividades de corretagem e negociação por conta própria ou de clientes.	Corretora /distribuidora	Securities Exchange Act of 1934, Section 3(a)(4) (broker), 3(a)(5) (dealer), 15(a) (registro)	Registro perante a SEC pelo Form BD e filiação obrigatória à FINRA
Qualified Custodian	Instituição autorizada a manter custódia de ativos e recursos de clientes de investment advisers, incluindo guarda, liquidação, segregação patrimonial e manutenção de contas custodiais.	Custodiante / depositário central	Investment Advisers Act of 1940 (Custody Rule – Rule 206(4)-2);	Não existe licença única específica. A função pode ser exercida por bancos, broker-dealers, futures commission merchants e determinadas instituições financeiras qualificadas autorizadas pela regulação aplicável.

5.2. Tabela – Cadeia de Distribuição no Reino Unido

Participante	Escopo Funcional	Figura Equivalente no Modelo Brasileiro	Normas	Sistema de habilitação
Managing Investments	Gestão discricionária de investimentos de terceiros, com: (i) discricionari- idade em relação ao portfólio de ativos sob gestão; (ii) patrimônio administrado pertencente a terceiros; e (iii) os ativos administrados são valores mobiliários, depósitos estruturados ou <i>contractually based investments</i> .	Administrador de Carteiras de Valores Mobiliários	Art. 37, RAO.	Obtenção do Part 4A permission da FCA + Atendimento aos requisitos Senior managers & Certification Regime (SM&CR).
Advising on Investments	Aconselhamento personalizado sobre <i>designated investments</i> , excluindo-se recomendações gerais e inespecíficas sobre valores mobiliários.	Consultoria de Investimentos.	Arts. 53 (1) e 53 (2), RAO.	Autorização Part 4A permission + <i>statement of Professional Standing</i> (SPS) renovado anualmente, emitido por <i>entidade credenciadora</i> reconhecida pela FCA.

Investment Research	Produção e disseminação de análises ou outras informações contendo recomendações ou sugestões de estratégias de investimento acerca de um instrumento financeiro ou de emissores.	Análise de Valores Mobiliários.	COBS 12	Autorização Part 4A permission da firma autorizada. Indivíduos com funções relevantes enquadram-se em SM&CR.
Appointed Representative	Atua no âmbito das permissões regulatórias do seu <i>principal</i> , desempenhando atividades reguladas previstas contratualmente. O principal, entidade autorizada pela FCA, permanece responsável pelos atos e omissões do AR dentro do perímetro contratado, nos termos do SUP 12.	Assessor de Investimentos.		Não há autorização autônoma requerida pela FCA no âmbito da <i>Part 4A permission</i> . O principal celebra acordo escrito, registra a relação no <i>FCA Connect</i> e responde pela supervisão.
Safeguarding and administering investments / Depositary	<i>Safeguarding</i> abrange a guarda e administração de valores mobiliários ou <i>contractually based</i>	Atividade de Custódia.	Art. 40 RAO / FUND 3.11 (AIFs) e FUND 4.5 (UCITS).	Autorização Part 4A permissions. A firma que atuar como Depositary precisa possuir a permissão adicional FUND 3.11 ou FUND 4.5.

	<i>investments</i> em nome de clientes, sob o regime do CASS, excluídos os criptoativos. Já o <i>depository</i> exerce função mais ampla e fiduciária em fundos.			
Dealing and arranging deals in investments	Comprar, vender, subcrever e atuar como <i>underwriter</i> de valores mobiliários. O art. 14 trata do <i>dealing as principal</i> . O art. 21 regula o <i>dealing as agent</i> . Já o art. 25 disciplina o amplo conceito de <i>arranging deals</i> .	Plexo de atividades envolvidas na intermediação e distribuição de Valores Mobiliários no Brasil.	Artigos 14, 21 e 25, RAO.	Exigência de autorização Part 4A permission. Para atividades de trading venues, os requisitos de admissibilidade prescritos nos próprios regulamentos de cada ambiente de negociação devem ser atendidos.

