

OF. DIR. 019/2019

São Paulo, 30 de agosto de 2019.

**Ao senhor**  
**Marcelo Barbosa**  
**Presidente**  
**Comissão de Valores Mobiliários (CVM)**

**Ao senhor**  
**Antonio Carlos Berwanger**  
**Superintendente de Desenvolvimento de Mercado (SDM)**  
**Comissão de Valores Mobiliários (CVM)**

**Assunto:** Edital de Audiência Pública SDM 03/19 – manifestações sobre as opções regulatórias relacionadas à modernização da norma que dispõe sobre os agentes autônomos de investimento e ao aprimoramento da atividade de distribuição

Prezados senhores,

Gostaríamos, primeiramente, de parabenizar a CVM pela iniciativa que visa modernizar a atividade de AAI (agentes autônomos de investimento), bem como aprimorar a atividade de distribuição de valores mobiliários.

A ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais), na qualidade de representante das instituições que atuam nesses mercados, agradece a oportunidade de contribuir para essa consulta. Além de constituir uma das atividades que a Associação representa, promovendo também a autorregulação, a distribuição é um dos temas em destaque no nosso plano de ação em 2019.

Desde o início do ano, as principais mudanças e tendências refletidas nessa atividade têm sido objeto de discussão nos fóruns especializados da Associação. A esse respeito, é possível notar uma série de fatores, no Brasil e em outras jurisdições, que vem afetando a área de distribuição mais recentemente, com destaque para:

- (i) As questões geracionais, tanto pela transformação da estrutura etária dos clientes demandando produtos que propiciem um planejamento apropriado dos respectivos ciclos de vida representados, quanto por novos clientes culturalmente distintos e propensos à mudança.



- (ii) As ferramentas tecnológicas que propiciam a digitalização e automação de processos tradicionais para atividades de distribuição, bem como o avanço das plataformas que utilizam arquitetura aberta.
- (iii) O impacto cruzado dessas modificações trazendo a especialização de serviços, entre distribuição e aconselhamento, a proliferação de canais de distribuição independentes e a multiplicação de alternativas para os clientes, com consequente aumento da competição em muitos casos.

Esses movimentos são perceptíveis nas diversas jurisdições analisadas e vêm acarretando impactos que se estendem à conformação dos mercados, à composição de seus profissionais e, certamente, a seu tratamento regulatório. Também no Brasil esses fatores já são presentes, embora devam ser considerados no contexto específico do mercado local.

A Instrução CVM 497 (ICVM 497) estabeleceu, em 2011, o marco regulatório atualmente vigente para os agentes autônomos de investimento, definindo limites para sua atuação, assim como a estrutura de responsabilidades no processo de distribuição. Nesse arcabouço, a atuação dos AAls constituiu um dos alicerces para o desenvolvimento dos novos canais de distribuição, como as já mencionadas plataformas abertas. Com efeito, viabilizaram o estabelecimento de redes com alta capilaridade, para atendimento dos clientes, como uma alternativa menos custosa à constituição de estruturas físicas mais tradicionais.

Além do novo regramento para os agentes autônomos, a autarquia também revisou a delimitação das fronteiras de outras atividades nos mercados de valores mobiliários ao longo da última década. Foi o caso da administração de carteiras, da gestão, da consultoria e da análise, que ganharam linhas divisórias bem claras com a publicação das instruções CVM 558, 592 e 598, respectivamente.

Mudanças similares foram observadas em outras jurisdições, durante esse mesmo período. Dessa forma, buscamos relacionar na próxima seção os principais exemplos que podem ser retirados das experiências no exterior e utilizados como referência na discussão interna sobre os temas propostos pela CVM. Nesse sentido, apontamos a ênfase da experiência internacional na maior transparência, mantida a capacidade de assegurar flexibilidade às diversas estruturas de distribuição que trazem capilaridade e inclusão ao mercado, bem como alternativas para os investidores dentro das diferentes formas (independentes ou não) de prestação dos serviços.

Em seguida, procuramos relacionar fatores positivos e negativos da atual estrutura e elencar, quando possível, alternativas para o aprimoramento de que trata a autarquia em sua consulta, resultantes do debate na Associação sobre o tema. As perguntas específicas do edital são tratadas ao longo do texto, tendo como pano de fundo o referido debate e as referências mencionadas.



## 1. Considerações sobre as recentes mudanças na regulação internacional

Como apontado no edital, as regulações em diversas jurisdições também se modificaram em compasso com as relevantes mudanças verificadas no segmento e vêm se ajustando a esses impactos mais recentes.

Na Europa, o processo de implementação da diretiva conhecida como MiFID II<sup>1</sup> já previa consultas e avaliações regulares no cronograma da Comissão Europeia conduzidas pelo braço regulador de mercado de capitais, a Esma (Autoridade Europeia de Mercados de Valores Mobiliários). A mais recente delas<sup>2</sup> refere-se à avaliação de requisitos de transparência quanto a custos, comissões e incentivos que são requeridos às firmas de investimento, tornados mais rigorosos na segunda versão da diretiva voltada para a negociação de instrumentos financeiros. A consulta indaga sobre efetividade dos requisitos, da clareza para os clientes e da harmonização observada na região.

Já nos EUA, a recente edição da regulação que busca preservar o “melhor interesse do cliente” na relação com os agentes de distribuição – conhecida como Reg BI – também promove aperfeiçoamentos nos requisitos informacionais para atuação dos brokers dealers e seus representantes naquele país, bem como dos profissionais de aconselhamento, para a mitigação de conflitos e clareza na contratação e remuneração dos serviços prestados por esses participantes.

