



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 05/21 – Processo CVM SEI nº 19957.009468/2018-26

Objeto: Alterações das regras aplicáveis a assessores de investimento e à divulgação da remuneração na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários.

Introdução

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, para sintetizar as sugestões recebidas no âmbito da Audiência Pública SDM nº 05/2021 e apresentar as respectivas manifestações da CVM sobre elas¹. A Audiência Pública SDM nº 05/21 recebeu comentários do público entre os dias 12 de agosto e 17 de setembro de 2021.

A audiência teve como objeto 2 minutas de Resolução (“Minuta A” e “Minuta B”).

A Minuta A representa proposta de novo marco regulatório para o exercício da atividade de assessor de investimento (“AI”)², em substituição à Resolução CVM nº 16, de 9 de fevereiro de 2021. Na Minuta A foram abordados aspectos como (i) a eliminação da vedação a que AIs se vinculem a mais de um intermediário (art. 18, I, da Resolução CVM nº 16, de 2021), e (ii) a eliminação da atual exigência de que as pessoas jurídicas constituídas por AIs adotem a forma de sociedades simples e sejam compostas unicamente por pessoas naturais que sejam AIs (art. 8º, II e § 2º, da Resolução CVM nº 16, de 2021).

A Minuta B, por seu turno, busca promover alterações na Resolução CVM nº 35, de 26 de maio de 2021, no tocante à divulgação de informações sobre a remuneração e conflito de interesses, no sentido de dar maior transparência a toda a atividade de intermediação, e não apenas a um elo específico dessa estrutura, representado pelos assessores de investimento.

¹ Este relatório é um documento de cunho meramente informacional e acessório às Resoluções editadas. Ele não expressa necessariamente o entendimento do Colegiado da CVM quanto à correta interpretação e alcance das normas editadas. Seu objetivo é subsidiar as discussões internas e promover transparência acerca dos debates suscitados a partir das sugestões recebidas na Audiência Pública.

² Este relatório utiliza a expressão “assessor de investimento” (AI), em substituição a “agente autônomo de investimento” (AAI), tendo em vista a adoção dessa nomenclatura na própria Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, após sua alteração pela Lei nº 14.317, de 29 de março de 2022, ocorrida já após o início da Audiência Pública.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

As manifestações recebidas tempestivamente estão disponíveis na íntegra na página da CVM na rede mundial de computadores³, razão pela qual os comentários e sugestões apresentados são citados neste relatório de forma resumida.

Sugestões relativas a alterações ortográficas e a ajustes meramente redacionais não estão citadas, mas foram levadas em consideração na elaboração da proposta definitiva de resolução.

Para apresentar as sugestões recebidas, este relatório está organizado da seguinte forma:

³ http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0521.html



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

1	Participantes	5
2	Comentários gerais sobre legalidade e constitucionalidade das Minutas	6
3	Comentários sobre a Minuta A	7
3.1	Natureza do relacionamento entre o intermediário e o assessor de investimento .	7
3.2	Questões gerais sobre multivinculação do AI e sobre a flexibilização do tipo societário	9
3.3	Definições (art. 2º).....	19
3.4	Atividade do AI (art. 3º).....	21
3.5	Vínculos mantidos por AI pessoa natural.....	27
3.5.1	Impossibilidade de multivinculação de AI pessoa natural (art. 5º, I).....	27
3.5.2	Contratação por AI pessoa jurídica de outro AI pessoa jurídica individual (art. 5º, II)	29
3.6	Objeto social exclusivo (art. 6º, II).....	30
3.7	Transição entre intermediários (arts. 7º e 8º - atuais arts. 8º e 9º)	33
3.8	Credenciamento de AI pessoa natural (art. 13 – atual art. 15).....	36
3.9	Credenciamento de AI pessoa jurídica (art. 14 – atual art. 16)	38
3.10	Denominação dos AIs (art. 14, § 1º - atual art. 16, § 1º)	39
3.11	AI pessoa natural como sócio de vários AIs pessoa jurídica (art. 14, § 2º - atual art. 16, § 2º)	40
3.12	Restrições a participações no capital social de AI pessoa jurídica (art. 14, § 3º) ...	41
3.13	Prazo de suspensão do credenciamento (art. 16 – atual art. 18)	44
3.14	Dever de descrever a forma de remuneração (art. 21 – atual art. 23).....	45
3.15	Deveres do AI na oferta de produtos e serviços (art. 21 – atual art. 23).....	47
3.16	Instituição de ouvidoria pelo AI.....	48
3.17	Materiais de divulgação utilizados pelo AI (art. 22 – atual art. 24)	49
3.18	Vedações (art. 24 – atual art. 25)	51
3.18.1	Elaboração e envio de extratos	51
3.18.2	Contratação de AI	52
3.18.3	Outras vedações	53
3.19	Responsabilidade do intermediário (arts. 25 a 27 – atuais arts. 27 a 29).....	54
3.20	Supervisão dos AIs	56



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

3.20.1	Supervisão por entidades administradoras de mercado	56
3.20.2	Supervisão pelo intermediário	57
3.21	Pagamento de contribuições periódicas pelo intermediário (art. 29 – atual art. 31)	61
3.22	Previsão contratual e exclusividade (art. 30)	62
3.23	Responsabilidades do AI e do intermediário na prestação de serviços sem exclusividade (art. 31)	65
3.24	Confidencialidade de informações (art. 32)	69
3.25	Regras aplicáveis aos AIs que admitam sócios não registrados (art. 33).....	72
3.26	Governança e controles internos de AI não exclusivos ou que admitam sócios não registrados (arts. 34 a 37).....	73
3.26.1	Comentários gerais.....	73
3.26.2	Distribuição de cotas de fundos	79
3.26.3	Adoção e implementação de controles internos (art. 35)	81
3.26.4	Indicação de diretores e confecção de relatório anual (art. 36).....	86
3.26.5	Terceirização das atividades de controles internos	90
3.27	Educação continuada (art. 39, II).....	91
3.28	Manutenção de arquivos (art. 41).....	93
3.29	Infrações graves (art. 42).....	93
3.30	Prazos de adaptação e vigência (arts. 44 e 45)	93
3.31	Termo de ciência (anexo A)	94
3.32	Outras questões.....	97
3.32.1	Atuação junto a intermediários estrangeiros.....	97
3.32.2	Canais de denúncia	97
3.32.3	Questões sucessórias.....	98
3.32.4	Taxa de fiscalização	98
3.32.5	Portabilidade de investimentos.....	99
3.32.6	Investidor qualificado	99
3.32.7	Limites de atuação do AI	99
4	Comentários à Minuta B	101
4.1	Comentários gerais.....	101



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

4.2	Descrição das formas de remuneração mantidas na rede mundial de computadores (art. 26-A – atual art. 26-B)	105
4.3	Tipos de remuneração recebidos direta ou indiretamente (art. 26-B – atual art. 26-C).....	108
4.4	Descrição de potenciais conflitos de interesse (art. 26-C – atual art. 26-D).....	112
4.5	Extrato trimestral (art. 26-D – atual art. 26-F)	112
4.6	Infrações graves (art. 49).....	119
4.7	Vigência da Minuta B.....	120
5	Versão definitiva de Resolução	121

1 Participantes

Os seguintes participantes manifestaram-se na Audiência Pública: (i) Alfredo Sequeira Filho; (ii) Associação Als Livres (“Als Livres”); (iii) Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (“ANBIMA”); (iv) Associação Brasileira de Agentes Autônomos de Investimentos (“ABAAI”); (v) Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias (“ANCORD”); (vi) B3 S.A. – Brasil , Bolsa, Balcão (“B3”); (vii) Banco Original S.A. (“Banco Original”); (viii) Banco Santander (BRASIL) S.A. (“Santander”); (ix) BR Invest Consultoria Empresarial Ltda (“BR Invest”); (x) BSM Supervisão de Mercados (“BSM”); (xi) Associação CFA do Brasil – CFA Society of Brazil (“CFASB”); (xii) Champs Advogados Associados (“Champs Advogados”); (xiii) Fidus Invest Agente Autônomo de Investimentos Ltda (“Fidus Invest”); (xiv) Gameleira, Pelagio, Fabião e Bassani Sociedade de Advogados (“Gameleira Advogados”); (xv) Grupo GCB Participações S.A (“Grupo GCB”), (xvi) Henrique Assis Dorr; (xvii) Mark 2 Market Depositária de Valores Mobiliários S.A. (“Laqus”); (xviii) Órama Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (“Órama”); (xix) Planejar – Associação Brasileira de Planejamento Financeiro (“Planejar”); (xx) Reynaldo Stecconi; (xxi) RRZ Consultoria Ltda (“RRZ Consultoria”); (xxii) Saback Dau & Bokel Sociedade de Advogados (“Saback Dau Advogados”); (xxiii) Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade do Ministério da Economia (“SEAE”); (xxiv) Vezzi Lapolla e Mesquita Sociedade de Advogados (“Vezzi Lapolla Advogados”); (xxv) Warren Corretora de Valores Mobiliários e Câmbio Ltda (“Warren”); (xxvi) Wladimir Maximilian Scatimburgo (“Wladimir Scatimburgo”); e (xxvii) XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. (“XP”).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2 Comentários gerais sobre legalidade e constitucionalidade das Minutas

Alguns participantes apontaram a existência, a seu ver, de conflitos entre as Minutas e outros atos normativos hierarquicamente superiores. Quando associados a trechos específicos das Minutas, tais comentários são abordados no tópico do relatório com o qual guardam maior pertinência. Contudo, em alguns casos foram feitas menções abrangentes a princípios e normas que não teriam sido devidamente considerados pela CVM nas Minutas, mas sem associá-las diretamente a algum dispositivo em particular.

Als Livres, por exemplo, se reporta à Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019, e cita (i) a presunção de liberdade no exercício de atividades econômicas (art. 2º, I); (ii) a intervenção subsidiária, mínima e excepcional do Estado sobre o exercício de atividades econômicas (art. 2º, III); (iii) a intervenção regulatória mínima (arts. 4º e 5º); e (iv) a proteção a autonomia da vontade e as regras avençadas pelas partes (arts. 3º e 7º). O participante pondera que o novo marco regulatório deve prestigiar o teor dos contratos de distribuição estabelecidos entre o AI e a instituição intermediária, nos termos da Resolução CVM nº 35, de 2021.

Gameleira Advogados alega que a proposta viola os princípios constitucionais da isonomia (art. 5º, **caput**) e da livre iniciativa (art. 170) e a diretriz de proteção ao micro e pequeno empresário (art. 179). O participante critica nesse contexto o tratamento diferenciado entre Als pessoas naturais e pessoas jurídicas e entre sociedades simples e sociedades empresariais.

Os dispositivos constitucionais e legais citados representam importantes elementos norteadores da regulamentação e que foram levados em consideração pela CVM. No entanto, eles não predeterminam isoladamente o conteúdo dos atos normativos editados pela Autarquia, mesmo porque não são colidentes com outros dispositivos da Lei nº 6.385, de 1976, que também devem ser observados, como os arts. 4º, I, II e VII, 8º, II, 15, I e III, e 16, parágrafo único.

A CVM buscou sopesar e conciliar todos esses dispositivos, refletindo o resultado na versão final da regra, a qual, em linha com as mudanças promovidas e comentadas ao longo deste relatório, representa uma menor carga regulatória sobre os Als, indo assim ao encontro das preocupações externadas pelos participantes.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

3 Comentários sobre a Minuta A

Os comentários sobre a Minuta A estão organizados nesta seção de forma a inicialmente abordar aspectos mais genéricos e conceituais sobre 3 questões estruturais da norma: a natureza do relacionamento entre o intermediário e o AI; a exclusividade de vínculo entre o intermediário e o AI; e a permissão para adoção de diferentes tipos societários por parte do AI constituído como pessoa jurídica.

Outros comentários mais específicos, sobre esses temas e sobre demais tópicos da norma, são apresentados seguindo, em linhas gerais, a ordem dos dispositivos da Minuta A com os quais guardam maior pertinência temática.

3.1 Natureza do relacionamento entre o intermediário e o assessor de investimento

Santander comenta que a regulamentação considera o AI um preposto (agente) que atua seguindo regras e direcionamentos dados por um intermediário (principal), porém a prática de mercado teria evoluído de modo a fazer com que AIs passassem a atuar de forma diferente. Hoje, segundo o participante, a melhor forma de definir a atuação de tais AIs é como sócios comerciais e prepostos fiduciários dos intermediários. Ou seja, AIs já não são puros prepostos e se assemelham mais a uma franquia: o franqueado (AI) tem liberdade para tocar seu negócio, do qual é sócio e detém o relacionamento com os clientes, mas tem que seguir padrões e regras preestabelecidos.

O participante entende que este papel ambivalente de “franqueado” ficará mais evidente e contraditório com a quebra da exclusividade e a conseqüente possibilidade de, por exemplo, um AI atuando de forma não exclusiva abordar clientes para direcioná-los a um novo parceiro comercial. Na opinião do participante, a regra deveria abordar quais informações sobre o cliente poderiam ser usadas pelo AI nesse caso.

Entendendo o AI como um preposto, na acepção estrita do termo, toda ação e comunicação ligada ao cliente deveria ser comandada ou validada única e exclusivamente pelo intermediário (como previsto na regulamentação atual), visto que o intermediário é o real detentor e responsável pelo relacionamento com o cliente. Dessa forma, se um AI decidir operar de forma não exclusiva, ele deveria buscar novos clientes e direcioná-los para seu novo parceiro. Assim, a resolução proposta precisaria definir de forma expressa a natureza do relacionamento entre cliente e AI, seguindo um de dois caminhos mutuamente excludentes.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O primeiro caminho seria reforçar o papel de preposto desempenhado pelo assessor de investimento: neste caso, a norma deveria deixar claro que o cliente é do intermediário, que responde por seus atos, limitando o uso de dados de tais clientes pelo assessor de investimento. Por mais que o assessor de investimento tenha originado e mantenha relacionamento no dia a dia com os clientes, estes são clientes do intermediário. Portanto, qualquer uso de dados para “migração” de clientes deveria ser vedado, pois constitui vazamento de informação, inclusive sob a ótica da Lei nº 13.709, de 14 de agosto de 2018 (“LGPD”). O uso da informação deveria seguir os ritos da Lei nº 13.709, de 2018, em um ambiente de “open banking”: o cliente primeiro espontaneamente abre sua conta no novo intermediário, dá autorização para acesso aos seus dados ao novo intermediário e, só então, poderia ser abordado pelo assessor de investimento, em nome deste novo intermediário.

Alternativamente, o segundo caminho envolveria redefinir o papel do assessor de investimento como uma franquia financeira: neste caso, a norma deveria deixar claro que o assessor de investimento é uma franquia comercial e um “preposto fiduciário” e que, assim, compartilha o relacionamento e responsabilidades fiduciárias. O participante ressalta que esta interpretação altera o relacionamento entre eles de principal/agente para uma visão de sociedade, o que traz outras questões econômicas e regulatórias associadas. Neste caso, o assessor de investimento teria legitimidade para abordar clientes quando da migração entre plataformas, sempre seguindo cuidados de divulgação de conflitos de interesse e remuneração.

Na visão do participante, a melhor posição a seguir, dado o atual contexto de mercado, é a de reforçar o papel de preposto do AI, exatamente conforme previsto no art. 2º, I, da Minuta A. À medida que a responsabilidade fiduciária, papel principal da intermediação financeira, siga no intermediário, ele seria, ainda segundo o participante, o viabilizador último do serviço prestado e, portanto, detentor das responsabilidades com o cliente.

Também a propósito do tema, Als Livres pondera que o novo modelo de atuação da atividade, embora reconheça que o cadastro do cliente pertence a instituição intermediária, deve tornar possível estabelecer regras e deveres entre AI e instituição intermediária no tocante ao relacionamento com clientes, permitindo, por exemplo, o estabelecimento contratual acerca do dever da instituição intermediária de se comunicar com o cliente sempre em conjunto com o AI. Alfredo Sequeira Filho faz sugestão similar, chegando a mencionar a criação de proibição de corretoras em abordar ativamente clientes dos AIs para questões comerciais.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A norma não altera a natureza do relacionamento entre o AI e o intermediário que o contrata, ainda que fora do regime de exclusividade. Desse modo, o AI continuará atuando como um preposto do intermediário, com todas as consequências daí decorrentes para ambas as partes, notadamente no que diz respeito à responsabilidade perante terceiros. Essa premissa está presente expressamente na própria definição do AI (art. 2º, I) e implicitamente como fundamento de diversos dispositivos ao longo da norma.

Vale acrescentar que esse modelo se mostrou adequado e resiliente durante a vigência da Instrução CVM nº 497, de 3 de junho de 2011, e da Resolução CVM nº 16, de 2021, sendo certo que, a despeito do crescimento vigoroso do número de profissionais registrados, o número de infrações ou reclamações envolvendo a categoria é menor do que o existente quando da vigência da norma anterior, a Instrução CVM nº 434, de 22 de junho de 2006.

Quanto ao exemplo específico citado pelo participante Santander, relacionado ao uso de dados de clientes, trata-se de uma questão específica que ressalta a importância da correta compreensão dos papéis do AI e do intermediário. Nesses casos, o eventual uso de dados de clientes, sem sua autorização, já é limitado pela Lei nº 13.709, de 2018, e a norma se limita a, para fins de clareza, destacar a necessidade de observância da legislação aplicável (arts. 8º, **caput**, e 36 da versão final da Minuta A), sem reproduzir seu conteúdo. Observados os limites legais, não há óbice a que assessores e intermediários estabeleçam regras contratuais no tocante à comunicação com os clientes, como comenta Als Livres.

3.2 Questões gerais sobre multivinculação do AI e sobre a flexibilização do tipo societário

A maior parte dos participantes se manifestou de forma favorável ao fim da exigência exclusividade, ou seja, ao fim da vedação de que o AI mantenha contrato de prestação de serviços com mais de uma instituição integrante do sistema de distribuição. Também houve apoio à flexibilização do tipo societário que a norma exige que seja adotado pela sociedade de AI.

Nesse sentido, Alfredo Sequeira Filho enumera vários motivos que, em seu entendimento, justificariam o fim da exclusividade, vários deles também mencionados por Als Livres: (i) aumento da concorrência, em benefício dos clientes; (ii) maior acesso pelos AI a fornecedores de produtos financeiros, em contraposição ao cenário atual, em que haveria praticamente um único fornecedor; (iii) ampliação das opções de produtos disponíveis, permitindo uma melhor correspondência de produtos com o perfil do investidor; (iv) melhores condições para que gestores, bancos médios e empresas possam acessar o



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

mercado de capitais, sem ter que arcar com altos custos impostos para uso da plataforma da corretora líder de mercado; (v) harmonização de exigências com outras atividades reguladas, como gestores, analistas e consultores; e (vi) facilitação da transição do AI de uma corretora para outra.