5.3. Tabela – Cadeia de Distribuição no Canadá

Participante	Escopo Funcional	Figura Equivalente no Modelo Brasileiro	Normas	Sistema de habilitação
Portfolio Manager/Advising Representative	Abrange decisões discricionárias de compra, venda e alocação de ativos em carteiras de clientes, bem como o aconselhamento de investimentos fornecido dentro do mesmo perímetro delimitado pela autorização.	Administrador de Carteiras e Consultoria de Valores Mobiliários.	NI 31-103	A NI 31 – 103 estipula requisitos de obtenção de autorizações específica (<i>chateurs</i>) e de experiência mínima. As firmas são registradas no NRD e indivíduos protocolam o Form 33 – 109 F4 no NRD.
Investment Fund Manager	Abrange direção do negócio, das operações e dos assuntos do fundo, incluindo escolha de gestor de portfólio, supervisão dos prestadores de serviços, governança da estrutura do fundo, fiscalização de compliance e relação com investidores.	Administrador Fiduciário.	Art. 7.3 da NI 31 - 103.	A firma deve ser registrada como IFM sob NI 31 – 103, art. 7.3, no NRD.
Research Analyst	Research reports sobre valores mobiliários ou emissores, com regras de <i>disclosure</i> , segregação em relação a investment banking e gerenciamento de conflitos. A figura do	Analista de Valores Mobiliários	CIRO Rule 3600 – Research Standards.	Os analistas individuais devem registrar-se como <i>Approved Persons</i> da CIRO, com aprovação no <i>Conduct and Practices Handbook Course</i> (CPH). A designação de <i>Supervisory Analyst</i> , quando aplicável, depende de

	<i>Supervisory Analyst</i> é prevista para revisão prévia de relatórios. A CIRO Rule 3600 impõe firewall entre re-search e corporate finance.			aprovação adicional. O patrocínio por dealer member da CIRO é condição para o registro.
Dealing Representative	Atua como preposto de firma registrada no Canadá, intermediando a relação comercial com clientes em atividades de distribuição e negociação de valores mobiliários. Suas funções incluem recomendação de investimentos, abertura de contas, recepção e transmissão de ordens, venda de produtos financeiros e atendimento ao investidor.	Assessor de Investimentos.	Artigo 2.1 da NI 31-103.	O DR registra-se por meio de Form 33-109F4 no NRD, com aprovação prévia da firma a que está vinculado.
Custodian	Custódia, segregação e manutenção de registros que evidenciem a titularidade beneficiária dos <i>portfolio assets</i> do fundo. A NI 81-102, art. 6.1, exige que os ativos do fundo sejam mantidos sob a custódia de um único custodiante que satisfaça os requisitos do art. 6.2 - em geral, <i>Schedule I, II ou III banks, trust companies</i> autorizadas ou certas afiliadas qualificadas. A subcustódia é admitida,	Custodiante.	Arts. 6.1 a 6.7, NI 81-102; Art. 14.5.2, NI 31-103.	Não há formulário registral autônomo de custodiante. Bancos charterizados pelo Bank Act federal e trust companies autorizadas podem atuar como custodiantes desde que atendam aos requisitos do art. 6.2. A NI 81-102 também impõe deveres operacionais sobre a custódia dos ativos do fundo.

	inclusive para ativos mantidos fora do Canadá, desde que observados os requisitos dos arts. 6.1(3), 6.3 e 6.4.			
Dealer	A intermediação é desempenhada por categorias de dealer definidas na NI 31-103, Parte 2: Investment Dealer (escopo amplo, sob CIRO Investment Dealer Rules); Mutual Fund Dealer (fundos mútuos, sob CIRO Mutual Fund Dealer Rules); Scholarship Plan Dealer (planos de bolsas de estudo); e Exempt Market Dealer (mercado isento).	Intermediação e Distribuição.	NI 31-103, Parte 2.	As firmas registram-se sob NI 31-103, Parte 2, no NRD e, conforme a categoria, devem obter admissão como CIRO <i>member</i> . DRs registram-se via Form 33-109F4.