Deve-se notar que, em ambos os casos, a evolução das regras parece acompanhar as tendências mais diretas das mudanças acima apontadas, como o enfoque mais individualizado dos serviços de distribuição e aconselhamento (inclusive em canais como o varejo) e a multiplicação de combinações bem-sucedidas de serviços profissionais especializados em canais digitais. Tais tendências são percebidas em mercados mais predominante bancários, como na Europa, mas também nos EUA e no Reino Unido.

As medidas recentes nessas jurisdições parecem alinhar-se às tendências: a ênfase na transparência, na clareza quanto aos serviços prestados, aos custos e à formação de preços, e na disseminação de padrões informacionais simples e comparáveis preserva a multiplicação de canais, o tratamento individualizado, o acesso de novos investidores e a especialização dos profissionais, ao mesmo tempo que mitiga conflitos e vendas inadequadas, fortalecendo regras de conduta previamente estabelecidas nessa direção, como o suitability e a disseminação de preços.

Nesse contexto, discutir as opções regulatórias para a modernização da norma que dispõe sobre os agentes autônomos de investimento e para o aprimoramento da atividade de distribuição de valores mobiliários de modo geral no Brasil parece não somente natural, como também oportuno. Ainda assim, como já verificado nas discussões ocorridas ao longo dos

<sup>1</sup> Diretiva 2014/65/UE. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>, com último acesso em 15/08/19.

<sup>2</sup> Disponível em:

[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/call\\_for\\_evidence\\_impact\\_of\\_the\\_inducements\\_and\\_costs\\_and\\_charges\\_disclosure\\_requirements\\_under\\_mifid\\_ii\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/call_for_evidence_impact_of_the_inducements_and_costs_and_charges_disclosure_requirements_under_mifid_ii_0.pdf), com último acesso em 16/08/19.



últimos meses na Associação, é um debate que se dá em pleno processo de expansão da atividade local. Vale destacar que, entre as instituições aderentes ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Distribuição de Produtos de Investimento (Código de Distribuição), 36% declararam possuir como seus prepostos os agentes autônomos.

As conclusões a respeito da análise das referências internacionais são apresentadas em mais detalhes no Anexo I do presente documento.

## **2. Considerações sobre o papel do AAI no mercado local**

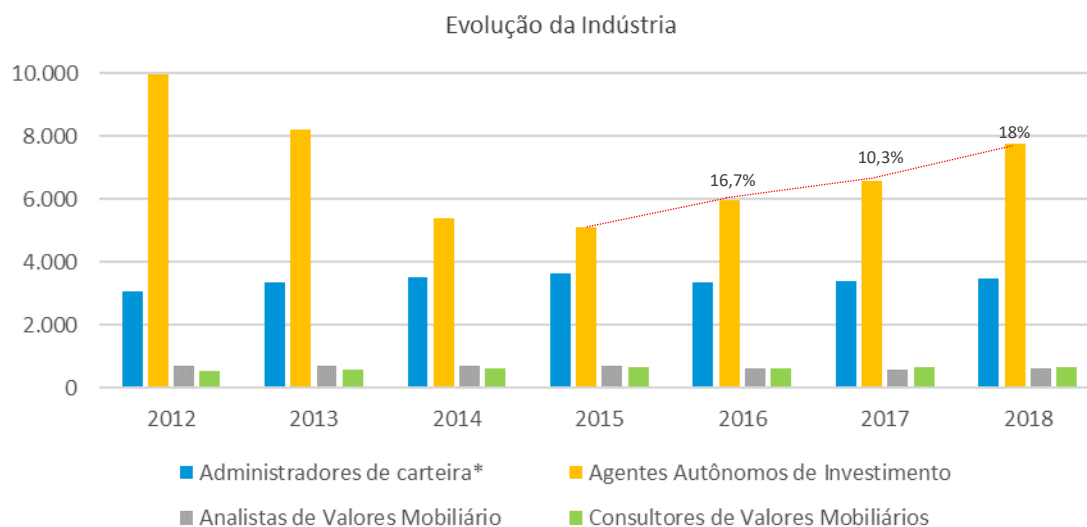
Quanto aos aspectos observados na estrutura local, a discussão na ANBIMA considerou a evolução positiva da estrutura de distribuição no período recente, que registrou diversificação de agentes, redução de custos e aumentos no número de participantes independentes, com arquitetura aberta e novos entrantes. No Brasil, esses movimentos ocorrem em linha com aqueles observados em outras jurisdições, ainda que seus efeitos estejam aquém daqueles registrados em mercados como os da UE e dos EUA, em geral, em termos de inclusão e educação financeira dos investidores.

Conforme apontado no edital, a proliferação de formas alternativas de distribuição, ali incluídos os canais digitais, plataformas abertas e fintechs, contribuem para essa evolução da estrutura de distribuição no país. Por certo, o papel dos agentes autônomos também foi representativo, com ganhos de capilaridade e diversificação consistentes nos últimos anos. A exemplo da referência europeia, também caracterizada por uma estrutura de distribuição verticalizada como a local, a presença de agentes autônomos com vínculos conhecidos e mapeados auxilia na trajetória positiva nesse espaço e contribui para a promoção da concorrência.

De acordo com os dados disponibilizados pela autarquia, como se vê no Gráfico 1, verifica-se um progressivo aumento no credenciamento de agentes autônomos de investimento ao longo dos últimos anos. Apenas neste ano, os participantes credenciados aumentaram de 7.745 (dezembro de 2018) para 9.593 (até 15 de agosto de 2019). Dos registros, 8.440 são de pessoas físicas e 1.153, de pessoas jurídicas.