Ainda a propósito dos benefícios associados ao aumento da concorrência, Als Livres menciona a adequação do Brasil a regras da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE e o acolhimento de sugestão do Conselho Administrativo de Defesa da Concorrência – CADE⁴.

SEAE também enxerga muitos desses mesmos benefícios, em consequência da ampliação da concorrência no mercado. Dentre outros aspectos, o participante ressalta que:

- i) intermediários novos e de menor porte teriam menos dificuldades em atrair e contratar Als, os quais, por serem remunerados por comissões proporcionais ao volume de operações, com a atual exigência de exclusividade, tendem a optar pelos intermediários que proporcionem maiores ganhos esperados; e
- ii) clientes seriam favorecidos com a oferta de produtos mais adequados ao seu perfil e necessidade, uma vez que o AI poderia oferecer ao mesmo cliente produtos de diferentes intermediários.

CFASB registra seu apoio à iniciativa de tornar facultativo o vínculo de exclusividade do AI e o intermediário, sendo esse um passo importante para o fomento da competitividade, o que beneficiará o mercado como um todo, em especial os investidores.

Banco Original também considera positiva a reforma com objetivos de trazer inovação ao sistema financeiro, promover a concorrência e melhorar a oferta de produtos e serviços financeiros para o consumidor. Entretanto, defende que a CVM não deva permitir que a exclusividade possa subsistir nem mesmo por contrato voluntariamente firmado entre o AI e o intermediário, pois tal permissão, se mantida, seria contrária ao objetivo da norma e seria um abalo à livre concorrência.

O participante pondera que, a depender do porte do intermediário e da possível receita que o AI venha a auferir pelos serviços que presta, a imposição contratual de exclusividade retiraria do AI a

⁴ Parecer Técnico nº 24, de dezembro de 2017, e na Nota Técnica SEI nº 28/2018/COGAC/SUPROC/SEPRAC-MFO.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

opção de não se vincular, justamente por ser a parte mais fraca da relação contratual e, conseqüentemente, poderia ser preterido para a execução dos serviços com reflexos nas suas receitas.

Para o participante, a função normativa tem de reger o mercado de modo a garantir a isonomia entre os participantes e, ao mesmo tempo, garantir que o cliente seja o maior beneficiário. A manutenção da previsão de exclusividade por acordo contratual retiraria do consumidor a possibilidade de conhecer o rol de produtos disponíveis no mercado, que poderiam ser apresentados pelo seu AI de confiança. Assim, se mantida a hipótese de exclusividade, os AIs serão compelidos a celebrar contrato de exclusividade, sob pena de não poderem prestar serviços a determinados intermediários, que monopolizam o mercado, e, nessa hipótese, o objetivo pretendido pela norma não seria alcançado. Sua sugestão é que a norma expressamente proíba a celebração de contratos de exclusividade.

A possibilidade de multivinculação do AI foi mantida na versão final da regra.

Como observado no Edital da presente Audiência Pública, a CVM acredita que os riscos que justificaram a vedação à multivinculação no passado, apesar de ainda existirem, podem ser mitigados de maneiras menos onerosas, especialmente levando-se em conta o contínuo processo de profissionalização e aprimoramento de estruturas e controles internos pelo qual vêm passando os agentes deste mercado.

Contudo, optou-se por não restringir a possibilidade de formação de vínculos de exclusividade por livre disposição entre as partes. Os agentes podem optar por relações exclusivas por razões puramente comerciais, o que é um interesse legítimo e uma prática comum na atividade de intermediação em outras jurisdições. A redução do alegado poder de mercado dos intermediários deve decorrer da redução das barreiras para o ingresso de novos intermediários no mercado e conseqüente aumento da concorrência, e não da imposição de restrições pela regulamentação.

Warren comenta que, não obstante o fim da exclusividade regulatória trazida pela Minuta A, nada impede que um intermediário acerte bases de exclusividade com o AI e entende que a supressão da exclusividade regulatória pode aumentar a competitividade no mercado de AIs, na medida em que mais intermediários poderiam contratar tais prepostos, caso não houvesse restrições contratuais. Opina que o fim da exclusividade regulatória é uma evolução normativa esperada, em decorrência da evolução da indústria de investimentos e de seus participantes, mas que isso não significaria a eliminação ou mitigação de conflitos de interesses entre as corretoras, os AIs e seus clientes.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O participante crê que, na prática, o AI terá mais facilidade para ser remunerado por diferentes instituições, o que possui potencial ainda maior na geração de conflitos de interesse, na medida em que o AI poderá privilegiar o oferecimento aos clientes de produtos com maior remuneração, a depender da instituição parceira, sem focar, essencialmente, no que é mais importante: o melhor e mais adequado produto ao perfil do cliente.

Warren prossegue alegando que o ponto acima foi tratado na norma por meio de medidas que, apesar de positivas, não eliminam o conflito de interesses. Assim, sugere alteração mais profunda da norma, passando pela reformulação total do modelo de remuneração em vigor hoje no Brasil, devendo-se adotar a devolução total da eventual remuneração da corretora para o cliente, cobrando-se uma taxa fixa anual que considera o valor total investido pelo cliente, tal como o participante relata praticar.

De fato, diferentes estruturas de remuneração praticadas pelos intermediários contratantes de um mesmo AI podem representar uma fonte de conflitos de interesse para este último. Contudo, como observado pelo próprio participante, a norma enfrenta a questão por meio de novas exigências de divulgação de informações, especialmente o Termo de Ciência e as alterações na Resolução CVM nº 35, de 2021. Embora certamente não elimine por completo os riscos, tal abordagem é preferível à imposição de um modelo específico de remuneração a ser praticado por todo o mercado, como sugerido.

Vale ainda mencionar que o intermediário e o AI são distribuidores, ou seja, trabalham com a venda de produtos financeiros, o que contrasta com o papel dos consultores de valores mobiliários. Estes últimos são regidos pela Resolução CVM nº 19, de 25 de fevereiro de 2021, a qual parte da premissa de independência da atividade de consultoria e determina que o consultor transfira ao cliente qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua condição de consultor de valores mobiliários, exceto na hipótese de clientes investidores profissionais (art. 16, VII), sendo vedado o recebimento pelo consultor de qualquer remuneração, benefício ou vantagem, direta ou indiretamente por meio de partes relacionadas, que potencialmente prejudique a independência na prestação de serviço de consultoria de valores mobiliários (art. 18, V).

Embora evidentemente não haja impedimento a que intermediários busquem adotar práticas mais alinhadas àquelas aplicáveis aos consultores de valores mobiliários, as diferenças entre as formas de atuação dessas duas categorias de participantes de mercado justificam que elas não sejam tratadas do mesmo modo pela regulamentação. Portanto, a sugestão não foi aceita.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Mais especificamente sobre a flexibilização do tipo societário, SEAE comenta que a medida é bem-vinda e de fato tem o potencial de estimular o desenvolvimento do negócio. O participante alega que a proposta possibilita que sociedades de AIs recebam capital societário via **equity** de quaisquer fontes, ensejando maiores possibilidades de expansão. O acesso mais variado e com menor restrição a novos capitais alavancará, em sua visão, a capacidade concorrencial de tais **players**.

Ademais, SEAE remete a sua manifestação enviada no âmbito da Audiência Pública SDM nº 03/2019 quanto à admissão de sócios não registrados em tais sociedades, em que sustenta que: “a possibilidade de se admitir agentes autônomos sob a forma de sociedade empresária é positiva para a maior exposição dos AIs diante dos investidores e, conseqüentemente, o desenvolvimento do mercado de distribuição de valores mobiliários. Um sócio unicamente capitalista, que não exerça a atividade fim, pode agregar valor na forma de gestão, **marketing**, treinamento de funcionários e profissionalização em geral, das sociedades de agentes autônomos”.

AIs Livres argumenta que deve ser facultado ao AI adotar estrutura empresarial, em vez de, obrigatoriamente, adotar o tipo societário de sociedade simples que hoje vigora, e que o AI pessoa jurídica deve poder ter como sócio pessoas físicas ou jurídicas, não constituídas como AI, sem restrições.

O participante prossegue comentando que (i) o fato de o AI pessoa jurídica se organizar como sociedade simples não elimina a responsabilidade da instituição intermediária perante terceiros, não alterando, assim, o regime de responsabilidades atualmente vigente; e (ii) a adoção da natureza empresarial não implica ausência de responsabilidade da pessoa jurídica, mas sim a possibilidade de limitação de responsabilidade dos sócios da pessoa jurídica. O participante frisa que mesmo nas pessoas jurídicas organizadas sob a forma de sociedade simples a responsabilidade dos sócios é subsidiária em relação à responsabilidade da pessoa jurídica (ou seja, a responsabilidade dos sócios não é irrestrita nem solidária), conforme previsto no código civil.

Wladimir Scatimburgo elogia a iniciativa de abrir a possibilidade de contratação de não funcionários, AIs ou não (respeitando suas atividades) como também do AI pessoa jurídica possuir sócios capitalistas, pois é uma antiga demanda de mercado, e pontua que a segregação de atividades, nos dias atuais, com informática avançada, é relativamente simples.

A possibilidade de adoção de variadas formas societárias, além da sociedade simples, foi mantida na norma, e até ampliada, abarcando não apenas sociedades empresárias como qualquer forma



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

societária admitida na legislação civil. A CVM concorda com os benefícios apontados pelos participantes – muitos dos quais apontados pela própria Autarquia no Edital de Audiência Pública – e, a partir das contribuições recebidas, reconsiderou determinados aspectos da estrutura originalmente concebida de salvaguardas a essa flexibilização, para alcançar o mesmo efeito por formas menos onerosas aos agentes de mercado, como comentado a seguir.

Ainda que favoráveis ao fim da exigência de exclusividade e à flexibilização do tipo societário, os participantes que se posicionaram sobre o tema expressaram ressalvas com relação às salvaguardas que a Minuta associou a tais inovações. Muitos entendem que as vantagens que identificaram no fim da exclusividade e na flexibilização do tipo societário não só justificam o fim “real e irrestrito” da exclusividade como somente nesse cenário as vantagens em questão seriam plenamente alcançadas.

Nesse sentido, Gameleira Advogados pondera que apenas uma pequena parcela dos Als pessoa jurídica poderá se beneficiar da não exclusividade, em razão das restrições e obrigações que estão sendo propostas, logo a Resolução acabará por favorecer os Als com maior poder econômico.

Als Livres, na mesma linha, comenta que as normas, se editadas tal como propostas, devem acarretar uma redução no número de sociedades de Als e uma ainda maior concentração de mercado, em que atualmente a corretora líder possui vínculo com 80% da categoria. Para o participante, as exigências das Minutas vão contra o projeto de redução de custos de observância, exigindo que as empresas de Als tenham áreas de controle interno, com 2 diretores (de normas e controles), em redundância com as corretoras. Segundo o participante, os custos administrativos criados para a atividade de AI seriam comparáveis aos de uma corretora.

Alfredo Sequeira Filho pondera que a CVM, em 2011, impôs a exclusividade na distribuição de valores mobiliários baseada em dois argumentos refutáveis: (i) é mais fácil fiscalizar o AI se ele só operar valores mobiliários por uma corretora; e (ii) deve ser claro de quem o investidor deve cobrar a responsabilidade se o AI cometer um erro ou uma fraude. Quanto ao primeiro ponto, opina que não é possível que uma corretora fiscalize melhor um AI do que duas e que a evolução tecnológica permite maior controle e a fiscalização dos Als por parte das corretoras. Já com relação ao segundo argumento, pondera que a cobrança deve recair sobre o AI, como já ocorre atualmente, e posteriormente sobre a corretora na qual o erro ou fraude for cometido.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Gameleira Advogados comenta que o custo de fiscalização pela CVM não pode ser usado como justificativa para restringir o número de AIs não exclusivos, dada a competência de fiscalizar o sistema de distribuição de valores mobiliários, que é devidamente remunerada pela taxa de fiscalização de que trata a Lei 7.940, de 20 de dezembro de 1989, a qual considera elevada. Conclui sugerindo que seja permitido que toda pessoa, natural ou jurídica, que deseje e esteja apta a exercer a atividade de AI tenha liberdade para contratar com mais de um intermediário, assumindo os riscos e benefícios de suas escolhas empresariais. Grupo GCB traz comentários similares.

SEAE observa que o vínculo não exclusivo poderia levar a supor uma diminuição das obrigações e responsabilidades dos intermediários, o que não é verdade, segundo afirma, pois a nova proposta de resolução traz todo um capítulo dedicado ao assunto (Capítulo VI), de onde se conclui que, ao contrário do que o senso comum levaria a supor, o AI vinculado a mais de um intermediário será submetido a ainda mais controle.

Isto porque ele continuará sendo um preposto, que deverá ser fiscalizado pelo intermediário, o qual, por sua vez, responderá pelos atos praticados pelo seu contratado; no regime de não exclusividade, em vez de ser fiscalizado por apenas um intermediário exclusivo, o AI estará submetido a fiscalização de todos os intermediários com quem mantiver relação contratual e operacional, cada qual respondendo pelos atos que o AI praticar em seu nome.

Als Livres também entende haver redundância na imputação ao AI de obrigações relativas à **compliance**, prevenção e lavagem de dinheiro, **suitability**, **know your client**, dentre outras, pois elas já recaem sobre as corretoras. O participante comenta que o AI, por ser preposto, já fica sujeito à observância do **compliance** da instituição intermediária e seguirá assim quando tiver múltiplos vínculos, devendo sempre seguir as regras mais restritivas. O participante ressalta a incidência de fiscalização da B3, que administra o único mercado de bolsa de valores do País.

A necessidade de observância de regras mais restritivas entre aquelas instituídas pelos intermediários também é citada por Alfredo Sequeira Filho, segundo o qual, as regras de **compliance** das corretoras são relativamente uniformes, uma vez que estão pautadas nas normas da CVM, ANBIMA, B3 e ANCORD.

Ainda segundo o participante, a relação entre administradores fiduciários e gestores não deve servir como referência, pois o gestor é o “proprietário” do cliente, enquanto o AI atua como preposto,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

apenas distribuindo produtos para os clientes da instituição intermediária. Em outras palavras, o cliente não “pertence” ao AI.

Por fim, o participante comenta que o mecanismo de ressarcimento de prejuízo poderia continuar a funcionar conforme o sistema de determinação de responsabilidades vigentes, respondendo cada instituição intermediária pelos prejuízos causados pelos seus agentes. Sobre esse ponto, ressalta que os sistemas tecnológicos da B3 já permitem a identificação do evento prejudicial ao cliente e da instituição intermediária responsável.

A proposta apresentada pela CVM nesta Audiência Pública não trouxe mecanismos redundantes – mas sim complementares – aos dos intermediários. O foco desses mecanismos eram potenciais lacunas de responsabilidade e supervisão entre os AIs e os intermediários em um cenário de multivinculação, em especial diante dos riscos de exercício da atividade de AI por agentes não autorizados e de violação de confidencialidade de dados de clientes.

Esses riscos ainda se fazem presentes, de modo que não se mostra apropriado apenas extinguir exigências propostas ou aquelas hoje existentes na Resolução CVM nº 16, de 2021. É necessário lidar com esses riscos de maneira efetiva, a despeito inclusive de possíveis reflexos sobre a concentração do mercado, pois se por um lado a regulação deve buscar, sempre que pertinente e apropriado, eliminar barreiras à entrada, por outro, não pode artificialmente estimular o ingresso de novos agentes em prejuízo da hígidez do próprio mercado.

De todo o modo, com o propósito de alcançar a mitigação de riscos necessária com o menor nível de custos possível, a Autarquia revisitou determinados aspectos da proposta original. A versão final da regra elimina certas exigências específicas e prescritivas sobre como os AIs devem se organizar internamente, em favor de um maior foco na fiscalização exercida pelos intermediários.

Nesse sentido, foram suprimidos requisitos da estrutura interna a ser adotada pelo AI que contemplavam a presença de diretores de controles internos e de **compliance** e a submissão aos órgãos de administração de relatórios periódicos sobre controles implantados, deficiências encontradas, recomendações e avaliação de riscos.

Em substituição a essas disposições, a versão final da resolução reforça responsabilidades do intermediário na fiscalização dos AIs, especialmente no que concerne a aspectos relacionados aos



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

sistemas e procedimentos do AI na execução contínua de suas funções. Assim, a norma põe em evidência um papel fiscalizatório por parte do intermediário que transcende a mera verificação de conformidade quando ocorridos eventos específicos de captação de clientes ou a transmissão de ordens pelo AI para o intermediário (arts. 28, II, e 33 da versão final da norma).

Desse modo, deixa-se claro que não cabe ao intermediário um papel meramente passivo na interação com o AI, mas um dever de ativamente fiscalizar a capacidade do AI de cumprir a norma, dever esse que deve ser exercido ao longo de toda a vigência do contrato.

Adicionalmente, a norma exige dos AI pessoa jurídica a nomeação de um diretor responsável – que pode ser qualquer diretor, sócio ou administrador registrado como AI –, encarregado de atuar como ponto de contato e como um centro de imputação de deveres e responsabilidade perante a CVM e entidades autorreguladoras, além de atuar de forma auxiliar e subsidiária ao intermediário no que diz respeito ao cumprimento do disposto na Resolução (art. 26 da versão final da regra).

A CVM entende que tais disposições são mais simples e menos custosas, permitindo que as novas possibilidades contempladas na regulamentação, notadamente a multivinculação, sejam usufruídas por um maior número de AI, inclusive aqueles de menor porte.

Alguns participantes criticaram a lógica de “segregação” dos AIs em categorias. Wladimir Scatimburgo comenta que atividades idênticas estariam sendo discriminadas e, para fins de ilustração, faz analogia do tratamento previsto na Minuta com uma situação hipotética de bares que que pudessem vender um único refrigerante e outros que pudessem vender mais de um tipo de refrigerante. Para o participante, a criação dessas classes irá dificultar o controle da atividade do AI.

AIs Livres argumenta que não cabe segmentar os participantes, criando 2 modelos de AIs, dado que isso violaria o princípio da intervenção subsidiária excepcional do Estado sobre o exercício de atividades econômicas (art. 2º, III, da Lei nº 13.874, de 2019), favoreceria a concentração de poder, desestimularia o acesso de novos entrantes no mercado e privilegiaria os atuais grandes escritórios de AI. Com a segmentação prevista na Minuta A, alega, quem não tiver recursos e estrutura para ter 2 (dois) diretores, não poderá ter sócio investidor e será obrigado a trabalhar com apenas uma corretora.