5.4. Tabela – Cadeia de Distribuição na Austrália

Participante	Escopo Funcional	Figura Equivalente no Modelo Brasileiro	Normas	Sistema de habilitação
Relevant Provider	Está sujeito aos deveres do <i>Future of Financial Advice</i> (FOFA). A função pode ser exercida tanto por pessoa natural com AFSL própria como por pessoa natural na qualidade de <i>Authorised Representative</i> de AFSL holder.	Consutoria de Valores Mobiliários.	<i>Corporations Act</i> , Part 7.6, Division 8A.	A firma obtém AFSL com autorização para personal advice. Os Relevant Providers devem (i) ser inscritos no <i>Financial Advisers Register</i> ; (ii) ter bacharel ou equivalente em campo aprovado; (iii) aprovar o <i>Financial Adviser Exam</i> ; (iv) cumprir <i>Professional Year</i> supervisionado; e (v) manter 40 horas anuais de CPD.
Responsible Entity	Opera esquemas de investimento coletivo e assume deveres fiduciários perante os investidores, incluindo atuação honesta, diligente e no melhor interesse dos membros do <i>scheme</i> . Embora possa delegar funções	Funções distribuídas entre diferentes agentes regulados, principalmente o administrador fiduciário, o gestor de recursos, o custodiante e o distribuidor.	<i>Corporations Act</i> 2001, Capítulo 5C.	A habilitação da <i>Responsible Entity</i> exige AFSL com autorização para operar <i>registered schemes</i> , além do cumprimento de requisitos prudenciais e organizacionais, como capital adequado, gestão de risco, estrutura de <i>compliance</i> e indicação de <i>Responsible Managers</i> . Quando não houver independência suficiente no conselho, pode ser exigido <i>Compliance Committee</i> , nos termos do art. 601JA do <i>Corporations Act</i> 2001.

	operacionais e a custódia <i>stricto sensu</i> a provedor independente, permanece responsável perante os investidores e a ASIC pelo funcionamento regular do veículo.			
Research Provider	A atividade envolve a elaboração e divulgação de relatórios de análise sobre produtos financeiros ou emissores, em lógica semelhante à RCVM 20/2021. Segundo o RG 79, <i>research report</i> é uma forma de <i>general advice</i> , escrita, que contém opinião ou recomendação sobre produto de investimento identificado ou identificável e se destina à ampla distribuição a clientes na Austrália. Seus provedores são	Analista de Valores Mobiliários	Chapter 7, Corporations Act.	A atividade de <i>research</i> é exercida sob a AFSL da firma responsável, sem exigência de autorização específica para essa atividade ou de registro individual dos analistas perante a ASIC. Contudo, caso o <i>research</i> seja distribuído a investidores de varejo como <i>personal advice</i> , passam a incidir as regras aplicáveis aos <i>Relevant Providers</i> .

	tratados como <i>gatekeepers</i> , dada a relevância da integridade das análises para o mercado.			
Authorised Representative	O <i>Authorised Representative</i> atua sem autorização própria da ASIC, nos limites da AFSL do licenciado e do instrumento de nomeação. Seu escopo pode incluir distribuição, aconselhamento, intermediação ou custódia. Para prestar <i>personal advice</i> ao varejo, deve ser <i>Relevant Provider</i> registrado.	Assessor de Investimentos	Seção 916A. Corporations Act	O <i>Authorised Representative</i> é registrado no <i>AR Register</i> da ASIC pelo titular da AFSL, sem autorização autônoma do regulador. Sua atuação decorre da autorização contratual concedida pelo licenciado. Quando pessoa natural prestar <i>personal advice</i> , deve também estar inscrito no <i>Financial Advisers Register</i> como <i>Relevant Provider</i> .
Custodial ou Depository Service Provider	Guarda e manutenção de ativos de clientes, incluindo serviços acessórios como exercício de direitos, recuperação de tributos, reconciliação de registros e elaboração de relatórios de posição.	Custódia brasileira.	Seção 766E, Corporations Act.	A atividade exige licença AFSL com autorização específica para prestação de <i>custodial or depository services</i> , nos termos da s. 766E do <i>Corporations Act 2001</i> . O prestador deve cumprir requisitos prudenciais e organizacionais, incluindo <i>Net Tangible Assets</i> mínimo de AUD 10 milhões, governança conforme o RG 133 e indicação de <i>Responsible Managers</i> qualificados.

	Prestadores licenciados podem ainda oferecer serviços correlatos, como contabilidade de fundos, observados requisitos de capital, governança, segregação, controles de risco e independência funcional.			
AFSL holder dealing in financial product	Execução e intermediação de ordens, distribuição primária, <i>market making</i> e atividades correlatas. O regime de <i>Design and Distribution Obligations</i> (DDO) impõe a emissores e distribuidores o dever de definir e observar a <i>Target Market Determination</i> (TMD), com monitoramento contínuo e reporte à ASIC.	Intermediação e distribuição.	Seção 766C, Corporations Act.	A atividade exige licença AFSL autorizando o <i>dealing</i> em uma ou mais classes de produtos financeiros, sendo necessária autorização adicional específica para <i>market making</i> nos termos da s. 766D. Quando a recomendação de investimento estiver integrada à distribuição, aplica-se o regime de <i>Relevant Provider</i> , com registro como <i>Financial Adviser</i> e observância dos padrões profissionais aplicáveis.