**Gráfico 1 – Agentes registrados na CVM, 2012-2018**



Fonte: CVM

Vale destacar que a CVM buscou estabelecer condições e limites adequados à convivência dos participantes do sistema de distribuição daqueles que prestam serviços de consultoria de valores mobiliários na edição da Instrução CVM 592 (“ICVM 592”), em 2017. No entanto, como pode ser percebido pelo gráfico acima, a atividade de orientação, recomendação e aconselhamento independentes não registrou o crescimento que seria esperado no mesmo período.

Nesse contexto, é possível observar que, se por um lado o atual arcabouço regulatório possibilitou um crescimento notável dos agentes autônomos como importantes figuras para o desenvolvimento da atividade de distribuição, por outro, o estágio de desenvolvimento que a atividade alcançou também suscita uma reavaliação mais ampla sobre o equilíbrio de papéis e as responsabilidades desses agentes perante seus clientes e demais autorizados.

Com efeito, uma das questões observadas na estrutura atual é o expressivo aumento da demanda dos investidores por aconselhamento sobre títulos e valores mobiliários, em parte motivada pela evolução no segmento de distribuição. Não justificável, mas, para atendimento desse novo público, tem-se observado casos nos quais os agentes autônomos extrapolam os atuais limites regulamentados.

Para evidenciar esse movimento, é possível verificar que, entre os processos julgados pela autarquia entre 2012 e 2019, uma parcela significativa está associada a agentes autônomos que exercem a atividade de administração de carteiras de forma irregular. A tabela abaixo apresenta o número de casos julgados nesse período, envolvendo agentes autônomos, separados por tipo de irregularidade registrada.



Tabela 1	
Tipos de irregularidades	Quantidade
Administração irregular de carteiras	11
Descumprimento do dever de diligência	7
Atuação como procurador	3
Prática de churning	2
Exercício da atividade de AAI sem autorização da CVM	2
Operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários	2
Delegação indevida de serviços	1
Violação de sigilo e uso de informações privilegiadas	1
Prática de atos que ferem a relação fiduciária entre investidores e IF	1
Oferta pública irregular de cotas de fundos off-shore	1
Práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários	1
Remuneração por prestação de serviço	1
<b>Total</b>	<b>33</b>

Fonte: CVM

Além dessa avaliação sobre os papéis e as responsabilidades desses agentes, o momento também é oportuno para análise de medidas que fomentem ainda mais a competição no segmento. A esse respeito, os esforços em curso na autorregulação da ANBIMA devem significar ganhos em relação à portabilidade dos investimentos e à padronização de informações. Um terceiro elemento – a certificação dos profissionais – também tem sido objeto de atenção no sentido de aproveitar os pontos positivos da atual conformação da atividade de distribuição.

Como apontado no início do documento, a convergência das tendências recentes – como os efeitos demográficos, evolução tecnológica e alteração na conformação dos mercados – trouxe maiores estímulos à competição no segmento de distribuição, assim como aumento no número de brasileiros que participam no mercado financeiro. Buscando dar continuidade a essa trajetória e fomentar uma maior, e ainda mais salutar, competição, a ANBIMA avalia atualmente possíveis medidas, em termos da autorregulação, para aprimorar a portabilidade de investimentos (ou seja, a possibilidade de os investidores migrarem suas aplicações entre diferentes prestadores de serviço). A publicação do Guia de Distribuição por Conta e Ordem<sup>3</sup> pode ser considerada um primeiro passo nesse sentido, enquanto outras medidas adicionais estão sendo avaliadas.

As boas práticas para garantir um ambiente confiável e sólido para a realização de investimentos sempre foram prioridade para a ANBIMA. Portanto, a Associação considera que propiciar transparência, em especial nos casos em que existam conflitos de interesse que não

<sup>3</sup> Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/93/66/ED/3D/310256101B3EA15678A80AC2/Guia-Conta-e-Ordem.pdf>, com último acesso em 23/08/19.





possam ser mitigados, é fundamental para a atuação e o relacionamento dos profissionais com os investidores. Nesse aspecto, a ANBIMA já dispõe, em seu Código de Distribuição, de regras para as instituições financeiras que utilizam a prestação de serviço de agentes autônomos, devendo fornecer aos seus clientes, quando do início do relacionamento, a descrição da remuneração e da forma de pagamento do AAI.

Como medida adicional para estimular essa transparência, a ANBIMA está avaliando formas pelas quais os aderentes ao Código de Distribuição podem prover maior transparência aos seus clientes sobre os custos associados a cada operação (antes ou depois da ocorrência dela), bem como da forma de remuneração pelos serviços prestados – de acordo com as melhores práticas observadas no mercado local e no exterior. Alinhado à importância dos temas de portabilidade e transparência, a Associação entende ser relevante a revisão da certificação desses profissionais, tópico que será abordado nas propostas de aprimoramentos da regulação do AAI.

Encerradas essas considerações sobre alterações que estão sendo discutidas na autorregulação, apresentamos a seguir as recomendações para que a Autarquia considere as opções regulatórias para: (i) modernização da regulamentação dos agentes autônomos; e (ii) aperfeiçoamento das regras de consultoria.

Antes de discorrermos sobre os tópicos, contudo, cabe registrar que essas duas recomendações são oferecidas à autarquia como proposta conjunta, não devendo ser consideradas em separado, em função da delimitação na atividade de preposto do sistema de distribuição e avanços para o aconselhamento.

Não obstante aos comentários aqui expostos, a ANBIMA considera importante o alinhamento das regras aplicáveis à atividade dos agentes autônomos, que está no perímetro regulatório do BC. Dessa forma, a Associação buscará promover o diálogo também com o referido regulador, para avaliação da regulação desses agentes (Resolução CMN 2.838/01).