De modo similar, Alfredo Sequeira Filho comenta que não cabe promover uma segmentação de AIs, permitindo sócios não registrados como AI em sociedades empresárias e mantendo a proibição



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

para empresas unipessoais e sociedades simples. A Minuta, segundo o proponente, cria um “super AI”, que seria o único com permissão para trabalhar com mais de uma corretora e ter sócio não AI. Isto seria um erro e uma decisão inócua, pois (i) os grandes escritórios são sócios da corretora líder de mercado e certamente não migrariam para outras corretoras; e (ii) os pequenos escritórios seriam “forçados” ainda mais a se juntarem com os grandes escritórios, aumentando a concentração de mercado. Os pequenos e médios passariam a estar sob situação ainda pior do que se encontram atualmente, na visão do participante.

Alfredo Sequeira Filho e AIs Livres estimam que a segmentação acarretaria um aumento de risco e custo (no mínimo, R\$ 50 mil por mês) com (i) contratação de 2 diretores, que respondem civil e criminalmente pelos atos de todos os sócios, associados, funcionários e estagiários, (ii) sistema para análise de perfil de clientes e eventual bloqueio da atuação de tais clientes, por desatualização de informações, inadequação ao produto ou outros fatores, (iii) sistema de prevenção a lavagem de dinheiro e (iv) sistema de risco operacional.

SEAE também expressa preocupações com agentes econômicos de menor porte, inclusive potenciais entrantes, indagando (i) se eles terão como suportar os custos dessas obrigações sem prejuízos significativos às suas atividades, à inovação e à competitividade no setor; (ii) qual será o impacto no preço final médio de bens e serviços do setor regulado como resultado da regulação; (iii) se existe um planejamento para adequação do setor; e (iv) se os agentes econômicos registrados podem sofrer concorrência desleal por parte daqueles que atuem de maneira informal ou irregular.

Em linha com observações anteriores deste Relatório, a CVM promoveu alterações que podem resultar em um arranjo menos oneroso, ainda que sem perder a hígidez necessária, de forma a contemplar a maior parte dos comentários recebidos. Nesse sentido, não há mais na norma capítulos ou seções para tratar especificamente de AI não exclusivos ou que admitam sócios não registrados – em particular, não há mais exigência de um diretor de controles internos dedicado exclusivamente a essa função nem obrigação de produção de relatórios periódicos sobre o tema.

Tais medidas contribuem para ampliar o número potencial de AIs com múltiplos vínculos, incrementando a viabilidade de tal possibilidade também para os escritórios menores e AIs pessoas naturais, e com isso contribuindo para maior concorrência na indústria de distribuição e para redução do custo de observância.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Apesar de, com isso, a questão ter restado esvaziada, cabe frisar que a analogia sugerida com “bares” e “refrigerantes”, ainda que para fins meramente ilustrativo, não é pertinente. Além de desconsiderar as diferenças significativas que existem entre as atividades objeto da comparação, a crítica sugere que estaria ocorrendo uma segregação arbitrária dos AI em categorias por força de produtos ofertados, o que não é o caso. O objetivo, que permanece presente na redação final, é alinhar diferentes prerrogativas dos agentes econômicos, que se colocam também em função da forma como atuam, com a adoção de medidas mitigadoras dos riscos decorrentes do exercício de tais prerrogativas. Neste sentido, toda a diferenciação que envolva multivinculação de AI ou ingresso de pessoas não registradas no quadro societário do AI pessoa jurídica é feita apenas na extensão necessária para mitigar riscos que essas situações podem representar a investidores e à higidez do mercado como um todo.

Quanto ao ponto levantado por SEAE sobre eventual atuação irregular de um AI não registrado, embora a imputação de responsabilidades deva sempre considerar as circunstâncias de cada caso concreto, em tese, podem ser responsabilizados administrativamente pela CVM: (i) o próprio AI pessoa natural que exerça tal atividade sem estar autorizado; (ii) o AI pessoa jurídica que tenha permitido o exercício de atividades para as quais o AI pessoa natural não possuía autorização; e (iii) os intermediários contratantes do AI, assim como o diretor responsável do AI pessoa jurídica, salvo se demonstrarem terem sido diligentes no dever de supervisionar a existência e efetividade dos procedimentos e controles do AI para inibir irregularidades deste tipo.

Cabe ainda ressaltar que a relação nominal dos AIs registrados, bem como as vinculações entre AI pessoas naturais e AI pessoas jurídicas, encontram-se disponíveis na rede mundial de computadores.

3.3 Definições (art. 2º)

A Minuta A utiliza a expressão “agente autônomo de investimento”. Alfredo Sequeira Filho e CFASB sugerem que passe a ser usado o termo “assessor de investimento”.

A minuta foi ajustada à luz da nova denominação dada pela Lei nº 14.317, de 29 de março de 2022, que passou a designar os “agentes autônomos de investimento” como “assessores de investimento”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A Minuta A contém definições específicas de (i) agente autônomo de investimento não exclusivo, (ii) agente autônomo de investimento que admite sócios não registrados, (iii) diretor de controles internos e (iv) diretor responsável pelo cumprimento de normas estabelecidas pela Resolução.

Considerando suas sugestões de extinção de outras disposições da Minuta A às quais tais definições estão associadas, Als Livres propõe que elas deem lugar a apenas uma definição de assessor de investimento, que seria então entendido como a pessoa natural ou jurídica registrada na forma da Resolução para realizar, sob a responsabilidade e como preposto de um ou mais intermediários, as atividades previstas no art. 3º e admitindo sócios não registrados como Als.

Santander sugere rever a definição dos diretores, adaptando-a à sua sugestão ao art. 14 – a ser abordada adiante no relatório – de eliminação de 2 diretores estatutários, como previsto na Minuta, em favor da manutenção de apenas um diretor responsável.

Grupo GCB sugere incluir na definição do AI não exclusivo a pessoa natural, uma vez que considera que o fim da exclusividade não deveria ser adotado apenas para aqueles revestidos sob a forma de pessoa jurídica. Frise-se que a relação entre o AI pessoa natural e a atuação em regime não exclusivo é objeto de tópico específico deste relatório.

As definições na norma foram ajustadas em função das mudanças pelas quais o texto como um todo passou e, nesse sentido, os termos “diretor de controles internos” e “agente autônomo de investimento que admita sócios não registrados” foram suprimidos da norma.

A definição de “assessor de investimento não exclusivo” foi mantida, porém adaptada à possibilidade de que o AI pessoa natural também celebre contratos com mais de um intermediário.

A definição de “diretor responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas nesta Resolução” também foi substancialmente alterada, tendo em vista a possibilidade de o AI pessoa jurídica organizar-se sob formas jurídicas que não contemplem a figura de um “diretor”. Por isso, as referências da norma abarcam também a pessoa natural que seja sócio ou administrador da pessoa jurídica.

A Minuta A indica que os termos “cliente” e “intermediário” são empregados com o sentido que lhes é atribuído na regulamentação sobre intermediação de operações com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Santander propõe a adoção de definições alternativas para tais termos. “Cliente” seria a pessoa natural ou jurídica, fundo de investimento, clube de investimento ou o investidor não residente, em nome do qual são efetuadas operações com valores mobiliários, tomador do serviço de intermediação de valores mobiliários, vinculado legalmente ao intermediário. “Intermediário” seria a instituição habilitada a atuar como integrante do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários, responsável fiduciário pelos recursos aportados pelo cliente e responsável pela segurança das informações do cliente.

O participante sugere ainda prever que o relacionamento de prestação de serviço se dá entre cliente e intermediário, sendo o AI um prestador de serviços ao intermediário, devendo atuar em nome do intermediário, como seu preposto, segundo suas políticas, regras e recomendações de investimentos.

Essas sugestões decorrem das considerações do participante, já relatadas no item 3.1, a respeito da natureza do relacionamento entre o intermediário e o AI e, em particular, da conveniência de reforçar o papel do AI como preposto do intermediário, ficando o AI limitado quanto ao uso de dados dos clientes, uma vez que o relacionamento dos clientes se dá com o intermediário.

Como antes destacado, o participante está correto em interpretar que o AI atua como preposto dos intermediários pelos quais foi contratado, seja em regime de exclusividade ou não. Contudo, os ajustes sugeridos que viriam a reforçar essa leitura não foram considerados necessários ou convenientes.

A esse respeito, a natureza da função do AI já está inserida em sua própria definição (art. 2º, I) e os conceitos transpostos da resolução que dispõe sobre intermediação de operações com valores mobiliários não os contradizem. Adicionalmente, o uso de expressões distintas em definições que lidam com a mesma realidade objetiva gera perda de padronização e conseqüente perda de compreensibilidade do conjunto das regras.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

3.4 Atividade do AI (art. 3º)

O art. 3º da Minuta A indica o que está abrangido na atuação do AI. Em particular, o inciso III deste dispositivo se refere à prestação de informações sobre produtos oferecidos e serviços prestados, o que inclui, nos termos do parágrafo único do mesmo artigo, o fornecimento de recomendações de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

investimento inerentes à relação comercial com os clientes. Neste caso, porém, é necessário que o AI deixe claro seu vínculo com o intermediário que o tenha contratado e que as recomendações sejam compatíveis com o dever de verificação da adequação do investimento ao perfil do cliente.

Als Livres sugere incluir dois novos incisos no **caput** do art. 3º contemplando a educação financeira e o aconselhamento financeiro dentre as atividades dos AIs, pois entende que, no novo modelo regulatório, passa a ser reconhecido que o AI, ademais de atuar como um “representante comercial”, promove a produção de informação, o aconselhamento de investimentos, a educação financeira e a interação com clientes.

A norma não impede que assessores de investimento adotem iniciativas de promoção da educação financeira, porém a CVM tampouco julgou conveniente incluir expressamente tal atividade no dispositivo que enumera atividades características da atuação do assessor. Essa decisão se deveu a duas principais razões.

Em primeiro lugar, sem deixar de reconhecer a importância do papel que assessores de investimento vêm desempenhando ao levar conhecimento sobre os mercados financeiro e de capitais a cidadãos e localidades que historicamente enfrentaram maiores dificuldades para acesso a esse conhecimento, deve-se igualmente reconhecer que profissionais do mercado pertencentes a outras categorias também estão aptos a atuar e em muitos casos vêm atuando de maneira semelhante.

Assim, associar a educação financeira de forma específica e expressa aos assessores de investimento poderia induzir a interpretações equivocadas de que outros agentes estariam impedidos de disseminar o conhecimento financeiro a investidores ou até mesmo de que o assessor de investimento teria não uma faculdade, mas um dever diferenciado de promover a disseminação desse conhecimento.

Em segundo lugar, uma abordagem regulatória sobre educação financeira demandaria aprofundamento adicional, inclusive com o objetivo de assegurar a harmonia com outras iniciativas sendo desenvolvidas sobre o tema.

Neste sentido, é importante mencionar que o Brasil aderiu em 2020 à **Recommendation of the Council on Financial Literacy OECD/LEGAL/0461**, com diversas recomendações, em especial, para o setor privado, evitando situações de conflito de interesse e o uso da educação financeira para promover produtos e serviços. Outras publicações da OCDE, por meio da Rede Internacional de Educação Financeira,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

da qual a CVM é membro fundadora, também trazem recomendações específicas sobre o monitoramento e a administração dos potenciais conflitos que surgem quando instituições com interesse comercial se envolvem na prestação de educação financeira.

De todo modo, é válido reforçar que a norma passa a permitir aos AIs, sejam pessoas naturais ou jurídicas, exerçam atividades que não sejam conflitantes com a assessoria de investimentos. Consequentemente, a ausência dos termos “educação financeira” ou “aconselhamento” no art. 3º não impedirá o exercício de tais atividades, caso o que se pretenda abarcar com o uso desses termos seja, na prática, condizente com a regulamentação e as diretrizes regulatórias acima referidas. Portanto, as sugestões não foram aceitas.

Adicionalmente, Als Livres entende que no novo modelo regulatório deva ser permitido ao AI recomendar aos clientes investimentos, desde que baseados (i) no perfil do cliente e (ii) em opinião de gestor, analista ou economista credenciado, sem a obrigatoriedade de a contratação dos serviços destes profissionais terem o aval do intermediário ao qual esteja vinculado. Alfredo Sequeira Filho também opina nesse sentido.

Saback Dau Advogados comenta que uma das importantes alterações propostas pela Minuta A diz respeito à ampliação do rol das atividades dos AIs no âmbito da prestação de informações sobre os produtos oferecidos, tendo o parágrafo único do art. 3º previsto expressamente que os AIs podem realizar recomendações de investimento aos clientes, desde que verificada a sua adequação ao perfil do cliente.

Neste ponto, apesar de os AIs estarem impedidos de contratar com clientes ou realizar, ainda que a título gratuito, serviços de análise de valores mobiliários, conforme disposto no art. 24, III, o participante solicita que a CVM esclareça qual é seu entendimento sobre a possibilidade de o AI contratar escritório de análise de valores mobiliários com intuito de disponibilizar os respectivos relatórios de análise aos seus clientes, e se haveria necessidade de aprovação prévia por parte dos intermediários aos quais o AI esteja vinculado. Questão similar é mencionada por Alfredo Sequeira Filho, sob a forma de sugestão para que a contratação de tais relatórios seja possível.

Já ANCORD observa que o cliente poderá ser classificado em perfis diferentes por cada intermediário no qual tenha cadastro e, ainda, que cada intermediário poderá (e provavelmente terá) políticas de **suitability** diferentes, baseadas em critérios e metodologias distintos. Este ponto também é observado por ANBIMA e XP.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

XP ressalta ainda que esse problema não seria adequadamente enfrentado por meio da aplicação da regra mais restritiva, nos moldes do art. 31, II, da Minuta A. O participante ilustra seu argumento a partir de exemplo em que um intermediário A adota política de **suitability** que permite o investimento em renda variável apenas para clientes de perfil “agressivo” e outro intermediário B segue política distinta, que permite tal investimento para clientes de todos os perfis, diferindo apenas em razão do percentual que tais ativos podem representar da carteira do cliente.

Nesse caso, um AI contratado por ambos os intermediários estaria impedido de oferecer o produto ao cliente de perfil “moderado”, caso seja obrigado a seguir a política mais restritiva, nada obstante o perfil de investidor em um dos intermediários seja compatível com tal investimento. Em outros casos, a comparação para determinar qual política é mais restritiva poderia nem sequer ser viável, dado que as políticas de **suitability** podem estar baseadas em metodologias inteiramente distintas.

Diante disso, ANCORD, ANBIMA e XP propõem adaptações ao art. 3º que, em comum, têm por objetivo obrigar o AI a inicialmente identificar de forma expressa qual intermediário está representando naquele momento e então fazer as recomendações de produtos adequadas ao perfil atribuído pelo intermediário em questão.

Santander traz críticas adicionais ao texto da Minuta, que em sua visão deveria tratar de forma mais clara a distinção de papéis entre o AI e o intermediário. Para o participante, os AIs não têm, nem poderiam ter, discricionariedade para fazer recomendações aos clientes sobre em que investir. Seu papel deveria ser limitado à apresentação de produtos ou carteiras de investimentos sugeridas pelos intermediários. Ou seja: se cabe ao intermediário a responsabilidade fiduciária, cabe a ele ser explícito sobre o comportamento que é esperado dos seus AIs (“dizer o que tem que ser feito, o que deve ser vendido”), acompanhar a aderência (“verificar se foi feito”) e monitorar desvios (“controlar tudo que foi feito fora da sua recomendação”).

Ainda segundo o participante, ao reforçar o intermediário como autor das recomendações (e responsável fiduciário último), reduz-se a discricionariedade que alguns AIs exercem na recomendação de investimentos aos clientes, eliminando a assimetria regulatória que hoje onera o modelo de consultores de investimentos. Caso algum AI queira ter discricionariedade na recomendação de investimentos, a regulamentação atual da CVM já prevê formas distintas de atuação (i.e., consultor de investimentos, distribuidoras de valores mobiliários, gestores de recursos) que possibilitam tal atuação, mas com responsabilidades e controles igualmente definidos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Em relação ao **suitability**, Warren comenta que o AI deveria considerar o **suitability** do próprio intermediário a quem esteja vinculado, especialmente no que se refere à classificação de risco do produto e o respectivo perfil do cliente. A seu ver, permitir que o AI faça um **suitability** próprio parece temerário e de difícil fiscalização pelos intermediários responsáveis.

Contudo, o participante também sugere que não seja sequer permitido aos AIs fazer recomendações de investimento, dado que isso acirraria o conflito de interesses latente na relação do AI com o cliente. Ademais, em linha com a manifestação de Santander, entende que haveria uma equiparação indesejável com o papel do consultor de valores mobiliários.

Alternativamente, caso a CVM entenda que deve prevalecer a orientação que AIs devem fazer recomendações, o participante recomenda que, no mínimo, deveria ser exigido desses AIs que (i) possuam corpo técnico certificado pela APIMEC; (ii) adotem medidas de segregação física e lógica entre o corpo técnico de distribuição e consultoria; e (iii) sejam autorizados pela CVM, na forma prevista na regulamentação vigente, a desempenharem a atividade de consultores de valores mobiliários.

Quanto à possibilidade de o AI fazer recomendações independentes daquelas feitas pelos intermediários em nome de quem esteja atuando ou de contratar analistas para embasar suas recomendações, a CVM não acatou tais sugestões, pois entende que não estão de acordo com o papel desempenhado pelo AI de preposto do intermediário.

A esse respeito, as recomendações feitas pelos AIs devem se adequar e se circunscrever aos produtos e serviços recomendados por tais intermediários, dentro do rol que cada intermediário com quem possua vínculo recomende.

A eventual contratação de analistas diretamente por parte dos AIs poderia levar a recomendações baseadas em análises que conflitam com as análises produzidas pelos profissionais da equipe de analistas dos próprios intermediários, os quais, em última análise, deverão se certificar de que a atuação dos AIs e suas recomendações são aderentes às suas políticas, inclusive de **suitability**.

Já em relação aos comentários sobre a compatibilização de políticas distintas de **suitability**, de fato, as políticas de diferentes intermediários podem não ser sempre comparáveis. Desse modo, em linha com os comentários recebidos, a norma passa a prever que o AI deve adotar a política de **suitability** do intermediário em nome de quem estiver atuando ao realizar a recomendação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Cabe salientar que caberá ao AI que possua mais de um vínculo ter os controles que lhe permitam seguir a política de **suitability** específica de cada intermediário no momento da recomendação; note-se, ainda, que faz parte das atribuições dos intermediários verificar se o AI contratado possui controles e estrutura interna efetivos para tais fins.