## **2.1 Aprimoramentos à regulamentação do AAI**

Com a edição da ICVM 497, a CVM objetivou delimitar o papel dos agentes autônomos como distribuidores de produtos em nome dos intermediários para os quais prestam serviços, na qualidade de prepostos. Com efeito, a autarquia reforçou no normativo a responsabilidade do intermediário perante a prestação do serviço do AAI por ele contratado.

Ainda que a norma tenha estipulado premissas para o desempenho da atividade e determinado requerimentos aos agentes autônomos quanto à observância de regras e procedimentos estabelecidos pelo intermediário contratante, ela não deixou evidente, para algumas situações, o limite de atuação desses profissionais.

A nosso ver, a ausência de definições claras sobre cada atividade é prejudicial ao desenvolvimento contínuo do mercado, uma vez que dá margem a arbitragens regulatórias, possibilitando que participantes registrados em uma categoria exerçam funções relativas a



outra atividade regulada, sem que estejam sujeitos às mesmas obrigações e responsabilidades do participante autorizado a exercê-las.

Baseado no reconhecimento das atividades de venda e suporte desempenhadas pelos agentes autônomos, assim como no advento das novas ferramentas de distribuição, a Associação entende necessário a regulação incorporar dispositivos que reforcem e delimitem o escopo de atuação dos AAls. Referimo-nos, com destaque, à observância do processo de verificação da adequação de produtos, serviços e operações ao perfil do cliente (suitability) e da divulgação de materiais utilizados pelos AAls para o desempenho de sua atividade.

No tocante ao processo de suitability e recomendação, a norma não prevê de forma explícita que os AAls devem seguir os padrões e procedimentos do intermediário para a recomendação de produtos. Desse modo, e em linha com a interpretação trazida pelo Ofício-Circular 4/18, da CVM/SMI<sup>4</sup>, sugerimos a inclusão de dispositivo que ratifique que o AAI tem atuação limitada, cabendo a ele somente oferecer produtos adequados aos clientes, de acordo com o suitability do intermediário. O objetivo é explicitar que o AAI não poderia, em hipótese alguma, elaborar recomendações e sugestões próprias de produtos e portfólio de investimento para seus clientes.

Quanto aos aspectos que tangem a comunicação, a norma prevê regras sobre os materiais utilizados pelos AAI para o exercício de sua atividade, com a observância de padrões dos intermediários para a prestação de informações. No entanto, existem divergentes interpretações sobre o uso de relatórios econômicos e de análise de valores mobiliários. Recomendamos, diante da situação, que a regulamentação permita aos AAls divulgarem tais materiais, desde que observadas as mesmas regras dos materiais publicitários, ou seja, “ser prévia e expressamente aprovados pela instituição integrante do sistema de distribuição pela qual o agente autônomo de investimento tenha sido contratado”.

Embora as sugestões acima ressaltem o regime de preposição dos AAls, destacando seu vínculo a políticas, controles e processos do intermediário, elas não determinam a exigência da exclusividade para o exercício da atividade. Com relação a esse tema, consideramos, entre outras premissas, o posicionamento da Associação em resposta ao Edital de Audiência Pública 03/10, que resultou na publicação da ICVM 497, assim como as reflexões trazidas pela CVM sobre a eventual flexibilização da exclusividade para os agentes autônomos.

Na ocasião, tendo em vista as limitações que os gestores de fundos de investimento tinham à época, sugerimos que a restrição imposta pela minuta não fosse aplicada às cotas de fundos e aos títulos e valores mobiliários de renda fixa, considerando que a exceção à regra de

---

<sup>4</sup> Item 40 “(...) evitar que o agente autônomo se apresente de forma que leve o investidor a erro com relação à sua independência.” Item 41 “Assim, a melhor interpretação para a “recomendação” feita pelos AAls deve ser no contexto da prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado, (...) atendendo pela alcunha de assessor ou não, não pode, de maneira alguma, agir de forma que induza os seus clientes a acreditar que ele é independente do(s) intermediário(s) que o contrata(m).” Disponível em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0418.html>





exclusividade se fazia necessária para evitar possíveis restrições na distribuição desses produtos, possibilitando desenvolvimento do mercado e maior acesso aos investidores.

Não vislumbramos na distribuição de cotas de fundos, a possibilidade de manipulação de preços, estruturação de operações diferenciadas, dado que tais características estão previstas no regulamento do fundo e se aplicam a todos os potenciais investidores. Vale destacar que cotas de fundo de investimento possuem regulamentação própria, os fundos são geridos por profissionais capacitados, habilitados e com atividade sujeita a regras específicas [...] Além disso, fundos constituídos sob a forma de condomínio aberto não permitem negociação de suas cotas em mercado de bolsa e/ou de balcão. [...] Portanto, a atividade dos AAI na distribuição de cotas de fundos de investimento é, por sua característica, totalmente regulada.

A CVM, por sua vez, destacou na edição da ICVM 497 a necessidade de reforçar a responsabilidade dos intermediários perante seus clientes, trazendo à regulamentação o regime de exclusividade, excetuando apenas os fundos de investimentos, em atendimento à nossa solicitação. Ressaltou, ainda, que a multipreposição trazia uma dificuldade de acompanhamento e fiscalização em relação às atividades dos agentes autônomos.

Considerando o cenário atual, no qual o desenvolvimento de tecnologias aponta avanços significativos, tanto no ambiente comercial com a expansão das plataformas e fintechs, quanto no ambiente regulatório com a melhoria de sistemas e ferramentas de controles dos intermediários, acreditamos que a dificuldade no trabalho de acompanhamento dos AAI pode ser mitigada, a despeito de ser um desafio ainda a ser enfrentado.

Diante do exposto, entendemos como opção regulatória possibilitar a convivência de AAI com vínculo a um único intermediário ou a mais de um. Avaliamos a seguir a necessidade de um rearranjo nas obrigações e responsabilidades entre intermediários e agentes autônomos que decidam pela multipreposição. Em uma análise preliminar, consideramos que as mudanças devem abordar, no mínimo: a gravação de ordens, o sigilo de dados e a segurança da informação, assim como a responsabilização por prejuízos resultantes de atos dolosos ou culposos e por atos dos AAI que infringirem normas legais ou regulamentares.

De acordo com o art. 14 da Instrução CVM 505 (ICVM 505), “o intermediário que atue em mercado organizado deve manter sistema de gravação de todos os diálogos mantidos com seus clientes, **inclusive por intermédio de propostos**” (grifo nosso). Desta forma, o intermediário que atuar com agentes autônomos está obrigado, por força regulatória, a gravar os telefones desses agentes para monitorar as conversas com seus clientes.

Num contexto de multipreposição, os diálogos mantidos entre o AAI e os clientes seriam gravados por mais de um intermediário, possibilitando que a corretora tivesse acesso a informações de todas as operações transmitidas pelo AAI, mesmo aquelas que não tenham sido executadas por ela. Tal situação fragilizaria a obrigatoriedade de o AAI manter o sigilo das informações confidenciais a que tenha acesso e também pode ser questionada como desrespeito à LGPD (Lei Geral de Proteção de Dados Pessoais) pelos intermediários. Com intuito



de tratar essas questões, sugerimos que o AAI que atue como multipreposto seja responsável por implementar e manter sistemas de gravação dos diálogos com os clientes, cabendo aos intermediários o acompanhamento e a verificação desses sistemas.

Quanto à segurança da informação, cumpre destacar que a recente atualização da ICVM 612 (alteradora da ICVM 505) estabeleceu a obrigação ao intermediário de instituir política de segurança da informação que contenha processos para tratamento e controle de dados dos clientes, programa de segurança cibernética, entre outros pontos.

Considerando que a ICVM 497 define ao AAI a obrigação de zelar pelo sigilo de informações confidenciais obtidas no exercício de sua atividade e observância de regras e procedimentos estabelecidos pelo intermediário ao qual está vinculado, entendemos que, no caso da multipreposição, o AAI teria dificuldades em implementar e seguir as diversas políticas de segurança da informação dos seus intermediários. Neste sentido, sugerimos que o AAI vinculado a mais de um intermediário estabeleça uma política própria de segurança da informação para o exercício de sua atividade, cabendo ao intermediário avaliar e validar tal política e tais processos anteriormente à contratação.

Quanto à responsabilização, reforçamos a necessidade de uma avaliação mais aprofundada, diante das irregularidades já verificadas – conforme ilustrado anteriormente (Tabela 1) — de como sopesar as responsabilidades do intermediário sobretudo nas situações que extrapolem a relação de preposição. Entendemos que a definição mais clara de limites e obrigações imputadas aos agentes é extremamente relevante para mitigar o eventual aumento da judicialização, com a fragilização da atuação desse agente, dirimindo os benefícios por ele gerados à maior capilaridade do sistema.

Considera-se pertinente, ainda, uma avaliação sobre o uso de marcas e sinais distintivos dos intermediários aos quais o agente autônomo estiver vinculado. No cenário da multipreposição, o agente necessitaria informar ao cliente que presta serviços a mais de um intermediário, sendo vedado operacionalizar a ordem em uma instituição, sem aviso prévio ao cliente, utilizando o logotipo e demais materiais publicitários de outro intermediário.

Por fim, ainda sobre aspectos que devem ser aventados para melhorias às regras dos AAIs e ainda considerando a recente publicação da Instrução CVM 610, sugerimos o reconhecimento da Certificação Profissional ANBIMA – Série 20 (CPA-20) para o exercício da atividade dos agentes autônomos, como forma de alinhar os requisitos obrigatórios a outros agentes do sistema de distribuição. Cumpre destacar que a CPA-20 foi elaborada para certificar os profissionais atuantes na venda de produtos de investimento. De todo modo, o esforço de harmonização exigirá alguma adaptação do conteúdo programático da certificação, que já está sendo avaliada pela Associação.

Essa e demais recomendações para o aprimoramento da regulamentação dos AAIs estão reunidas no Anexo II do presente documento.



## 2.2 Aprimoramentos à regulamentação do consultor

Como já mencionado, uma das importantes mudanças resultantes das transformações na atividade de distribuição passa pelo aumento da demanda dos investidores por serviços de aconselhamento. Mas, como também observado anteriormente (ver Gráfico 1), os registros que apresentaram crescimento mais robusto foram os de agentes autônomos.

Dado esse cenário, e considerando que os aprimoramentos da regulamentação dos AAI, propostos pela Associação passam pelo reforço do seu caráter de preposição, torna-se necessário recomendar, portanto, que a autarquia realize uma reavaliação *pari passu* dos requerimentos aplicáveis ao consultor. Com efeito, essa figura é constituída como responsável por representar os melhores interesses do cliente, sendo autorizada dessa forma a realizar atividades de recomendação e aconselhamento independentes, mas o número de participantes nesse segmento não apresentou o mesmo crescimento observado pelos AAI.

As recomendações propostas a seguir são, portanto, apresentadas como forma de estimular a atividade de consultoria, conferindo uma alternativa viável aos agentes autônomos que optem por aconselhar seus clientes de modo independente. Ainda, na perspectiva da educação do investidor, o desenvolvimento da figura do consultor, em complemento ao reforço do caráter de preposição do AAI e aumento da transparência sobre a atividade de distribuição, seria uma condição importante para reforçar os limites entre as duas atividades mencionadas.

Novamente gostaríamos de ressaltar que as propostas sugeridas para o aprimoramento do AAI, bem como para os avanços à atividade de consultoria, devem ser interpretadas em conjunto, não devendo ser consideradas em separado.