Portanto, as sugestões foram parcialmente acolhidas.

Laqus comenta que “hoje a realização de assessoria às pessoas jurídicas por parte dos AIs contempla tudo que envolve finanças corporativas, desde a gestão de caixa e investimentos, passando pela gestão de passivos e riscos relacionados ao mercado de capitais no âmbito das emissões de dívida e contratações de empréstimos, financiamentos e derivativos, depreendendo, portanto, um rol de operações e conhecimento aplicado destoante à qualificação atual pela qual se submetem os AI”. Sendo assim, propõe a formalização da ampliação de escopo do AI, excluindo-se a expressão “de investimento” após o termo “recomendações” do parágrafo único do art. 3º, tendo em vista que a limitação atualmente prevista na redação entra em conflito com a prática.

A sugestão não foi acatada. A mudança levaria à inserção na norma de atividades que não estão no escopo da regulamentação da CVM e do papel previsto para tais regulados no contexto da Lei 6.385, de 1976. Ademais, na extensão em que compatíveis com as atividades centrais do AI, outras atividades relacionadas ao sistema financeiro poderão ser desempenhadas, conforme expressamente previsto na redação dada ao art. 7º da versão final da regra.

Als Livres propõe ainda ajuste no atual inciso I do parágrafo único – que prevê que o AI deixe claro seu vínculo com “o intermediário” a que está vinculado –, de modo a prever que o AI deverá deixar claro seu vínculo com “o intermediário ou os intermediários” aos quais ele esteja vinculado.

Órama entende relevante dispor que, além da recomendação de investimentos, o AI pode ofertar serviços disponibilizados pelos intermediários com que tenha vínculo. Na visão do participante, a redação atual aparenta limitar-se a hipóteses em que a recomendação se refere a valores mobiliários específicos, o que não necessariamente será sempre o caso. Assim, sugere a inclusão de novo § 2º prevendo que as recomendações a que se refere o § 1º (parágrafo único na Minuta) podem se dar tanto em relação a produtos como serviços disponibilizados pelo intermediário.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A sugestão de redação apresentada por Als Livres restou prejudicada, em razão do teor do novo § 2º inserido (segundo numeração da versão final da regra), que atribui ao AI o dever de especificar o intermediário em nome do qual atua ao praticar quaisquer das atividades abrangidas pelos incisos II e III do art. 3º, ao passo que, quando atuar na prospecção e captação de clientes, o AI deve indicar todos os intermediários com os quais possua vínculo.

O ajuste sugerido por Órama não foi considerado necessário. O inciso III do **caput**, ao qual o § 3º da versão definitiva da norma faz referência expressa, já contempla “produtos e serviços” do intermediário, não se limitando a recomendações de valores mobiliários específicos.

3.5 Vínculos mantidos por AI pessoa natural

3.5.1 Impossibilidade de multivinculação de AI pessoa natural (art. 5º, I)

A Minuta A estabelece que o AI pessoa natural deve manter contrato com um único intermediário.

Als Livres entende que a proibição de Als unipessoais trabalharem com mais de uma corretora, inclusive para distribuição de cotas de fundos de investimento e títulos de renda fixa, viola a Lei nº 13.874, de 2019, dificulta o crescimento da profissão e acaba por prejudicar o investidor, em razão dos reflexos anticompetitivos gerados.

Gameleira Advogados pondera que, sem a liberdade para contratar com mais de um intermediário, o AI exercerá pessoalmente sua atividade para um único intermediário, de forma não eventual, subordinado às suas regras e de forma onerosa, o que caracteriza vínculo empregatício, nos termos da legislação trabalhista específica. Assim, a medida iria de encontro à natureza de profissional liberal que se quer dar aos Als. Este ponto também foi comentado por Als Livres.

SEAE sugere que se avalie uma maneira de possibilitar a atuação não exclusiva por parte de AI pessoa natural, já que os elementos mínimos de estrutura interna e governança propostos para os Als que atuarem fora de regime de exclusividade são incompatíveis com o exercício da atividade nesses moldes por pessoas naturais. Solicita ainda a apresentação de dados que comprovem o argumento, presente no Edital da Audiência Pública, de que pessoas naturais não atuam fora de relações de exclusividade na distribuição de cotas de fundos de investimento.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A restrição originalmente prevista para a atuação de pessoas naturais de forma não exclusiva estava associada às medidas exigidas dos AIs nessa condição, como a imposição de procedimentos e controles para preservar o sigilo de informações acessadas pelo AI, inclusive perante outros intermediários sem relação com o cliente.

Tais medidas contemplavam a manutenção de uma estrutura suplementar, embora não redundante, de controles por parte do AI, supervisionada por um diretor específico. Dada a impossibilidade de exigir que uma pessoa natural imponha controles sobre si mesma ou nomeie diretores, não foi admitida a atuação como AI fora do regime de exclusividade por parte de pessoas naturais.

Entretanto, considerando a experiência da distribuição de cotas de fundos de investimento – em que a atuação em regime de não exclusividade por pessoas naturais já é admitida –, bem como a possibilidade de um melhor aproveitamento dos papéis do AI e do intermediário de forma a reduzir os custos totais da atividade de intermediação, a versão final da norma reflete opção distinta daquela indicada originalmente na Minuta A. Assim, passou a ser reconhecida a possibilidade de o AI pessoa natural atuar sem relação de exclusividade com o intermediário.

Em contrapartida, foi reforçado o papel fiscalizatório do intermediário contratante, esclarecendo que ele não deve limitar-se à verificação de conformidade sobre atos específicos de captação de clientes, oferta de produtos ou transmissão de ordens pelo AI, mas abarcar também a verificação contínua da capacidade do AI de cumprir a norma como um todo, inclusive no que tange à preservação do sigilo de dados, quando aplicável.

No mesmo sentido, a norma exige a nomeação pelo AI pessoa jurídica de um diretor responsável, que deve atuar de forma auxiliar, coordenada e subsidiária ao intermediário em relação à fiscalização exercida pelo intermediário.

Adicionalmente, a norma traz maior clareza sobre a conduta esperada do AI não exclusivo no tocante a recomendações feitas a clientes. Nos termos do art. 3º, como já comentado anteriormente, o AI deverá identificar previamente em nome de qual intermediário atua e seguir as políticas e regras de **suitability** específicas daquele intermediário.

Por fim, para outras situações não relacionadas a recomendações, foi adotado na versão final da regra comando segundo o qual o AI deve observar as políticas, regras, procedimentos e controles



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

internos dos intermediários contratantes, sendo necessária a anuência de todos os intermediários envolvidos quanto às regras a serem observadas, quando as regras forem a princípio conflitantes. A redação dos arts. 23, §§ 3º a 5º, e 26 da versão final da norma busca detalhar essa dinâmica, além de definir o papel do acima referido diretor responsável, em sua implementação.

Desta forma a CVM considera ter dado um passo significativo para ampliar o rol de AIs que poderão atuar de modo não exclusivo, devendo monitorar, inclusive por meio de Avaliação de Resultado Regulatório (ARR), a adequação da medida no tocante à manutenção da higidez da indústria de distribuição.

3.5.2 Contratação por AI pessoa jurídica de outro AI pessoa jurídica individual (art. 5º, II)

Nos termos do art. 5º, II, o AI pessoa natural, quando não for ele próprio contratado pelo intermediário, deve ser sócio, empregado ou contratado de AI pessoa jurídica que seja contratado por um ou mais intermediários.

ANCORD questiona sobre a possibilidade de um AI pessoa jurídica contratar outro AI pessoa jurídica individual e, em sendo admitida, tal possibilidade, sugere sua previsão no art. 5º.

Als Livres também aborda o tema, ao sugerir que o AI pessoa natural deixe de ser obrigado a se vincular a empresas de AI unicamente mediante vínculo societário, passando a ser admitida a contratação de AI com base em contrato de trabalho regido pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943 (Consolidação das Leis do Trabalho – CLT), ou em prestação de serviços, via terceirização de pessoa jurídica.

A hipótese sugerida por ANCORD representa terceirização de atividade e, como tal, é vedada pelo art. 25, V da regra final. Tal medida não se compatibiliza com o regime de alocação de responsabilidades entre o intermediário contratante e o AI contratado, além de acarretar uma perda de transparência sobre a prestação efetiva do serviço.

Em relação à sugestão trazida por Als Livres, foi mantida na versão final da regra a possibilidade indicada na Minuta A de contratação, por um AI pessoa jurídica, de AI pessoa natural na condição de empregado (art. 5, II e outros).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

3.6 Objeto social exclusivo (art. 6º, II)

O art. 6º, II, requer que os Als pessoa jurídica sejam constituídos exclusivamente para prestação dos serviços abrangidos na atividade do assessor, conforme especificados na norma.

ANBIMA, ANCORD, Santander, RRZ Consultoria e XP sugerem a exclusão da expressão “exclusivamente” no inciso II, ou alteração de sua redação ou mesmo a exclusão de todo o inciso II, de forma que a norma não preveja mais que o AI pessoa jurídica possua objeto social exclusivo.

ANBIMA e Banco Santander sugerem novo parágrafo que permita ao AI pessoa jurídica o exercício de atividades complementares e não conflitantes às mencionadas no art. 3º, conforme definido no art. 14, § 3º. ANBIMA sugere ainda outro parágrafo determinando que incumbe ao intermediário verificar possíveis conflitos relacionados às atividades desempenhadas pelo AI pessoa jurídica. As alterações permitiriam que o AI pessoa jurídica possa desempenhar atividades complementares e não conflitantes, como, por exemplo, as de correspondente bancário e corretor de seguros e previdência.

Alfredo Sequeira Filho também considera desejável que os Als possam atuar na venda de produtos de seguro e previdência, desde que habilitados pela Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), e na intermediação de negócios imobiliários, se habilitados junto ao Conselho Regional de Corretores de Imóveis (CRECI).

Santander pondera que atividades como as já acima citadas não são incompatíveis e nem fragilizam a atividade do AI; pelo contrário, fazem com que o AI possa apresentar aos clientes um portfólio ainda mais completo de produtos. Adicionalmente, ao não admitir tais exceções, abre-se a possibilidade de certos profissionais optarem pela criação de mais de uma sociedade empresária que, na prática, atuaria ao lado do AI pessoa jurídica como uma só empresa, agregando complexidade sem qualquer benefício à estrutura regulatória.

ANCORD pondera que tais atividades complementares devem contar com uma estrutura apartada da atividade de AI. Sem a exigência de objeto social exclusivo, o AI pessoa jurídica teria a possibilidade exercer outras atividades relacionadas à oferta de produtos, que podem ser considerados complementares aos produtos financeiros, hipótese em que o AI pessoa jurídica deverá verificar e, conforme o caso, mitigar a existência de potenciais conflitos de interesse decorrentes do exercício de múltiplas atividades.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Analogamente, RRZ Consultoria sugere alterar o inciso II, de forma que os AIs pessoas jurídicas possam ter outras atividades em seu objeto social, desde que não conflitantes com a prestação dos serviços relacionados no art. 3º. A vedação a atividades conflitantes poderia, em sua proposta, estar prevista em parágrafo próprio.

No que diz respeito à exigência de objeto social exclusivo, XP observa que desde a primeira norma editada pela CVM para regular a atividade do AI, passando pelas normas subsequentes sobre o assunto, a exigência de que o AI pessoa jurídica possua como objeto social exclusivo o exercício da atividade de assessor, e fosse constituído exclusivamente para esse fim, sempre esteve presente. Historicamente, a existência de tal regra esteve embasada, em grande medida, na preocupação da CVM de que o AI, por meio da pessoa jurídica por ele constituída, exercesse atividades potencialmente conflitantes com a atividade de AI, tais como consultoria, análise e administração de carteira de valores mobiliários.

Apesar de essa preocupação se aplicar igualmente aos demais entes regulados do mercado de capitais, nenhum deles encontra nas normas que os regulam regra equivalente àquela aplicável aos AIs. No lugar de tal regra, a CVM optou, no caso dos demais entes regulados, por exigir que, caso exerçam outras atividades, garantam a devida segregação entre elas, bem como adote medidas para mitigar os potenciais conflitos de interesse daí decorrentes.

Ainda de acordo com o participante, a evolução dos mercados nos últimos anos vem evidenciando uma sinergia cada vez maior entre o mercado de capitais e os mercados de câmbio, crédito, seguros e previdência, fazendo com que os intermediários, de modo a melhor atender seus clientes e proporcioná-los uma experiência completa de investimento, passassem a oferecer uma solução cada vez mais completa de produtos e serviços.

Diante da necessidade de acompanhar o desenvolvimento dos intermediários ao qual estavam vinculados, e da diversidade cada vez maior de produtos por eles oferecidos, os AIs passaram a, por meio da constituição de uma segunda pessoa jurídica, exercer atividades complementares que, em razão da regra da CVM acima mencionada, não poderiam ser exercidas por meio da sociedade de AIs.

A própria Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI”), reconhecendo, por um lado, a regularidade dessa prática, esclareceu no item 44 do Ofício-Circular nº 4/2018-CVM/SMI que “a legislação não veda [...] que os agentes autônomos pessoa natural sejam



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

funcionários ou sócios de empresas que desenvolvam outras atividades (uma corretora de seguros ou um correspondente cambial, por exemplo)”. No entanto, prossegue a SMI, deve-se assegurar “que essas firmas atuem de forma completamente segregada das sociedades de agentes autônomos, posto que a atuação não-segregada configuraria o desvio de finalidade da sociedade, acarretando infração ao art. 8º, III, da Instrução”.

Passados mais de 20 anos desde a edição da primeira norma da CVM a regular a atividade dos AIs, XP entende que o estágio atual de maturidade e desenvolvimento do mercado de capitais permite a revisão da regra em questão, excluindo-se a exigência de que os AIs pessoa jurídica sejam constituídos exclusivamente para o exercício da atividade de AI.

Por fim, CFASB também comenta que a exigência de objeto social exclusivo não deveria permanecer na norma, por resumidamente quatro razões: (i) ela teria se tornado obsoleta a proposta de modernização da atividade do AI e a permissão de adoção de qualquer tipo societário, inclusive com sócios não registrados; (ii) restrição similar não existe para outros regulados; (iii) a melhor governança e estrutura interna a ser exigida dos AIs pessoa jurídica permite o exercício de outras atividades; e (iv) a atual restrição tem caráter formal, pois a grande maioria dos AIs pessoa jurídica possuem outras sociedades para realização de atividades como comercialização de produtos de previdência privada, seguros, cursos etc.

A CVM optou por eliminar a exigência de objeto social exclusivo, por considerar o estágio de amadurecimento do mercado e as demais salvaguardas instituídas pela norma para prevenção de exercício de atividades conflitantes, notadamente: (i) a instituição de um diretor responsável no âmbito do AI pessoa jurídica (art. 26) e (ii) o dever de fiscalização do intermediário contratante sobre o AI contratado (art. 7, § 3º, e 33). Também passou a prever expressamente que é permitido ao assessor de investimento o exercício de atividades complementares relacionadas ao sistema financeiro, tais como a venda de seguros e previdência, desde que não sejam conflitantes com aquelas mencionadas no art. 3º.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

3.7 Transição entre intermediários (arts. 7º e 8º - atuais arts. 8º e 9º)

Nos termos do art. 7º, caso um AI firme contrato com novo intermediário e venha a oferecer produtos e serviços desse novo intermediário a clientes com quem possua relacionamento comercial prévio, ele deve dar ciência aos potenciais investidores da celebração do novo contrato.

Contudo, a regra tem aplicação limitada a casos específicos, nos termos do parágrafo único do art. 7º. Em linha com o inciso II deste dispositivo, a comunicação ao investidor não é necessária se o contrato anterior do AI com o intermediário tiver sido rescindido há mais de 30 dias.

O art. 8º exige ainda que a comunicação feita ao investidor nessas hipóteses seja acompanhada de alerta específico sobre potenciais conflitos de interesse adicionais a que o AI possa estar sujeito, como, por exemplo, aqueles decorrentes de incentivos financeiros associados à migração de investidores para o novo intermediário.

Als Livres sugere a exclusão dos arts. 7º e 8º.⁵

A contratação do AI por um novo intermediário frequentemente é associada a incentivos ao AI para que os clientes passem a se relacionar com o novo intermediário, incentivos esses que podem não estar alinhados aos interesses dos investidores.

Como a contratação e o estabelecimento desses incentivos se dá no âmbito de um relacionamento comercial do qual o investidor não faz parte, é importante que o assessor os comunique ao investidor, a fim de que este investidor seja capaz de formar uma decisão mais informada e refletida a respeito de produtos e serviços que eventualmente lhes sejam ofertados nesse contexto.

Portanto, a sugestão não foi acatada.

ANCORD sugere a exclusão do inciso II do parágrafo único do art. 7º uma vez que, quando o AI rescinde o contrato com o intermediário, o seu acesso aos dados do cliente deste intermediário passará a ser limitado, tanto contratualmente como pelas restrições impostas pela legislação em vigor,

⁵ Embora tenha feito considerações gerais contrárias à abordagem da Minuta em relação a questões remuneratórias e de conflitos de interesse, o participante não apresenta justificativa para a exclusão dos art. 7º e 8º especificamente.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

nomeadamente a Lei Complementar nº 105, de 10 de janeiro de 2001, que dispõe sobre o sigilo das operações de instituições financeiras, e a Lei nº 13.709, de 2018.

Desse modo, alega que o cumprimento da obrigação prevista no artigo 7º de o AI, durante os 30 (trinta) dias iniciais da vigência do novo contrato, dar ciência dessa circunstância a investidores com quem já possua relacionamento comercial prévio, caso venha a oferecer a esses investidores produtos e serviços do novo intermediário poderá ficar prejudicado.

Alternativamente, sugere que, no caso do inciso II, o acesso do AI à base de dados do intermediário com quem rescindiu o contrato seja limitado de acordo com a legislação em vigor, ficando o intermediário que abrir o novo cadastro dos clientes responsável por verificar se a obrigação foi cumprida.

Santander sugere que o art. 7º passe a prever que, quando o AI vier a exercer as atividades previstas no art. 3º sob contrato firmado com um novo intermediário, este não poderá oferecer aos investidores que tenham sido captados para o intermediário anterior, produtos e serviços do novo intermediário. Os comentários do participante se baseiam em suas considerações sobre a natureza do relacionamento entre o intermediário e o AI, conforme já registrado neste relatório.