A primeira recomendação nesse sentido seria permitir ao consultor repassar ordens dos seus clientes aos intermediários. Como contrapartida, o consultor precisaria apresentar sistemas e controles internos capazes de fazer frente aos requisitos decorrentes dessa atribuição. A exemplo dos *investment advisors* norte-americanos, esses requerimentos poderiam ser complementados com a necessidade de assegurar a melhor execução para seus clientes, nas situações em que o consultor recomenda aos investidores que contratem serviços de um ou outro intermediário.

Ainda utilizando o exemplo da regulação norte-americana, uma segunda recomendação para aprimoramento da regulamentação do consultor seria permitir que a remuneração pela sua atividade seja paga pelo cliente contratante ou pelo intermediário contratado – de acordo com seu modelo de negócio e salvaguardas regulatórias aplicáveis para mitigar situações de conflito de interesse. Com destaque, ressalta-se que a atuação do consultor está baseada em uma relação fiduciária perante seus clientes, de modo que quaisquer conflitos de interesse associados à sua remuneração deveriam ser mitigados. Nesse sentido, sugerimos que o consultor seja obrigado a dar total transparência de sua remuneração e dos conflitos envolvidos.



Nesse conjunto de responsabilidades, consideramos pertinente ainda ressaltar que o consultor precisa atender aos requerimentos de suitability e de prevenção à lavagem de dinheiro e financiamento de terrorismo – ambos exigindo a nomeação de diretores responsáveis. Esses são dois conjuntos de requerimentos que necessitam ser mantidos, uma vez observada a opção regulatória pelas mudanças acima mencionadas.

Nesse contexto, consideramos ainda pertinente observar que a Associação, no processo de audiência para reformulação da figura do consultor<sup>5</sup>, posicionou-se de forma contrária ao recebimento por essa figura de remuneração indireta e à possibilidade de registrar ordens, como modo de reforçar as fronteiras perante outras atividades. Em função dos questionamentos do presente em edital, reavaliamos o nosso posicionamento e entendemos que as alterações sugeridas na figura do consultor de valores mobiliários irão estimular a sua atuação sem desvirtuar de sua responsabilidade em assegurar os melhores interesses de seus clientes.

Em linha com esse posicionamento, a ANBIMA informa, ainda, que está avaliando a inclusão da consultoria no rol de atividades sujeitas aos seus Códigos de Autorregulação e Melhores Práticas. A Associação, pioneira no desenvolvimento de requerimentos de suitability para a atividade de distribuição no mercado brasileiro, discute atualmente se a constituição de uma autorregulação voluntária acerca desses requerimentos e de outros aspectos também relevantes para a atividade de consultoria constituiria uma forma eficiente de fomentar melhores práticas no segmento.

Os aprimoramentos à regulação do consultor propostos acima estão reunidos no Anexo III do presente documento.

Em conclusão, aproveitamos, mais uma vez, para parabenizar a CVM pelo esforço na modernização dessa norma e pela oportunidade que concede aos participantes do mercado de se manifestarem na audiência pública.

Sendo o que nos cumpre para o momento, permanecemos à disposição para dar continuidade a essa importante discussão.

Atenciosamente,

**José Carlos H. Doherty**  
Superintendente Geral  
da ANBIMA

**Patrícia V. C. Herculano**  
Superintendente da Representação  
Institucional da ANBIMA

---

<sup>5</sup> Disponível em [http://www.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2016/sdm1116.html](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm1116.html)



## Anexo I

### Resumo da análise sobre mudanças regulatórias recentes na UE e nos EUA

Como apontado ao longo do texto, alguns aspectos da implementação do MiFID II nos países da UE e da recente publicação da Reg BI, nos EUA, foram considerados referências importantes para os debates prévios e decorrentes dessa consulta ocorridos na ANBIMA. Não é nossa intenção trazer para este documento as informações reunidas nesse exercício, mas apontar aspectos que, a nosso ver, são apropriados à atual avaliação da regulação local.

A Diretiva 2014/65 do Parlamento e Conselho Europeus<sup>6</sup> traz regras aplicáveis à distribuição de instrumentos financeiros na União Europeia em vigor atualmente (com exceções segundo calendário específico)<sup>7</sup>. As regras de proteção ao investidor estabelecidas em seus artigos 24 e 25 dizem respeito a um regime informacional mais rigoroso para as “firmas de investimento” e determinam regras de conduta e de transparência que responsabilizam tais instituições pela oferta de estratégias compatíveis com a necessidade do cliente, pela clareza quanto aos tipos de serviços prestados, pelas condições e bases de sua remuneração e pelo escopo dos serviços, em relação a terceiros, inclusive. Em conjunto com os demais requerimentos de conduta previstos, é assim que a diretiva estabelece que as informações ao cliente com relação à firma devem incluir os serviços a serem prestados, produtos e estratégias de investimento, ambientes de execução dos negócios e todos os custos e encargos relacionados.

No que tange às informações sobre custos e encargos, devem ser dispostas, inclusive, por tipos de custos – on going ou na entrada e saída, do próprio instrumento, de serviços de investimento e complementares, recebidos de terceiros ou de aconselhamento, quando houver. Também existem condições para informar o recebimento de taxas e comissões, quando for o caso. Quanto aos serviços, as respectivas informações devem ser fornecidas previamente ao cliente, inclusive se compreendem aconselhamento, se será feito em bases independentes ou não, se é baseado em análise ampla ou restrita, tanto em termos de instrumentos quanto contemplando ou não ativos de entidades ligadas que possam comprometer a independência, entre outras.