XP comenta que as novas regras propostas pela CVM nos arts. 7º e 8º da Minuta A são de suma importância no sentido de conferir ao cliente maior transparência acerca dos potenciais conflitos de interesse a que o AI pode estar sujeito quando se vincula a um novo intermediário, seja nos casos em que não rescinde o vínculo com o intermediário anterior e, especialmente, nos casos em que o vínculo com o intermediário anterior é rescindido. Sem prejuízo, entende que alguns aprimoramentos pontuais no inciso II do parágrafo único do art. 7º, e no art. 8º, merecem ser implementados.

No primeiro caso, sugere inserir, ao final do inciso II do parágrafo único do art. 7º, que devem ser observadas as limitações de acesso, pelo AI, a dados e informações do cliente protegidas por sigilo bancário e pela legislação aplicável à proteção de dados na medida em que dados do cliente tais como informações cadastrais, posição financeira, carteira de investimentos, movimentações, operações realizadas, dentre outras, somente podem ser acessadas pelo AI enquanto este estiver contratualmente vinculado ao intermediário responsável pela guarda dessas informações.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O participante alega que, por um lado, é natural que no âmbito do relacionamento comercial desenvolvido entre o AI e o cliente, o AI tenha acesso direto ao cliente por meio dos seus contatos pessoais e busque entrar em contato com os clientes com os quais desenvolveu um relacionamento comercial prévio. Porém, por outro lado, a partir do momento em que o vínculo contratual entre o AI e o intermediário é rescindido, o acesso, pelo AI, aos dados do cliente cuja obtenção, guarda e manutenção competem exclusivamente ao intermediário, não é mais possível, sob pena de violação à Lei Complementar nº 105, de 2001, e a Lei nº 13.709, de 2018.

Já no art. 8º sugere a inclusão de um parágrafo único determinando que compete ao novo intermediário fiscalizar o cumprimento, pelo AI, das obrigações de comunicação de que tratam os artigos 7º e 8º. Assim, o novo intermediário deveria assegurar-se de que os clientes com os quais o AI manteve contato nos 30 (trinta) dias iniciais da vigência do novo contrato foram informados acerca da transição e dos potenciais conflitos de interesse a que o AI possa estar sujeito em razão da celebração do contrato com o novo intermediário. Esse comando teria incidência fosse ou não rescindido o contrato com o intermediário anterior.

Inicialmente, é importante esclarecer que a norma não estipula um dever autônomo do AI de ativamente procurar clientes antigos para informar-lhes de seu contrato com um novo intermediário. A norma apenas prevê que, ocorrendo tal contato entre as partes, com a oferta de produtos e serviços do novo intermediário, o cliente seja notificado a respeito da transição do AI. Logo, não existindo nova oferta de produtos e serviços tampouco se faz necessário o contato pelo AI de clientes do intermediário original.

Assim, os dispositivos em questão não implicam qualquer contradição com a Lei Complementar nº 105, de 2001, ou a Lei nº 13.709, de 2018, como sugerido em alguns comentários. De todo modo, apenas para fins de clareza, foi acrescida ao texto final uma referência expressa à necessidade de observância da legislação aplicável.

Apesar de essas leis e, em especial, da Lei nº 13.709, de 2018, restringirem o acesso a dados de clientes do intermediário original, elas não tornam desnecessários os arts. 8º e 9º da versão final da Minuta A, pois há outras formas legítimas pelas quais esses clientes podem ser acessados. Por exemplo, dada a natureza do relacionamento direto entre o AI e o cliente, é possível que o próprio cliente contate o AI sem que este tome qualquer iniciativa nesse sentido. Mesmo nesses casos a informação sobre a transição do AI a um novo intermediário se mostra relevante para a decisão de investimento do cliente.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Por fim, foi aceita a sugestão do participante XP, esclarecendo o dever do novo intermediário de fiscalizar o cumprimento do disposto nos arts. 8º e 9º da regra final.

Adicionalmente, de forma a harmonizar a sugestão acima com o arcabouço regulatório aplicável ao processo de cadastro de clientes pelos intermediários, XP propõe alterar os anexos 11-A e 11-B da atual Resolução CVM nº 50, de 31 de agosto de 2021, para dispor que a comprovação de efetivação da comunicação de que tratam os artigos 7º e 8º da Minuta A integrem o conteúdo mínimo do cadastro de investidores.

Como mencionado acima, a CVM não considera conveniente tratar o cumprimento dos arts. 8º e 9º da regra definitiva de forma diferenciada em relação aos demais itens da norma. Adicionalmente, o conteúdo do cadastro mínimo e a própria finalidade pela qual a Resolução CVM nº 50, de 2021, requer tal cadastro são de natureza distinta da informação que o proponente sugere acrescentar ao cadastro. Portanto, a sugestão não foi acatada.

3.8 Credenciamento de AI pessoa natural (art. 13 – atual art. 15)

O art. 13 trata dos requisitos mínimos para credenciamento do AI pessoa natural.

O inciso I deste dispositivo prevê a conclusão de ensino médio no País ou equivalente no exterior; o inciso II trata da aprovação em exame de qualificação técnica e ética. No Edital da Audiência Pública, a CVM indicou interesse em colher percepções sobre a conveniência e a oportunidade de elevar o requisito objeto do inciso I, passando-o para a conclusão de nível superior.

ANBIMA, B3 e Saback Dau Advogados posicionam-se pela manutenção dos critérios atuais.

A primeira argumenta que a eventual exigência de nível superior poderia trazer disparidade entre os profissionais que já atuam na distribuição de produtos financeiros, já que atualmente as certificações por ela instituídas para a atividade não têm tal requisito. ANBIMA ressalta ainda a obrigatoriedade já existente de aprovação em exame de qualificação técnica e ética definido pela CVM, conforme o inciso II do mesmo art. 13.

B3 cita que a certificação competente aplicada pela ANCORD, entidade credenciadora de AI aprovada pela CVM, vem se provando suficiente como habilitação necessária para que o AI exerça de forma adequada a atividade regulada.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Saback Dau Advogados, além de também citar a certificação como suficiente, pondera que a atividade desempenhada pelos AIs é de cunho eminentemente comercial e que a exigência de conclusão do ensino superior não fará com que, necessariamente, se eleve o nível técnico dos AIs, mas tão somente limitará o acesso a esta atividade.

Já CFASB e Planejar entendem que deveria ser exigida, como regra geral, a conclusão de ensino superior no País ou no exterior, com a exceção de casos de comprovada experiência ou notório saber na área de atuação que viabilize o exercício da profissão (tal como previsto nas normas sobre consultores e administradores).

A primeira alega que a formação em nível superior, independentemente da área de formação, propicia ao profissional um ganho intelectual e que a rotina acadêmica possibilita um contato maior com a leitura, resultando em formação de senso crítico, no raciocínio lógico e na racionalização de situações da vida. Tal requisito em sua opinião tende a trazer profissionais mais qualificados para o exercício da atividade, capazes de melhor compreender e orientar os investidores na recomendação de produtos.

Planejar, ademais, no que diz respeito as certificações aceitas para o credenciamento, comenta que seria interessante que elas fossem ampliadas, considerando também o CFP como certificação homologada e aceita para o credenciamento de um AI.

De modo similar a CFASB e Planejar, BR Invest também aponta que nas normas que regulam a administração de carteiras e a consultoria de valores mobiliários, a exigência de ensino superior, mesmo se fazendo presente, admite exceções mediante análise prévia do mérito pela CVM (considerando experiência, notório saber etc.). Desse modo, opina que, caso se decida por exigir o ensino superior como requisito, deveriam igualmente ser admitidas exceções em que se poderia pleitear a sua dispensa, mediante comprovação específica de experiência profissional, promovendo assim a igualdade de tratamento entre todas as atividades.

Também citando o tratamento dispensado a outras categorias de atuação profissional no mercado de capitais, AIs Livres e Alfredo Sequeira Filho comentam que a CVM deve dispensar a certificação do AI que comprovar (i) experiência profissional de, no mínimo, 7 anos; ou (ii) notório saber e elevada qualificação em área de conhecimento que o habilite para o exercício de suas funções.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Adicionalmente, quando exigida a certificação, deveriam ser considerados, segundo Alfredo Sequeira Filho, o “CPA 20”, “CFP”, “CEA” e “CFA”.

A CVM concorda com as manifestações recebidas no sentido de que o requisito de aprovação em exame de qualificação técnica e ética já produz efeito próximo ao de uma eventual exigência de conclusão de nível superior, o que justifica assumir que os ganhos decorrentes da introdução de tal exigência tenderiam a ser pequenos.

Diante disso, avaliou-se que os benefícios da nova regra não compensam a restrição que seria imposta ao exercício de atividade profissional e, portanto, foi mantido na versão final da norma o requisito de conclusão apenas do ensino médio.

3.9 Credenciamento de AI pessoa jurídica (art. 14 – atual art. 16)

O art. 14 trata de requisitos para credenciamento de AI pessoa jurídica.

O inciso II estipula necessidade de adoção de formas societárias permitidas pela legislação em vigor⁶.

Grupo GCB sugere que se troque “legislação” por “legislações” no art. 14, II, para fazer constar a pluralidade de normas que abrangem formas societárias permitidas, como, por exemplo, a Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

A modificação não foi considerada necessária. A interpretação desejada pelo participante já pode ser extraída do texto originalmente proposto.

O inciso III do art. 14 trata da necessidade de objeto social exclusivo e da vedação à participação do AI pessoa jurídica em outras sociedades.

Por razões similares e já abordadas anteriormente neste relatório, AIs Livres, ANBIMA, ANCORD, Santander, BR Invest, CFASB, RRZ Consultoria e XP defendem a eliminação do requisito em

⁶ O dispositivo ressalva casos de AI não exclusivos ou que admitam sócios não registrados, para os quais é exigida a forma de sociedade empresária, nos termos do art. 34. A maior parte das manifestações sobre o tópico critica exatamente tal exceção, entendendo que a flexibilização deveria ser aplicada a todos os tipos de AI pessoa jurídica. Essas críticas serão relatadas no tópico específico deste relatório sobre os AI pessoa jurídica que não são exclusivos ou que admitam sócios não registrados. Por ora, são tratados apenas comentários remanescentes em relação a esse dispositivo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

questão, sendo algumas das propostas de redação enviadas limitadas ao trecho sobre o objeto social exclusivo e outras abarcando o dispositivo como um todo, inclusive a parte da vedação à participação em outras sociedades.

Por razões também já descritas anteriormente, foi eliminado o requisito de objeto social exclusivo, assim como foi suprimida a vedação à participação do AI em outras sociedades. A CVM considera que as demais salvaguardas e disposições que fazem parte da regra são suficientes para prevenir práticas irregulares na ampla maioria dos casos e, quando necessário, responsabilizar os agentes que lhes tenham dado causa.

Por fim, o art. 14, IV, contempla o requisito de indicação de um diretor de controles internos e um diretor responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas pela Resolução. Este dispositivo também recebeu comentários, a serem sintetizados em tópico específico deste relatório.

3.10 Denominação dos AIs (art. 14, § 1º - atual art. 16, § 1º)

O art. 14, § 1º, trata da necessidade de inclusão da expressão “Agente Autônomo de Investimento” na denominação da pessoa jurídica, assim como nos nomes de fantasia eventualmente utilizados.

ABAAI solicita que haja disposição expressa na norma que autorize os AIs pessoa jurídica a adotar a mesma denominação social de outra pessoa jurídica da qual os sócios da AI também sejam sócios. O participante alega que os intermediários, mesmo sem base legal ou regulatória, têm exigido diferenciação de tais denominações. AIs Livres, por seu turno, requer que o § 1º não mais preveja que da denominação deva constar a expressão “Agente Autônomo de Investimento”. Questão similar foi também mencionada por Alfredo Sequeira Filho.

CFASB entende que a utilização da expressão “Agente Autônomo de Investimento” no nome fantasia não deve continuar a ser exigida.

Primeiramente, pois o nome fantasia é a designação popular da sociedade, geralmente com um viés comercial maior, visando agregar mais popularidade à marca e torná-la próxima e conhecida junto ao público. Nessa seara, são levados em conta diversos fatores para distinção da marca e aceitação junto ao público. Segundo o participante, ao tornar obrigatória a adoção da expressão “Agente Autônomo de Investimento” no nome fantasia, a norma pode comprometer o trabalho de construção da marca.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Em segundo lugar, o participante alega ser dever do AI pessoa jurídica dar clara ciência ao investidor dos limites de sua atuação e, a partir do novo marco regulatório, deverá também dar transparência da remuneração recebida. Em sua visão, isto possibilitará ao investidor identificar o papel do AI na cadeia de distribuição de valores mobiliários, não sendo necessária a utilização da expressão no nome fantasia.

Por fim, CFASB destaca que exigência semelhante em relação ao nome fantasia não é feita para outros regulados, o que representaria um tratamento não equitativo em desfavor dos AIs. Desse modo, sugere excluir trecho do art. 14, § 1º, que trata de nomes de fantasia eventualmente utilizados.

Em relação ao termo “agente autônomo de investimento”, a obrigatoriedade de seu uso naturalmente deixa de existir com a nova nomenclatura de “assessor de investimento” prevista em lei.

Contudo, em relação ao uso de uma sigla distintiva em sua denominação, a intenção da regra é prevenir práticas que possam levar o investidor a uma percepção equivocada das funções do assessor de investimento, especialmente evitando que sejam confundidos com consultores ou administradores de carteira, além de permitir uma associação imediata do assessor de investimento com sua atividade e sua condição de preposto.

Ademais, vale registrar que outras pessoas jurídicas que exercem atividades reguladas nos mercados financeiro e de capitais, como corretoras e distribuidoras, por exemplo, também contam com expressões em sua denominação que buscam facilitar a compreensão do papel por elas desempenhado.

Desse modo as sugestões não foram acatadas, mas foi incluído dispositivo transitório ao final da Resolução para permitir que a troca da nomenclatura agente autônomo de investimento para assessor de investimento ou AI possa ocorrer por ocasião da próxima alteração que vier a ser realizada no contrato social ou documento equivalente.

3.11 AI pessoa natural como sócio de vários AIs pessoa jurídica (art. 14, § 2º - atual art. 16, § 2º)

A Minuta A impede que um mesmo AI pessoa natural figure como sócio, empregado ou contratado de mais de um AI pessoa jurídica.

AIs Livres pleiteiam a exclusão dessa restrição.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A redação do art. 16, § 2º, da versão final da Minuta A, foi alterada de forma a centrar-se no exercício da atividade, e não mais em mera participação societária, ou seja, um AI que seja sócio de um AI pessoa jurídica, desde que não atue como AI, poderá ser sócio de outros AIs pessoa jurídica. Continua a ser vedado, todavia, que um mesmo AI pessoa natural atue por meio de múltiplos AIs pessoa jurídica.

3.12 Restrições a participações no capital social de AI pessoa jurídica (art. 14, § 3º)

A Minuta A prevê que o AI pessoa jurídica não pode ter como titular direto ou indireto de ações ou cotas representativas de seu capital social pessoas naturais ou jurídicas que (i) exerçam atividades conflitantes com os interesses da sociedade; (ii) sejam consultores de valores mobiliários; ou (iii) sejam administradores de carteiras.

Diversos participantes se manifestaram em favor da exclusão dessa restrição.

Um dos argumentos mencionados é que a norma não teria como prever, **a priori** e em abstrato, todas as hipóteses de conflito. Diante disso, uma melhor abordagem seria identificar conflitos **a posteriori**, ou seja, após a ocorrência de fatos específicos, sem paralisar o AI pessoa jurídica, em linha com a corrente doutrinária usualmente associada ao conflito de interesses material. Posicionaram-se nesse sentido ABAAI, Champs Advogados e RRZ Consultoria.

BR Invest acrescenta que a vedação “impessoal” e “genérica” dirigida àqueles que exerçam atividades conflitantes com interesses da sociedade poderia gerar risco de litígios judiciais e necessidade de arbitragem recorrente por parte da CVM. Warren também alerta para a necessidade de a CVM identificar objetivamente hipóteses de conflito, sob pena de o caráter subjetivo resultar em inúmeras consultas de intermediários.

Argumenta-se também que a restrição contraria dispositivos da Lei nº 13.874, de 2019, em especial em seus art. 3º, V, e 4º, I, II e VII. Alegações nesse sentido foram enfatizadas em especial por ABAAI e Champs Advogados.

ABAAI, B3, BR Invest, CFASB, Champs Advogados e Grupo GCB apontam ainda que a restrição constante no art. 14, § 3º, da Minuta A não encontra paralelo nas regras aplicáveis a consultoria de valores mobiliários, análise de valores mobiliários e administração de carteira. BR Invest aponta que instituições financeiras atuam livre e simultaneamente em diversos setores conflitantes e o desenvolvimento de outros mecanismos para lidar com os riscos inerentes vem se mostrando eficaz.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Em relação a esse ponto, a própria BR Invest, assim como B3 e Santander ponderam que outras formas de lidar com o possível conflito de interesses entre atividades passam por pontos que estão sendo objeto da proposta de reforma. Nesse sentido, mencionam que os AIs pessoa jurídica devem manter regras, procedimentos e controles internos para identificação e mitigação das situações de conflitos de interesses.

Tais regras, na visão de participantes como Santander, BR Invest, CFASB, Champs Advogados Grupo GCB, RRZ Consultoria e XP, deveriam centrar-se na segregação de atividades (“**Chinese Wall**”), de modo que o desempenho simultâneo de atividades de AI e atividades de consultoria ou gestão seja proibido, mas não a mera participação societária de tais agentes.

CFASB enfatiza que a restrição deveria recair sobre o exercício de atividades, na sociedade ou fora dela, em vez de aplicar-se ao quadro societário. O participante indica como referência o caso do diretor responsável pela administração de carteiras, que, nos termos do art. 4º, § 2º, da Resolução CVM nº 21, de 25 de fevereiro de 2021, não pode ser responsável por nenhuma outra atividade no mercado de capitais, na instituição ou fora dela. O participante aponta ainda a possibilidade de ofertas públicas de ações de escritórios de AI, quando as restrições ao quadro acionário seriam de cumprimento impossível.

BR Invest ressalta que a mera vedação – em detrimento de opções para as quais o mercado já está maduro e que privilegiam a maior transparência, controles e punição de desvios – termina por estimular soluções “criativas” e mais frágeis, para agregar uma gestora ou consultoria a um “grupo empresarial” que se constitui inicialmente como uma operação de AI de sucesso. Questão similar é levantada por RRZ Consultoria.

Grupo GCB compartilha as mesmas percepções dos demais participantes no tocante à inadequação da vedação contida no art. 14, § 3º, mas cita a possibilidade de a norma exigir que os sócios do AI pessoa jurídica atendam critério de reputação ilibada e outros requisitos exigidos dos AIs pessoa natural, tendo sugerido novo dispositivo (§ 4º) para esse fim.