O impacto da implementação das regras do MiFID II sobre o mercado de capitais e investidores já tem sido avaliado pelos reguladores europeus. Mais recentemente, foi lançada consulta<sup>8</sup> sobre as regras de transparência quanto a custos, comissões e taxas (incentivos) pelas firmas de investimento daquela jurisdição, procurando compreender o que as regras significaram do

---

<sup>6</sup> Ver nota 1.

<sup>7</sup> Aplica-se a firmas de investimento, operadores de mercado, provedores de serviços de registro, instituições de outras jurisdições que ofereçam serviços de investimento ou atividades por meio de subsidiárias, autorização de mercados regulados, supervisão, cooperação e enforcement.

<sup>8</sup> Ver em:

[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/call\\_for\\_evidence\\_impact\\_of\\_the\\_inducements\\_and\\_costs\\_and\\_charges\\_disclosure\\_requirements\\_under\\_mifid\\_ii\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/call_for_evidence_impact_of_the_inducements_and_costs_and_charges_disclosure_requirements_under_mifid_ii_0.pdf)



ponto de vista do aumento efetivo das informações de posse dos clientes e da mitigação de conflitos na prestação dos serviços.

A respeito da estrutura da distribuição, e conforme apontado no edital, o conceito de tied agent – pessoa física ou jurídica que atua em nome de uma única firma de investimento, por ele responsável – está em linha com aquele adotado na normatização do AAI, para valores mobiliários, no mercado local. É importante notar, porém, que há possibilidades de prestação de serviços pelas firmas de investimento que sugerem uma maior flexibilidade na composição dos serviços admitidos à distribuição, no caso da UE: em geral, pessoas jurídicas, as próprias firmas de investimento podem ofertar instrumentos de mais de um terceiro e atuar no aconselhamento de clientes, desde que atendidas regras de transparência quanto à remuneração e ao escopo desses serviços. Ou seja, assegurada a responsabilidade relativa ao fornecimento de informações e clareza junto ao cliente, são admitidas situações em que agentes atuam exclusivamente em nome de um dos participantes, mas também é possível ao cliente acessar serviços de investimento que contam com oferta de produtos de terceiros e com aconselhamento, em bases independentes ou não.

Apesar de ter reforçado requisitos informacionais, bem como avançado na padronização e comparabilidade, a nova regulação americana é ainda mais flexível no que se refere a possíveis combinações, ainda que não conte com a figura específica do agente exclusivo. Naquele caso, brokers dealers e advisors são sujeitos a diferentes requisitos regulatórios, mas a Reg BI recém-aprovada também torna mais rigorosas as exigências relacionadas à gestão de conflitos e formas de remuneração aplicáveis para os primeiros, com vedações e recomendações específicas. Traz, ademais, um novo formulário que, de forma semelhante, deve assegurar ao cliente informações prévias sobre tipo e escopo dos serviços prestados e produtos alcançados. Além disso, é possível, no caso dos EUA, o registro para o exercício de ambas as atividades (atuação como broker/dealer e advisory), situação verificada com maior intensidade no caso das instituições de maior porte.

Em linhas gerais, brokers dealers e advisors são sujeitos a regimes regulatórios distintos, o que não foi alterado pela nova regra. A Reg BI traz um regime novo para o broker dealer, com obrigações que não são fiduciárias (como no caso do advisor), mas estabelecem obrigações semelhantes, integradas por quatro componentes: transparência, cuidado, conflito de interesse e compliance. Quanto à transparência, brokers dealers terão que divulgar, “por escrito, todas as informações materiais sobre os termos e o escopo de sua relação com o cliente”, inclusive se é a firma ou seu representante que atua como broker, custos e taxas a serem pagas pelo cliente, limitações das recomendações a serem feitas e respectivos conflitos que podem estar a elas associados (como relativamente a produtos proprietários e acordos de compensação)<sup>9</sup>. Importante notar que a regra do advisor foi modificada de forma a atender a uma exigência informacional simplificada, em comum com o broker dealer. Esse último pode atuar por associated persons, que, atendidas exigências informacionais adicionais, podem referir-se somente a produtos proprietários.

<sup>9</sup> Ver em <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2019-07-12/pdf/2019-12164.pdf> .





O novo formulário (“Form CRS”) estabelece, portanto, um sumário da relação com o cliente (Client Relationship Summary) que inclui forma de atuação, responsáveis, papéis, serviços, incluindo-se neste último o escopo dos ativos, dos serviços e os responsáveis na instituição. Quanto à questão do escopo, ressalta-se que as explicações que acompanham o novo regime informacional aplicável aos brokers dealers admite a noção de que a recomendação, mesmo que não exclusiva, pode não alcançar o universo de produtos disponíveis, em oposição, cabendo aos participantes estabelecerem um escopo maior ou menor para os serviços a serem prestados.

Sinteticamente, a opção regulatória dessas jurisdições aponta para escolhas que têm em comum a ênfase na transparência e na responsabilização dos participantes, pavimentando a tendência de multiplicação de opções, mas procurando gerar um cliente mais informado e apto a decidir com clareza sobre essas alternativas. Também é interessante notar que a multiplicidade de opções permite a combinação de estruturas independentes ou não, inclusive incorporando a atividade de aconselhamento. Tal objetivo é claro no caso da apresentação da nova regra americana<sup>10</sup>, mas também tem sido colocado nas revisões recentes conduzidas, por exemplo, no Reino Unido<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> A esse respeito, a norma referente ao novo formulário informa: “Research continues to show that retail investors are confused about the services, fees, conflicts of interest, and the required standard of conduct for particular firms, and the differences between broker-dealers and investment advisers. We are adopting a new set of disclosure requirements designed to reduce retail investor confusion in the marketplace for brokerage and investment advisory services and to assist retail investors with the process of deciding whether to engage, or to continue to engage, a particular firm or financial professional and whether to establish, or to continue to maintain, an investment advisory or brokerage relationship. Firms will deliver to retail investors a customer or client relationship summary (“relationship summary” or “Form CRS”) that provides succinct information about the relationships and services the firm offers to retail investors, fees and costs that retail investors will pay, specified conflicts of interest and standards of conduct, and disciplinary history, among other things. The relationship summary will also link to Investor.gov/CRS on the Commission’s investor education website, Investor.gov, which offers educational information to investors about investment advisers, broker-dealers, and individual financial professionals and other materials.”  
Extraído de <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2019-07-12/pdf/2019-12376.pdf>