XP também é contrária à proibição absoluta, que acredita ser inferior a um regime de permissão acompanhado de atribuição de responsabilidades. O participante lembra, ademais, que para que possa exercer atividades de administração de carteira, consultoria ou análise de valores mobiliários o AI registrado para tais atividades deve cancelar seu credenciamento, o que, por si só, já mitiga ou elimina o risco de exercício concomitante de tais atividades.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

B3 salienta que a principal mitigação de eventuais conflitos de interesses se dá pela proposta trazida pela Minuta B, cuja potencial implementação visa trazer ao investidor total **disclosure** a respeito das taxas e custos envolvidos em suas operações, com o objetivo de reduzir potenciais conflitos na recomendação de produtos, dando ao investidor informações importantes para tomada de decisão sobre seus investimentos. Outros participantes, como ANCORD, RRZ Consultoria e Saback Dau Advogados, também apontam a obrigatoriedade de informar o cliente sobre conflitos de interesse como uma forma de lidar com preocupações visadas pela norma, sem acarretar proibição de participação no capital social. Saback Dau Advogados também sugere como uma das formas de mitigação de conflitos de interesses a renúncia, pelo AI, de remuneração decorrente da atividade que ocasione o conflito.

Santander aponta que a Minuta – sobretudo ao dar a entender que nenhuma empresa que tenha como coligada, controladora ou controlada outra empresa cujo objeto social envolva atividades de consultoria de valores mobiliários ou administração de carteiras – restringiria excessivamente opções de capitalização dos AIs, que precisariam buscar parceiros exclusivamente fora do mercado financeiro e de capitais. B3 também comenta sobre impactos que as restrições teriam em relação à atração de sócios capitalistas e à adoção de formas jurídicas compatíveis com a complexidade e o porte que muitos AIs atingiram ou almejam atingir.

Tangenciando as mesmas questões levantadas pelos demais participantes quanto a vedações associadas à mera participação no capital social, Saback Dau Advogados aborda o tema sob a forma de solicitação de esclarecimentos a respeito do entendimento da CVM.

O participante indaga sobre como seriam vistas as hipóteses de o AI pessoa jurídica ter como sócios (i) pessoas naturais que participem do capital de administradores de carteira ou consultores, sem exercerem tais atividades ou mesmo estarem habilitadas para fazê-lo; e (ii) pessoas jurídicas que detenham participação no capital social de administradores de carteiras ou consultores. O participante também questiona sobre a possibilidade de o AI pessoa natural participar do capital de administradores e consultores, sem ingerência sobre a atividade fim de tais agentes.

Warren é favorável a medidas de reforço de **Chinese wall** por parte dos AIs, porém, divergindo das demais manifestações apresentadas sobre o tema, entende que, ainda que tais medidas sejam adotadas, gestores e consultores não poderiam ser sócios de AI pessoa jurídica. O participante também sugere que a CVM se posicione expressamente a respeito da possibilidade de corretoras, bancos e distribuidoras serem sócios de AIs pessoa jurídica.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A vedação presente no art. 14, § 3º da Minuta que foi colocada em consulta pública, foi revista. Em consonância com os comentários recebidos, a CVM entendeu que a proibição deve ter por núcleo o exercício de atividades conflitantes, e não a mera participação acionária em sociedades que desempenhem tais atividades. Contudo, o exercício de atividades conflitantes não é admitido nem mesmo sob um regime de segregação de atividades.

A CVM acredita que esse arranjo concilia, de um lado, a flexibilidade para adoção de estruturas societárias que facilitam a captação de recursos pelo AI junto a sócios externos e, de outro lado, a mitigação de riscos de condutas nocivas ao interesse dos investidores.

Ademais, cabe novamente salientar o papel dos intermediários contratantes como responsáveis por supervisionar os AIs contratados para que observem a vedação de exercício de atividades conflitantes com a atividade de AI.

A respeito da caracterização de tais atividades, não é possível exaurir de modo prévio e abstrato as hipóteses de conflito. Todavia, com objetivo de trazer maior clareza e segurança jurídica, algumas das principais hipóteses de atuação entendidas como conflitantes foram enumeradas em caráter exemplificativo (art. 7º, § 1º).

3.13 Prazo de suspensão do credenciamento (art. 16 – atual art. 18)

Nos termos do art. 16 da Minuta A, o credenciamento do AI pode ser suspenso a seu pedido, sendo a suspensão válida por 1 ano. Contudo, a suspensão somente deve ser concedida se decorridos pelo menos 3 anos da concessão do credenciamento ou do término do último pedido de suspensão.

ABAAI e Champs Advogados postulam que, tal como previsto nas Resoluções CVM nº 19 e nº 21, ambas de 2021, o art. 16 preveja que a suspensão do credenciamento possa perdurar por até 36 meses, em vez de 1 ano, de forma a alinhar o prazo com o aplicável para consultores de valores mobiliários e administradores de carteira. AIs Livres, em sentido semelhante, requer que a suspensão do credenciamento possa ser prorrogada anualmente.

Adicionalmente, AIs Livres requer que seja eliminada a previsão de que a suspensão só possa ser concedida após 3 anos da data de concessão do credenciamento ou do término de seu último pedido de suspensão.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A sugestão de ampliação do prazo de suspensão, para harmonização com o prazo aplicável a outros profissionais do mercado de capitais, foi considerada pertinente e refletida na norma.

Quanto à possibilidade de supressão do intervalo temporal mínimo para pedidos de suspensão, a medida não foi considerada adequada, por estimular requerimentos frívolos de suspensão de credenciamento e sua reversão, em prejuízo das demais atividades que devem ser desempenhadas pelas entidades credenciadoras e pela CVM.

Cabe mencionar, ademais, que o prazo de análise, pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI, nos casos de recurso à CVM nas hipóteses de (i) indeferimento de pedido de credenciamento de AI pela entidade credenciadora (art. 17, § 2º da versão final), e (ii) no caso de cancelamento do credenciamento do AI pela entidade credenciadora (art. 22, § 2º da versão final) foi ampliado de 10 para 20 dias úteis, considerado mais condizente com a potencial complexidade de tais matérias.

Adicionalmente, a Autarquia entendeu conveniente alterar o tratamento dado ao credenciamento suspenso por prazo superior ao limite máximo (que passa a ser de 36 meses).

Pelo regime atual, ao fim do prazo limite, há reversão automática da suspensão e, por decorrência, o AI passa novamente ter de cumprir obrigações normativas e a pagar as taxas aplicáveis, o que se mostra, em muitas das vezes, inadequado e oneroso, tanto para o AI, que pode não mais ter interesse em permanecer atuando como tal, quanto para a CVM, que deve implementar procedimentos de cobrança de taxa de fiscalização sobre AIs que não voltaram efetivamente a atuar nesta indústria.

Desse modo, foi acrescido novo dispositivo no art. 19 que prevê que, caso a suspensão do credenciamento ultrapasse o período de 36 (trinta e seis) meses a partir de seu deferimento, a entidade credenciadora deve contatar o AI e, a depender de sua intenção de não voltar a atuar como tal, proceder ao cancelamento do credenciamento.

3.14 Dever de descrever a forma de remuneração (art. 21 – atual art. 23)

Nos termos do art. 21, parágrafo único, III, da Minuta A, o AI deve, sempre que solicitado por clientes, descrever a forma como é remunerado por produtos e serviços oferecidos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Santander sugere que o dispositivo em questão preveja que o AI, em vez de descrever a forma como é remunerado por produtos e serviços oferecidos sempre que solicitado por clientes, mantenha seção em sua página na rede mundial de computadores com descrição de suas formas de remuneração pela oferta de produtos e serviços e potenciais conflitos de interesse, incluindo as taxas, percentuais e valores envolvidos na sua remuneração, direta ou indiretamente.

O participante argumenta que a criação de AIs não exclusivos enseja risco de conflito de interesse na remuneração recebida por estes AIs entre diferentes intermediários. Há, portanto, segundo alega, a necessidade de novos controles ligados especificamente a esta questão e, nesse sentido, propõe que, em linha com as obrigações que estão sendo criadas pela Minuta B, voltadas ao intermediário, também o AI deverá divulgar ao público em geral a forma como é remunerado.

Entre as informações a serem prestadas pelo intermediário a respeito de sua remuneração já se encontra a parcela correspondente a AIs, o que permite ao investidor obter informações consolidadas por uma única fonte. Adicionalmente, as exigências de estruturas, sistemas e controles internos aplicáveis aos intermediários os deixam mais bem posicionados para prestar a informação de forma confiável e tempestiva ao investidor.

Diante disso, não foi considerado necessário replicar para o AI o dever previsto na Minuta B e direcionado aos intermediários de manter em sua página na rede mundial de computadores a descrição de formas de remuneração. É válido destacar, a propósito, que muitos AIs são pessoas naturais e a norma não os obriga sequer a que mantenham páginas na rede mundial de computadores.

Todavia, ainda que o AI não precise manter a descrição de sua remuneração disponível na rede mundial de computadores, ele a deve informar diretamente ao investidor, sempre que demandado.

A esse respeito, dado que esse investidor é aquele que indiretamente suporta o ônus da remuneração, a norma buscou alcançar um nível elevado de transparência, abarcando aspectos tanto quantitativos como qualitativos da forma de remuneração do assessor de investimento, inclusive no que diz respeito a eventuais adiantamentos feitos pelos intermediários (art. 23, § 2º, da versão final da regra), que têm sido frequentemente verificados na prática e podem influir significativamente nos incentivos envolvidos na oferta de produtos e serviços.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

3.15 Deveres do AI na oferta de produtos e serviços (art. 21 – atual art. 23)

Santander sugere, com base na mesma argumentação resumida no item 3.4 deste relatório, a inclusão de novos deveres para o AI, no sentido de:

- i) quando da oferta do produto ou serviço, indicar o intermediário para o qual esteja atuando na qualidade de seu preposto; e
- ii) nos casos em que, por solicitação do investidor, vender produtos ou serviços em desacordo com as recomendações feitas pelo AI, garantir a correta formalização da solicitação por meio de um termo de anuência específico.

O termo de anuência em questão seria um novo documento por meio do qual o investidor (i) daria ciência de que o intermediário envia mensalmente ao AI carteiras e produtos de investimento recomendados para diferentes perfis de investidor; (ii) daria ciência de que o AI só está autorizado a oferecer produtos e serviços compatíveis com recomendações do intermediário aderentes ao perfil do investidor em questão; e (iii) declararia ter optado por realizar investimento em desacordo com recomendação do intermediário para seu perfil.

O dever de verificação da compatibilidade das recomendações com o perfil dos clientes compete ao intermediário, nos termos da Resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021, cujo art. 7º já trata das medidas a serem adotadas quando o investidor decide realizar operações em desacordo com seu perfil.

Tais medidas, à semelhança daquelas sugeridas pelo participante, também envolvem a obtenção de ciência por parte do investidor, não são afastadas quando a operação é realizada por meio de um AI.

Desse modo, o acolhimento das sugestões do participante, resultando na necessidade de apresentação de mais um documento somente em função da interação do AI com o investidor, levaria a obrigações redundantes e a produção de informações com potencial de confundir o investidor.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

3.16 Instituição de ouvidoria pelo AI

A Minuta A não exige que o AI conte com ouvidoria própria.

XP sugere que AIs passem a ter essa obrigação, pois, em um cenário em que o cliente seja atendido por um AI vinculado a múltiplos intermediários, podem ocorrer situações em que não ficará claro para o cliente, ao menos em um primeiro momento, a quem deverá recorrer: se diretamente ao AI que o atende ou se a algum dos intermediários contratantes desse AI.

Dada a visibilidade do AI não exclusivo sobre operações do cliente junto a vários intermediários e, ainda, seu papel de ponto direto de contato com o cliente, o participante entende que tais AIs devam contar com ouvidoria própria, responsável por dar o primeiro tratamento às demandas dos clientes por eles atendidos. A implantação da proposta do participante passa por alterações tanto a Minuta A como a Resolução CVM nº 43, de 17 de agosto de 2021.

É importante ressaltar que os AI atuam na condição de prepostos dos intermediários. Ainda que atuem no cenário de multivinculação e que um cliente específico tenha realizado operações em diversos intermediários, é necessário que o cliente tenha clareza em qual intermediário uma operação foi realizada. Nesse sentido, foram incluídos dispositivos específicos (art. 3º, § 2º da versão final da Minuta A) que obrigam o AI a especificar, no seu contato com o investidor, o intermediário em nome de qual estiver atuando no momento.

Ademais, incumbe aos intermediários fiscalizar as atividades dos AI por eles contratados, inclusive dentro do regime de não exclusividade, atividade que contempla a verificação da estrutura interna, dos sistemas e dos processos dos AI para que atuem em conformidade com a regulamentação, e assim, sejam capazes de segregar as transações realizadas, bem como informar corretamente ao investidor as operações realizadas junto a diferentes intermediários, quando for o caso.

Por fim, a sugestão representaria um elevado custo de observância para os AIs, especialmente os de menor porte, além de ser incompatível com a atuação de AI pessoas naturais, na contramão da direção adotada pela norma. Ademais, tais custos seriam em grande parte redundantes com os incorridos pelos próprios intermediários, que continuariam obrigados a manter ouvidorias. Portanto, a sugestão não foi acolhida.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

3.17 Materiais de divulgação utilizados pelo AI (art. 22 – atual art. 24)

ANBIMA e XP sugerem incluir disposição no art. 22 que obrigue o material publicitário do AI exclusivo a ser prévia e expressamente aprovado pelo intermediário. Santander faz a mesma sugestão abrangendo também os casos de AI não exclusivos.

ANBIMA, ANCORD e XP, no caso de AI não exclusivos, entendem que o próprio AI deve ser responsável pelo conteúdo, sem aprovação dos intermediários, pois a aprovação seria de difícil operacionalização e não traria benefícios substanciais.

Santander entende que a aprovação do intermediário só não seria necessária em materiais institucionais, que promovam única e exclusivamente a sua atividade como AI, sem a menção a produtos de investimentos. Tal material desenvolvido e utilizado sem a aprovação do intermediário seria de responsabilidade exclusiva do AI.

Diversamente do previsto na Resolução CVM nº 16, de 2021 (art. 16, II), a nova norma editada não contempla a necessidade de aprovação, por parte do intermediário, dos materiais utilizados pelo AI. Tal exigência pode ser disciplinada em âmbito contratual entre as partes, caso julguem adequado, sendo certo, no entanto, que a eventual ausência de aprovação prévia pelo intermediário não afasta sua responsabilidade por atos praticados pelo AI, nos termos do art. 27.

O art. 22, **caput**, III, prevê que o AI deve abster-se de fazer referências aos produtos, canais de comunicação e demais informações dos intermediários pelos quais tenha sido contratado de modo que possa provocar dúvidas sobre qual o intermediário a que a informação se refere. Adicionalmente, o § 1º do mesmo art. 22 veda a adoção de logotipos ou de sinais distintivos do próprio assessor de investimento ou da pessoa jurídica de que ele seja sócio, desacompanhados da identificação do intermediário pelo qual tenha sido contratado.

Saback Dau Advogados enxerga potencial contradição entre tais dispositivos e solicita esclarecimentos sobre se o objetivo é que AIs vinculados a mais de uma instituição intermediária: (i) fiquem obrigados a elaborar um material para cada instituição; ou (ii) caso elaborem um único material, disponham de forma clara quais os produtos e informações apresentados estão associados a cada instituição intermediária.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A norma não impede nem obriga que os AIs elaborem materiais específicos e separados com as designações de cada intermediário pelos quais tenham sido contratados.

A norma impede somente (i) o uso de logotipos e sinais distintivos do AI desacompanhados da identificação do intermediário (art. 24, § 1º) e (ii) o uso de referências a produtos, canais de comunicação e outras informações de intermediários de modo que possa provocar dúvidas sobre a qual intermediário a informação se refere (art. 24, III).

Conseqüentemente, caso opte por produzir material com informações que digam respeito a dois ou mais intermediários com os quais mantenha contrato, o AI deve incluir a identificação desses intermediários e zelar para que as informações permitam associar os produtos e serviços aos respectivos intermediários.

Ademais, no inciso IV, que trata da divulgação dos AI pessoas naturais que atuem no AI pessoa jurídica, a redação foi alterada para que o material de divulgação traga, tão somente, a página na rede mundial de computadores onde tal rol possa ser consultado.

Alfredo Sequeira Filho e AIs Livres requerem alteração da atual redação do § 1º do art. 22, acima mencionado. A associação sugere a adoção de uma redação que se limite a determinar ao AI pessoa jurídica que informe, apenas em seu **website**, os intermediários pelos quais tenha sido contratado.

Sugere ainda a exclusão do inciso I do § 2º, que prevê a aplicação do art. 22 às apostilas e a qualquer outro material utilizado em cursos e palestras ministrados pelo AI ou promovidos pela pessoa jurídica de que ele seja sócio.

Como já observado anteriormente, a possibilidade de atuação do AI fora de regime de exclusividade não afasta seu caráter de preposto do intermediário nem as responsabilidades do intermediário pelos atos praticados em seu nome pelo AI.

Os dispositivos a que os participantes se referem buscam propiciar uma visualização imediata e clara dessa relação entre o AI e o intermediário para o público externo e, por isso, são importantes dentro da estrutura da norma. Assim, as sugestões não foram acolhidas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

3.18 Vedações (art. 24 – atual art. 25)

3.18.1 Elaboração e envio de extratos

A Resolução CVM nº 16, de 2021, veda, em seu art. 18, VIII, a confecção e o envio pelo AI de extratos a clientes contendo informações sobre operações realizadas ou posições em aberto. Essa disposição não foi reproduzida na Minuta A.

ANBIMA, BSM, Santander e XP solicitam que a nova resolução a ser editada continue a prever tal vedação.

Para ANBIMA, a supressão dessa previsão gera preocupação em virtude do alto risco de fraudes e possíveis erros informacionais, inclusive no tocante à metodologia de apuração de preços.

XP pondera que os extratos em questão são documentos de grande importância no âmbito da relação cliente-intermediário, já que é com base nesses documentos que os clientes tomam suas decisões de investimento, consultam o saldo em conta e organizam sua vida financeira. Conseqüentemente, informações equivocadas, inverídicas ou distorcidas nos extratos tem o potencial de causar graves prejuízos aos investidores. Na medida em que atuam na qualidade de prepostos dos intermediários, eventuais erros contidos nos extratos – e os prejuízos daí decorrentes – seriam, a princípio, de responsabilidade do intermediário (ou dos intermediários) ao qual o AI estiver vinculado.

XP, alternativamente, entende ser possível permitir que o AI não exclusivo confeccione e envie extratos aos clientes que atende em nome dos diversos intermediários, desde que a norma (i) estabeleça expressamente que a responsabilidade pelas informações contidas no extrato produzido pelo AI é exclusivamente dele, não cabendo qualquer responsabilidade solidária, subsidiária ou residual dos intermediários ao qual o AI estiver vinculado; e (ii) exija que nos extratos produzidos pelo AI não exclusivo, seja incluído aviso com destaque no sentido de que o extrato em questão foi produzido pelo AI sem qualquer supervisão, validação ou aprovação pelos intermediários ao qual o AI está vinculado. ANCORD faz sugestão semelhante a esta alternativa.

Santander manifesta preocupação com a possibilidade de produção de forma independente materiais de cunho publicitário ou informativo, sobretudo a geração de extratos ou posições de investimentos para enviar aos investidores, que podem não ser precisas ou compatíveis com as informações produzidas e enviadas pelos intermediários. Diante disso, entende que a norma deveria



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

vedar expressamente que os Als possam produzir extratos ou qualquer material relativo à posição de investimentos dos investidores, devendo utilizar exclusivamente aqueles produzidos e enviados pelos intermediários.

BR Invest também considera “perigoso” o envio de extratos. Em sua visão, o ideal seria deixar claro que os Als podem produzir relatórios, análises e consolidações gerenciais da carteira, desde que acompanhadas dos devidos **disclaimers**, e ressaltando que aqueles não preconizam “extratos” propriamente ditos, podendo embutir riscos de erros ou critérios distintos daqueles efetivamente utilizados pelas instituições a que os Als estão vinculados - enfim, que não seriam fontes “oficiais” de informações de investimentos aos clientes.

As sugestões foram consideradas pertinentes e refletidas na norma, que passou a prever a vedação ao envio de extratos aos investidores pelos Als, em linha com o comando hoje existente na Resolução CVM nº 16, de 2021.

3.18.2 Contratação de AI

O art. 5º, II, da Minuta A permite que o AI pessoa natural seja sócio, empregado ou contratado de AI pessoa jurídica. Já o art. 24, V, veda que o AI delegue a terceiros, total ou parcialmente, a execução dos serviços que constituam objeto do contrato com o intermediário.

Saback Dau Advogados enxerga contradição entre tais dispositivos e, por esse motivo, sugere a inclusão de novo parágrafo prevendo que a contratação de AI pessoa natural por AI pessoa jurídica não configura, para fins do inciso V do art. 24, delegação da execução dos serviços a terceiros.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

O art. 24, § 2º, da Minuta A prevê que o AI pessoa natural que seja sócio, empregado ou contratado de AI pessoa jurídica não pode ser contratado diretamente por outro intermediário. Als Livres propõe a exclusão dessa restrição.

Adicionalmente, Alfredo Sequeira Filho sugere permitir que o AI possa, com aval dos intermediários em nome dos quais atua, subcontratar Als via vínculo empregatício ou terceirização.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A prestação dos serviços previstos no art. 3º a intermediários por múltiplos relacionamentos comerciais, inclusive envolvendo pessoas naturais e pessoas jurídicas cujos sócios possam ser essas mesmas pessoas naturais, introduz riscos de perda de transparência perante investidores e comprometimento da capacidade de fiscalização exercida pelo intermediário, pela CVM e pelas entidades autorreguladoras. Ademais, não foram identificados benefícios esperados aos investidores e aos participantes de mercado que compensassem tais riscos. Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

Vale destacar que o dispositivo que trata do tema foi deslocado para o art. 16, § 2º, na versão final da regra.

3.18.3 Outras vedações

Banco Original, em linha com sugestão apresentada no item 3.2 deste relatório, sugere proibir ao intermediário celebrar com o AI pessoa jurídica contrato que estabeleça exclusividade da prestação dos serviços.

Santander sugere a inclusão de vedação para impedir que o AI recomende investimentos (incluindo a escolha do tipo de produto, escolha do produto e a escolha do valor alocado por produto) em desacordo com as recomendações do intermediário a que estiver vinculado, em consonância com argumentos do participante já retratados neste relatório.

Como já anteriormente observado, há razões legítimas, tanto do ponto de vista comercial quanto regulatório, para que intermediários e AI somente desejem operar em caráter de exclusividade, logo não cabe a norma vedar essa possibilidade.

Em relação à recomendação de produtos, o art. 3º, sobretudo após os ajustes feitos a partir dos comentários recebidos na Audiência Pública, deixam claro que essa recomendação deve se dar de acordo com diretrizes e políticas do intermediário em nome do qual estiver atuando, inclusive no que diz respeito à adequação ao perfil do investidor. Assim, considerou-se desnecessário promover os ajustes adicionais mencionados pelo participante em relação ao trecho que trata de vedações aplicáveis ao AI.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

3.19 Responsabilidade do intermediário (arts. 25 a 27 – atuais arts. 27 a 29)

O art. 25, § 1º, trata do dever do intermediário de manter registros, documentos e comunicações relacionadas à contratação e à prestação de serviços dos AIs contratados. Já o art. 26 prevê que o intermediário responde, perante os clientes e perante quaisquer terceiros, pelos atos praticados por AI por ele contratado.

ANCORD sugere inserção, ao final do art. 25, § 1º, de complemento que indique que devem ser observadas as regras de confidencialidade previstas no art. 32. O participante comenta que o intermediário não poderá manter registros, documentos e comunicações de operações realizadas pelos AIs por ele contratados com outros intermediários, e faz tal proposta para deixar mais claro que a obrigação do intermediário está limitada pelas regras de sigilo que o AI deve observar.

ANBIMA e XP propõem aperfeiçoamento de redação no mesmo sentido, deixando claro que a obrigação ali existente de manutenção de registros, documentos e comunicações se circunscreve à atuação do AI como preposto do intermediário.

Na mesma linha, quanto à responsabilidade tratada no art. 26, ANBIMA, Santander, Banco Original, Órama e XP requerem que o intermediário responda nos limites da atuação do AI enquanto preposto do respectivo intermediário, e somente em relação às operações executadas para os seus clientes.

Tais sugestões visam refletir o entendimento de que o intermediário é responsável pela atuação do AI não exclusivo apenas quando este estiver atuando como seu preposto.

XP pondera que é preciso que tais responsabilidades sejam clara e expressamente delimitadas e definidas pelo regulador em um cenário de múltiplos vínculos, sob pena de se estabelecer uma indevida responsabilidade solidária entre os diversos intermediários que contratam um mesmo AI e que o intermediário não poderá ser responsabilizado por eventuais atos praticados por um AI por ele contratado, quando tais atos tiverem sido praticados pelo referido AI na qualidade de preposto de outro intermediário. A sugestão da XP prevê tal esclarecimento também no caput do art. 26 e no art. 31, inciso I e parágrafo único.

Por fim, ainda a propósito do art. 26, AIs Livres sugere deixar expresso que a responsabilidade do intermediário prevista no dispositivo se dá “solidariamente” àquela imputada ao AI.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Em atenção às questões levantadas pelos participantes, (i) o art. 27 da versão final foi alterado para delimitar mais precisamente a responsabilidade do intermediário aos atos do AI na qualidade de seu preposto; e (ii) o dever de fiscalização foi objeto de detalhamento adicional, em uma seção específica, da qual se destaca o art. 36, que expressamente reconhece a possibilidade de limitações enfrentadas pelo intermediário na obtenção de informações junto ao AI não exclusivo.

A alteração sugerida ao art. 25, § 1º (art. 29, §1 na versão final da regra), não foi considerada necessária ou conveniente, em razão de seu potencial de induzir a interpretação equivocada. O intermediário não pode sequer ter acesso a informações de clientes de outros intermediários quando atendidos por um mesmo AI. Portanto, não há que se fazer qualquer associação entre tais informações e as informações a que o intermediário não apenas tem acesso como tem o dever de manutenção, nos termos do art. 29 da norma final.

O art. 27, § 1º, prevê prazo de 5 dias úteis, contados a partir da contratação, alteração de contrato ou rescisão com o AI, para que a página do intermediário na rede mundial de computadores seja atualizada com a relação de AIs contratados.

ANBIMA propõe que esse prazo seja contado a partir do credenciamento por entidade credenciadora autorizada pela CVM, na forma dos arts. 13 e 14 da Resolução, e não da correspondente contratação, alteração de contrato ou rescisão, dada a de potencial diferença entre a data de início de vínculo contratual e a data de credenciamento. A sugestão é justificada ainda com base na promoção de padronização da informação nos diferentes canais que o público pode acessar para efetuar consultas sobre os vínculos.

Considerando que o AI só pode exercer suas funções se estiver credenciado, o contrato celebrado por um intermediário com profissional não credenciado somente poderá ensejar o início da prestação dos serviços de assessoria de investimento a partir da data em que o credenciamento for obtido. Dessa forma, nesses casos, é possível reputar que, ao menos quanto ao efetivo exercício da atividade objeto do contrato, o prazo de 5 dias úteis começará a fluir somente após o credenciamento.

Assim, não se mostra necessário alterar a regra nesse aspecto e isso tampouco se mostra conveniente, uma vez que a informação a que se refere o art. 30 da Minuta A em sua versão definitiva demanda alterações em todos os eventos de celebração, alteração ou rescisão de contratos, enquanto o



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

credenciamento do AI é um evento único, que apenas circunstancialmente e no que tange ao efetivo exercício da atividade, pode ter relação com o cômputo do prazo previsto no art. 30, § 1º, da norma final.

Portanto, a sugestão não foi aceita.

3.20 Supervisão dos AIs

3.20.1 Supervisão por entidades administradoras de mercado

Santander sugere a inclusão de novo dispositivo na resolução, prevendo que as atividades desempenhadas pelo AI devem ser supervisionadas pelas entidades administradoras de mercado organizado e pela entidade autorreguladora nos termos da regulamentação específica, a qual deve incluir tais operações no seu programa de trabalho.

Pondera que a supervisão concentrada no intermediário parece imperfeita porque embute interesses conflitantes. Os intermediários tendem a ser muito rigorosos em todos os aspectos formais (i.e., formalização de operações, gravações) da atuação dos AIs, mas muito mais lenientes em aspectos ligados à qualidade de venda e adequação de produtos às necessidades dos clientes.

Segundo o proponente, o fim da exclusividade obrigatória gera necessidade de maior supervisão das atividades desempenhadas pelo AI, de forma a enquadrá-lo no papel previsto pela norma, porém, ao mesmo tempo, os intermediários enfrentarão maiores restrições para desempenhar esse papel supervisor, visto que o AI vinculado a mais de um intermediário deterá informações e documentos que não poderão ser acessados pelo intermediário.

Ainda de acordo com Santander, em teoria, tais informações restritas deverão ser exclusivamente aquelas que dizem respeito a clientes e operações realizadas em nome de outro intermediário. Na prática, porém, visto que o próprio AI classificará quais informações estarão disponíveis, conforme previsto no artigo 32, II e III, da Minuta A, a efetividade da supervisão pode ser comprometida.

O participante ilustra possíveis dificuldades práticas com perguntas: se, em uma mesma ligação, o AI abordar o cliente com recomendações de investimentos de diferentes intermediários? A gravação dessa ligação deveria estar disponível para ambos os intermediários? Ou o AI deverá ter células de atendimento independentes quando vinculado a mais de um intermediário?



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A solução proposta para tais questões é uma supervisão realizada não apenas pelos próprios intermediários, mas também por alguma entidade que não estivesse sujeita a tais limitações, como a BSM, por exemplo.

Como antes mencionado, o modelo que privilegia a fiscalização e a responsabilidade do intermediário pelos atos praticados se mostrou adequado e resiliente durante a vigência da Instrução CVM nº 497, de 2011, e da Resolução CVM nº 16, de 2021, sendo certo que, a despeito do crescimento vigoroso do número de profissionais registrados, o número de infrações ou reclamações envolvendo a categoria é menor do que o existente quando da vigência da norma anterior, a Instrução CVM nº 434, de 2006. Portanto, a presente reforma e a abertura da possibilidade de atuação do AI junto a múltiplos intermediários busca preservar esse modelo.

De fato, um regime de não exclusividade, representa maior desafio aos intermediários para execução das atividades de fiscalização, o que, no entanto, não afetará a responsabilidade que lhes cabe perante clientes e terceiros pelos atos praticados pelo AI enquanto seu preposto.

Diante disso, cabe aos intermediários e AI avaliarem se tal arranjo atende aos seus interesses, bem como desenvolverem as regras, procedimentos e controles internos adequados para lidar com situações concretas, como as mencionadas a título de exemplo pelo participante, inclusive quanto a medidas voltadas a viabilizar o cumprimento do dever de fiscalização dos intermediários quanto aos AIs que atuem em seu nome que sejam aptas a lidar com aspectos de sigilo e confidencialidade aplicáveis.

A CVM entende que o papel da regulamentação, dentro de uma perspectiva de intervenção mínima e subsidiária na atividade econômica, é indicar os resultados gerais a serem alcançados e definir as responsabilidades pelo alcance de tais resultados, porém sem tentar antecipar pormenorizadamente soluções para questões específicas que os agentes de mercado podem enfrentar. Assim, a sugestão não foi aceita.

3.20.2 Supervisão pelo intermediário

O art. 28, I, prevê que o intermediário deve “estender” aos AIs contratados a aplicação das políticas, regras, procedimentos e controles internos por ele adotados.

Vezi Lapolla Advogados sugere aperfeiçoamento redacional no início do inciso I do art. 28, trocando-se “estender aos” por “assegurar o cumprimento pelos”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A sugestão não foi aceita. O dispositivo tem, de fato, o propósito de buscar uma convergência entre o intermediário e o AI no tocante a políticas, regras, procedimentos e controles internos. A ideia de assegurar o cumprimento dessas políticas, regras, procedimentos e controles já se encontra refletida no inciso II do mesmo artigo.

O art. 28, II, determina que o intermediário fiscalize as atividades do AI que atuem em seu nome, de modo a garantir o cumprimento da Resolução e das políticas, regras, procedimentos e controles internos previstos pelo intermediário.

RRZ Consultoria entende oportuna a previsão do dever do intermediário de fiscalizar as atividades dos AIs e sugere fortalecer ainda mais esse controle, bem como para facilitar a supervisão da CVM, criar um relatório de fiscalização anual obrigatório dos intermediários que consolide todos os pontos de fiscalização realizados ao longo do ano. Referido relatório poderia ter as mesmas características do relatório de controles internos anual dos AIs não exclusivos ou que admitam sócios não registrados.

O participante argumenta que esse tipo de medida adicionará muito valor ao mercado, bem como reduziria um custo de observância da CVM, uma vez que todo o trabalho de fiscalização realizado pelos intermediários estaria disponibilizado em um documento elaborado anualmente por eles, e de fácil acesso e análise pela Autarquia.

Santander sugere, com base na sua argumentação exposta no item 3.4 deste relatório, que se incluam 3 incisos no art. 28 com novos deveres do intermediário:

- i) com frequência mínima mensal, publicar para os AIs que atuarem em seu nome quais são suas recomendações de investimentos, ou seja, quais produtos adequados a cada perfil de investidor, para o período seguinte;
- ii) monitorar a aderência dos AIs que atuarem em seu nome às recomendações feitas; e
- iii) monitorar eventuais concentrações de solicitações de investimento em desacordo com as recomendações entre os AIs que atuarem em seu nome, como forma de identificar eventuais desvios de conduta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A CVM reconhece o mérito das propostas apresentadas, que contribuem para os objetivos visados pela norma, não apenas orientando a execução das atividades de acompanhamento e fiscalização sobre o AI como ainda provendo elementos objetivos para verificação da realização de tais atividades.

Entretanto, não foi considerado necessário ou conveniente tornar tais procedimentos, com suas especificidades de prazos e formatos, parte das exigências da norma. Como afirmado acima, a resolução busca conceder flexibilidade a intermediários e AIs para instituírem as regras, procedimentos e controles internos adaptados a suas dinâmicas operacionais.

De fato, mesmo a inspeção de instalações e dependências físicas, antes prevista na Resolução CVM nº 16, de 2021, deixou de ser considerada uma medida imprescindível de fiscalização, exigível em todos os casos, tendo em vista a crescente adoção de ferramentas tecnológicas que diminuem a relevância do componente presencial tanto no exercício da atividade do AI como em sua fiscalização. Por isso, tal previsão não foi mantida na versão final da regra.

Evidentemente, diante de necessidade deflagrada a partir de eventuais indícios de irregularidades ou das atividades usuais de supervisão da CVM, a Autarquia examinará a efetividade das medidas adotadas por intermediários e AIs para cumprimento da norma.

Portanto, as sugestões não foram aceitas.

Banco Original sugere, tal como feito ao art. 26, circunscrever, no âmbito do art. 28, a responsabilidade do intermediário aos produtos e serviços a ele relacionados, excluindo-se aqueles que digam respeito a outros intermediários.

O arranjo regulatório refletido na norma distingue a fiscalização exercida sobre atos e operações específicas realizadas pelo AI da fiscalização exercida sobre a estrutura interna, sistemas e processos do AI.

A primeira envolve aspectos de caráter episódico e, quanto a elas, de fato, o intermediário deve restringir-se a atos e operações que lhes digam respeito, como indicado no comentário do participante. Assim, não é esperado do intermediário o desempenho de atividade fiscalizatória sobre ordens captadas por um AI não exclusivo e direcionadas para outro intermediário (art. 32 da versão final da regra).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Já a fiscalização sobre estrutura interna, sistemas e processos é esperada ao longo de toda a vigência do contrato, independentemente do caráter exclusivo ou não exclusivo do relacionamento entre o intermediário e o AI e sem tampouco estar diretamente associada à prática de qualquer ato específico pelo AI que diga respeito ao intermediário (art. 33 da versão final da norma).

Busca-se com isso assegurar uma adequação contínua por parte do AI a condições que lhe permitam cumprir a norma, além de efetivamente tornar o AI sujeito a um escrutínio por parte de múltiplos intermediários pelos quais tenha sido contratado, em linha inclusive com manifestações que apontaram esse acompanhamento por vários intermediários como um dos motivos pelos quais o AI poderia ser dispensado das exigências originalmente previstas na Minuta A.

Als Livres defende a eliminação dos §§ 1º, 3º e 4º do art. 28, os quais determinam, respectivamente, que:

- i) as regras, procedimentos e controles decorrentes instituídos pelo intermediário e aplicáveis ao AI prevejam formas de identificação e de administração das situações de conflito de interesses;
- ii) quando do cadastramento de clientes apresentados por AI, o intermediário deve solicitar aos clientes a assinatura de termo de ciência, com conteúdo mínimo previsto no Anexo A da Minuta; e
- iii) é vedado ao intermediário executar ordens direcionadas pelo AI, em nome de cliente por ele apresentado, sem a assinatura do referido termo de ciência.