<sup>11</sup> O Relatório da FCA intitulado “Evaluation of the retail distribution Review and the Financial Market Advice Market Review” estabelece três indicadores de sucesso no curto prazo para a Revisão da Distribuição de Varejo (RDR, na sigla em inglês): “Consumers understand the difference between different types of advice (independent advice, restricted advice); Firm adheres to the new landscape, e.g. describe their advice services appropriately as independent or restricted; Advisors meet required standards of professionalism.”



**Anexo II**
**Aprimoramentos à regulamentação do AAI (quadro-resumo)**

	AAI Atual	Aprimoramentos AAI
<b>Atividade</b>	Prospecção e captação de clientes, recepção, registro e transmissão de ordens, prestação de informações sobre produtos e serviços do intermediário	Manutenção da regra atual
<b>Preposto</b>	Sim, de um único intermediário	Possibilidade de multipreposição com atribuição de responsabilidades
<b>Responsabilidades</b>		
Cadastro		Manutenção da regra atual, com inclusão de dispositivo em norma que estabeleça que o AAI deve seguir o processo de suitability e recomendação do intermediário. Nos casos de multipreposição, o AAI deve seguir o processo de cada intermediário a que estiver vinculado.  Em caso de multipreposição, o AAI será responsável pelo sistema de gravação e registro de ordens (necessário alteração da ICVM 505)
PLDFT		
Suitability	Responsabilidade do intermediário, devendo seguir as normas aplicáveis	
Controle de ordens		
<b>Estrutura</b>	Responsabilidade do intermediário	Manutenção da regra atual
<b>Regras de conduta</b>		
Dever fiduciário	Não	Não
Sigilo das informações	Responsabilidade do AAI	Manutenção da regra atual



<b>Remuneração</b>		
Quem paga pelo serviço?	Intermediário	Manutenção da regra atual
Disclosure da remuneração	Não há obrigatoriedade regulatória. O Código de Distribuição da ANBIMA dispõe ao intermediário que atua com AAI, a obrigação de informar o modo de remuneração desse agente	Sugestão de obrigatoriedade normativa com responsabilidade do intermediário. Definição de forma será realizada por meio da autorregulação
<b>Comunicação</b>		
Materiais publicitários	Permitido, desde que produzidos, certificados ou com autorização prévia e expressa do intermediário, além de fazer referência expressa a ele. Podem ser utilizados logotipos do AAI desde que o do intermediário esteja em igual destaque	Manutenção da regra atual
Relatório econômico		
Relatório de análise de valores mobiliários	Não há previsão específica na regulamentação	Inclusão de dispositivos que permitam a divulgação dos relatórios, desde que sigam as mesmas regras dos materiais publicitários
<b>Exames reconhecidos</b>		
	Ancord	Ancord/CPA-20



**Anexo III**
**Aprimoramentos à regulamentação do consultor (quadro-resumo)**

	AAI Atual	Aprimoramentos consultor
<b>Atividade</b>	Prospecção e captação de clientes, recepção, registro e transmissão de ordens, prestação de informações sobre produtos e serviços do intermediário	Especialista de investimentos, contratado pelo cliente, para agir em seu melhor interesse, <b>sendo permitido transmissão de ordens e faculdade de remuneração por produto (independentemente da qualificação do investidor)</b>
<b>Preposto</b>	Sim, de um único intermediário	Não
<b>Responsabilidades</b>		
Cadastro		
PLDFT	Responsabilidade do intermediário, devendo seguir as normas aplicáveis	Responsabilidade e implementação pelo consultor
Suitability		
<b>Estrutura</b>	Responsabilidade do intermediário	Responsabilidade do consultor
<b>Regras de conduta</b>		
Dever fiduciário	Não	Sim
Sigilo das informações	Responsabilidade do AAI	Responsabilidade do consultor
<b>Remuneração</b>		
Quem paga pelo serviço?	Intermediário	Cliente <b>e/ou intermediário</b>
Disclosure da remuneração	Não há obrigatoriedade regulatória. O Código de Distribuição da ANBIMA dispõe, ao intermediário que atua com AAI, a obrigação de informar o modo de remuneração desse agente	<b>Sugestão de obrigatoriedade normativa com responsabilidade do consultor</b>



<b>Comunicação</b>		
<b>Materiais publicitários</b>	Permitido, desde que produzidos, certificados ou com autorização prévia e expressa do intermediário, além de fazer referência expressa a ele. Podem ser utilizados logotipos do AAI desde que o do intermediário esteja em igual destaque	Permitida a elaboração de materiais próprios, <b>mas sem previsão específica na regulação</b>
<b>Relatório econômico</b>	Não há previsão específica na regulamentação	<b>Inclusão de dispositivos que permitam a divulgação dos relatórios, desde que analista ou empresa de análise tenha registro na CVM</b>
<b>Relatório de análise de valores mobiliários</b>		
<b>Exames reconhecidos</b>	Ancord	<b>CEA/CFP/CFA Level III/CNPI/Exam 1 e Exam 2 do Final Level da ACIIA</b>