Já Planejar vê como meritória a criação do Termo de Ciência a ser assinado pelo investidor.

Ainda a propósito dos §§ 3º e 4º e do termo de ciência, ANBIMA requer a inclusão de novo dispositivo prevendo que o intermediário possui até a próxima atualização cadastral do cliente ou 24 meses, o que ocorrer primeiro, para atender ao disposto no § 3º com relação à base de clientes que possuem na data de entrada em vigor da Resolução. O objetivo, segundo o participante, é estabelecer um prazo de adequação para o estoque de clientes atendidos pelos AIs, uma vez que a inexistência de um prazo de adequação a esse item impactaria diretamente a efetivação das ordens dos clientes preexistentes na data de vigência da norma.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ANCORD, B3 e XP levantam a mesma preocupação e formulam sugestões essencialmente semelhantes. XP ressalta a necessidade de uma série de desenvolvimentos sistêmicos para que a assinatura do termo passe a ser um pré-requisito para a execução de ordens.

As medidas referidas pelos participantes, em especial às relacionadas ao termo de ciência, são elementos centrais para consecução do objetivo de promover uma maior transparência perante o investidor sobre os limites da atuação do AI e os eventuais conflitos de interesse a que esteja submetido. Assim, tais disposições foram mantidas na versão final da regra.

Questões relacionadas a complexidades operacionais e necessidades de adaptação foram consideradas na definição do prazo para início de vigência da regra, conforme comentado adiante neste relatório. Especificamente em relação ao termo de ciência, a norma contempla (art. 44, parágrafo único), prazo adicional, de forma similar à sugerida por ANBIMA, porém com prazo limite para adaptação fixado em 2 de janeiro de 2024.

3.21 Pagamento de contribuições periódicas pelo intermediário (art. 29 – atual art. 31)

A Minuta A prevê que cabe ao intermediário o pagamento de contraprestações periódicas decorrentes do credenciamento do AI, mas excepciona os AIs não exclusivos desse comando.

AIs Livres e ANCORD sugerem que essa exceção seja retirada na norma.

ANCORD alega que a redação proposta na Minuta pode dar margem a interpretações equivocadas e, por consequência, gerar tratamento desigual quanto ao pagamento da contraprestação periódica decorrente do credenciamento do AI, para intermediários que vinculam AIs, com exclusividade e sem exclusividade. Para o participante, em ambas as situações, o credenciamento se faz necessário, o que justifica a cobrança.

O participante acrescenta ainda que atualmente, na situação de distribuição de fundos de investimentos em que não há exclusividade, o valor da contraprestação é rateado pelos Intermediários vinculados ao AI.

Os comentários foram considerados pertinentes e refletidos na versão final da norma.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

No caso de AIs não exclusivos, os intermediários contratantes poderão convencionar entre si de que forma se fará o rateio, tal qual, segundo comentário da própria ANCORD, já é hoje a prática para a distribuição de cotas de fundos em que não há a exclusividade de vínculo na regulamentação atual.

3.22 Previsão contratual e exclusividade (art. 30)

Nos termos do art. 30, o contrato entre o intermediário e o AI pessoa jurídica deve indicar expressamente se é admitida a possibilidade de que o AI celebre contrato com outros intermediários.

ABAAI, AIs Livres, Alfredo Sequeira Filho, Banco Original, CFASB, Champs Advogados, Fidus Invest, Órama e Saback Dau Advogados criticam a necessidade de estabelecer nos respectivos contratos com as instituições financeiras a admissibilidade da possibilidade de se celebrar contratos com outros intermediários.

ABAAI comenta que há no mercado muitos AIs dedicados exclusivamente à distribuição de cotas de fundos de investimento, os quais possuem contratos com diversas instituições financeiras, em função da dinâmica do mercado e da autorização regulatória. O participante cita os incisos I e II do art. 4º da Lei nº 13.874, de 2019, e a atuação do CADE no sentido de preservar a concorrência no mercado e garantir o regular funcionamento das empresas.

ABAAI entende que a inclusão de previsão contratual para que se possa firmar contratos com outros intermediários acaba por incentivar práticas anticompetitivas, favorecendo grupos econômicos e, muitas vezes, impedindo a entrada de outros agentes no mercado. Além disso, opina que referida disposição fere o princípio da autonomia da vontade das partes, obstando que os AIs negociem com as respectivas instituições financeiras a inclusão de uma exclusividade contratual. Isto porque o art. 30 proposto dá margem aos intermediários para a não aceitação de inclusão de referida disposição, inviabilizando a celebração de novos contratos com outras instituições financeiras.

Assim, ABAAI sugere que o art. 30 preveja que o AI possa negociar livremente com a instituição intermediária a exclusividade contratual, impondo-lhe apenas a obrigação de comunicar às instituições com as quais já possua contrato a respeito da celebração de novo contrato, com exceção dos AIs que atuam apenas com a distribuição de cotas de fundo de investimento, os quais ficariam isentos de referida comunicação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

No mesmo sentido e com bases em argumentos semelhantes, BR Invest e Champs Advogados sugerem que se exija do AI que venha a celebrar contrato com novos intermediários a comunicação aos intermediários com os quais já possui contrato sobre esta nova contratação. Alternativamente, Champs Advogados, propõe que a redação seja modificada para, no mínimo, dispensar os AIs dedicados exclusivamente à distribuição de cotas de fundos de investimento de negociar qualquer cláusula no sentido do **caput** do artigo 30.

AIs Livres e Alfredo Sequeira Filho ponderam que tal exigência deve, na prática, inviabilizar o fim da exclusividade. AIs Livres sugere a exclusão de todo o art. 30.

Banco Original, vai além, e, tendo por base argumentos a esse respeito já apresentados neste relatório, sugere que o art. 30 exija que o contrato preveja a possibilidade de que o AI celebre contrato com outros intermediários para prestação dos serviços previstos no art. 30 e a proibição de celebração de contrato de exclusividade entre AI e intermediário.

CFASB sugere que seja excluído o **caput** do art. 30, transformando-se seu parágrafo único no novo **caput**. Embora seja a favor de tornar facultativo o vínculo de exclusividade do AI e o intermediário, entende que a cláusula de que trata o art. 30 deveria ser de livre estipulação entre as partes contratantes e, na ausência de qualquer estipulação de exclusividade, presumir-se-ia a sua inexistência. O participante opina que essa exigência não se coaduna com os princípios da desburocratização, da livre iniciativa e da liberdade contratual consagrados em nosso ordenamento jurídico, em especial no art. 4º da Lei nº 13.874, de 2019. Tais argumentos também são compartilhados por Champs Advogados.

Ademais, Champs Advogados menciona que o CADE, em algumas situações, tem atuado impondo algumas medidas restritivas com objetivo de impedir a celebração de contratos e acordos de exclusividade, de forma a evitar condutas anticompetitivas e garantir o regular funcionamento das empresas. O participante cita a Lei 12.529, de 30 de novembro de 2011, que estabelece que configuram hipótese de infração da ordem econômica “limitar ou impedir o acesso de novas empresas ao mercado” e “criar dificuldades à constituição, ao funcionamento ou ao desenvolvimento de empresa concorrente ou de fornecedor, adquirente ou financiador de bens ou serviços (...)”.

Órama entende que a necessidade de indicar expressamente se é admitida a possibilidade de celebração de contrato com mais de um intermediário parece uma obrigação excessiva, resultando em



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

menor capacidade de negociação pelos AIs em relação aos intermediários. Seria mais adequado, segundo o participante, dispor que, em caso de omissão no contrato, considera-se que o AI não é exclusivo.

Saback Dau Advogados, em linha similar à da Órama, sugere que a lógica refletida na redação do artigo 30 seja invertida, de forma que a não-exclusividade seja presumida e a exclusividade seja necessariamente expressa. Dessa forma, os AIs que desejarem já estarão aptos a prestar serviços para mais de uma instituição intermediária sem que seja necessário promover aditamento ao contrato celebrado com a instituição intermediária a qual já se encontra vinculado.

ANBIMA, por outro lado, sugere a inclusão, no **caput** do art. 30, de que a obrigação ali descrita se dê mediante cláusula obrigatória e específica, de forma a esclarecer a necessidade de que os contratos já existentes e futuros contenham cláusula específica sobre a possibilidade de celebração de contrato entre o AI pessoa jurídica e outros intermediários.

Inicialmente, é válido observar que a disposição inserida na Minuta buscava apenas trazer maior clareza sobre o tema para todos os envolvidos. Por si só, a exigência seria neutra em relação ao equilíbrio do mercado no longo prazo, dado que o teor do contrato sobre a exclusividade ou a não exclusividade continuaria a ser livremente negociado entre as partes.

Entretanto, considerando que o objetivo de transparência sobre o caráter exclusivo ou não da prestação de serviços pode ser alcançado por meio de informações a serem prestadas para a entidade credenciadora e por ela disponibilizadas em sua página na rede mundial de computadores, a CVM optou por esse caminho, suprimindo o art. 30 – que exigia a presença de disposição contratual expressa – e ajustando o art. 39, § 1º, que trata da disponibilização de informações a esse respeito na página da entidade credenciadora.

Frise-se que, de todo modo, ainda é esperado que a informação disponibilizada publicamente esteja em consonância com o que dispuser o contrato entre intermediário e AI a respeito da possibilidade de não exclusividade.

Desse modo, as sugestões foram parcialmente aceitas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

3.23 Responsabilidades do AI e do intermediário na prestação de serviços sem exclusividade (art. 31)

O art. 31 esclarece que a prestação de serviços pelo AI a mais de um intermediário não afasta (i) as responsabilidades dos intermediários contratantes previstas ao longo da norma nem (ii) a necessidade de observância, pelo AI, das regras, procedimentos e controles internos adotados por cada intermediário, devendo sempre permanecer as mais restritivas, quando conflitantes.

ABAAI, ANBIMA, ANCORD, B3, Banco Original, Champs Advogados, Órama, RRZ Consultoria, Saback Dau Advogados, Vezzi Lapolla Advogados, Warren e XP sugerem aperfeiçoamentos no sentido de refletir entendimento segundo o qual, quando se tratar de AI não exclusivo, o intermediário é responsável tão somente pelo tocante à atuação do AI como seu preposto.

ABAAI pontua que o parágrafo único do art. 31 proposto na Minuta A prevê que todos os intermediários respondam pelas atividades do AI por eles contratados perante clientes e terceiros, estabelecendo, de certa forma, uma responsabilidade solidária entre todos os intermediários vinculados ao AI. Argumenta que nos termos do artigo 265 do Código Civil, “a solidariedade resulta da lei ou da vontade das partes” e, sendo o ato normativo da CVM uma resolução, portanto de natureza infralegal, não poderia a CVM estabelecer regra que vai de encontro ao Código Civil, norma jurídica superior.

Pondera ainda que, considerando que o AI atua como preposto dos intermediários, seria necessária a individualização das suas responsabilidades, tendo em vista que não há razão para um intermediário se responsabilizar pela atuação de outra entidade intermediária, mesmo que praticada pelo AI a ela vinculado. ABAAI acrescenta que a instituição de responsabilidade solidária entre os intermediários acabaria inviabilizando a possibilidade de multivinculação do AI, considerando que nenhum intermediário aceitaria ser responsável por atos praticados pelo AI em decorrência de contrato estabelecido com outro intermediário.

Saback Dau Advogados entende que a redação sugerida para o parágrafo único do artigo 31 da Minuta A pode levar à interpretação equivocada de que existe solidariedade entre os intermediários que contratarem um mesmo AI não exclusivo, de modo que os contratantes seriam responsáveis por todo e qualquer ato praticado pelo AI perante clientes e terceiros e pela fiscalização de suas atividades, ainda que tais atos tenham sido praticados na qualidade de preposto de outras instituições intermediárias.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

XP faz sugestão aos arts. 25, § 1º, 26 e 31, I e parágrafo único, que objetivam delimitar e circunscrever de forma clara a responsabilidade do intermediário pelos atos praticados pelos AIs por ele contratados quando (e somente quando) tais AIs estejam atuando na qualidade de seus prepostos, não havendo que se falar, por conseguinte, em responsabilização conjunta, solidária, subsidiária ou residual – seja cível ou administrativa – de um intermediário por atos praticados por um AI a ele vinculado, quando tal AI estiver atuando na qualidade de preposto de outro intermediário.

Como alternativa às alterações sugeridas nos dispositivos acima citados, XP propõe a inclusão de um novo artigo que disponha, de forma mais abrangente, acerca da limitação da responsabilidade dos intermediários pelos atos praticados por AIs não exclusivos a eles vinculados, prevendo que a responsabilidade dos intermediários contratantes pelos atos praticados por AIs não exclusivos por eles contratados está limitada à atuação do mesmo na qualidade de seu preposto, sendo certo que um intermediário não poderá ser responsabilizado por quaisquer omissões ou atos praticados pelo AI não exclusivo na qualidade de preposto de outro intermediário.

AIs Livres fazem proposta de alteração ao parágrafo único do art. 31, mas no sentido de que se exclua da redação a menção aos agentes “não exclusivos”, de forma que a responsabilidade do intermediário ali tratada abarque também os AIs exclusivos contratados pelo intermediário.

Os comentários restaram em sua maior parte prejudicados com a exclusão do dispositivo em questão da norma. Entretanto, vale repisar questões relevantes a respeito de como os deveres e responsabilidades de intermediários e AI são tratados na Resolução.

Neste sentido, dada a natureza da relação entre o AI e o intermediário, este responde perante clientes e terceiros por atos praticados por AI, tendo a norma apenas esclarecido e reforçado que essa responsabilidade está ligada à sua condição de seu preposto, logo não abarca atos praticados na condição de preposto de um segundo intermediário (art. 27 da versão final).

O intermediário deve ainda estender aos AIs contratados as políticas, regras procedimentos e controles internos que adote, bem como fiscalizar as atividades do AI (art. 28, I e II). A fiscalização exercida pelo intermediário deve abordar tanto aspectos que estejam diretamente relacionados à atuação do AI enquanto seu preposto, como também aspectos relacionados a estrutura interna, sistemas e processos do AI para execução de suas atividades.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

No que diz respeito à eventual responsabilização administrativa por irregularidades, a norma não impõe responsabilidade objetiva ou tampouco solidariedade, seja entre o AI e o intermediário, seja entre os diferentes intermediários contratantes de um mesmo AI. As apurações levarão em conta as circunstâncias de cada caso concreto e a participação efetiva de cada agente nos fatos, sendo certo que o intermediário não será responsabilizado por atos irregulares praticados pelo AI se restar demonstrado o cumprimento de seu dever de fiscalização.

ANBIMA faz sugestão ao inciso II do art. 31, no sentido de reforçar que o AI não exclusivo é o responsável pela observância de regras, procedimentos e controles internos adotados por cada intermediário contratante.

XP faz a mesma sugestão e para justificá-la aponta que os intermediários não possuem acesso e visibilidade sobre as políticas, regras e controles internos dos demais intermediários aos quais um ou mais de seus AIs não exclusivos possam estar vinculados. O ajuste proposto viria a deixar claro que, mais do que uma “necessidade”, a observância das regras, procedimentos e controles internos adotados por cada intermediário contratante é uma “responsabilidade” do AI não exclusivo.

O participante comenta, ademais, que deve igualmente ser do AI não exclusivo a responsabilidade por analisar e interpretar as regras e políticas dos diversos intermediários ao qual possa estar sujeito, e identificar, em caso de eventual conflito, qual delas é a mais restritiva. Eventuais prejuízos causados a clientes ou terceiros, assim como eventuais violações regulatórias decorrentes de uma interpretação equivocada das diferentes políticas dos múltiplos intermediários ao qual o AI não exclusivo está vinculado, devem ser imputados exclusivamente ao AI, na medida em que somente ele possui acesso a todas as políticas e regras, e é o único capaz de avaliar quais e em que medida cada uma delas deve ser observada.

De forma análoga, ANCORD propõe inserir trecho, no final do mesmo inciso II, prevendo exceção da observância da regra mais restritiva para os casos de política de **suitability**, em que deve ser observada a política de cada intermediário para os seus clientes.

B3 comenta que, tanto para o AI quanto para os intermediários, pode ser difícil determinar qual conjunto de políticas, regras, procedimentos e controles internos adotados pelos vários intermediários é o mais restritivo, inclusive em razão da possibilidade de o mesmo cliente ter diferentes perfis de investimento junto a diferentes intermediários. Desse modo, sugere prever a responsabilidade



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

do AI quanto à interpretação do que é mais “restritiva”, uma vez que deverá conhecer as regras dos intermediários aos quais esteja vinculado e pode estabelecer diretrizes para referido entendimento, que poderão inclusive ser apresentados perante a fiscalização.

BSM também pondera que não está claro a quem compete solucionar potenciais conflitos de julgamento relacionados ao grau de restrição de regras, procedimentos e controles internos. Diante disso, sugere que tal avaliação compita ao próprio AI, que deverá, antes da contratação, deixar claras as regras que reproduzirá em sua estrutura e que, nesse cenário, cada intermediário poderá optar por aceitar a escolha feita pelo AI, com o que estaria concordando com o julgamento do AI sobre o caráter mais ou menos restritivo das regras adotadas.

Na hipótese de modificação das regras ao longo do contrato, complementa, igualmente competiria ao AI promover essa escolha, comunicando-a imediatamente aos intermediários aos quais esteja vinculado, os quais poderão, em seguida, optar pela manutenção ou rescisão do vínculo contratual. Em qualquer cenário, sempre que os intermediários, cientes das regras, procedimentos e controles internos adotados pelo AI, optarem pela criação ou manutenção do vínculo contratual, assumirão também a responsabilidade pela suficiência desses mecanismos de governança e controles.

Em atenção aos comentários acima descritos, a norma foi ajustada em seu art. 23, sobretudo por meio da inclusão dos novos §§ 3º a 7º, com objetivo de trazer mais detalhes e clareza sobre o que é esperado do AI não exclusivo na situação em que diferentes intermediários que o contratarem tenham políticas, regras, procedimentos ou controles internos que sejam conflitantes entre si.

Neste sentido, destacam-se as previsões de que cabe ao AI (i) identificar o conflito e dar ciência aos intermediários envolvidos; e (ii) obter anuência dos intermediários acerca das regras a serem adotadas.

A previsão de adoção da regra mais restritiva foi revista pelo potencial de dar margem a dúvidas, além de não ser necessária, uma vez que os intermediários continuarão responsáveis, nos termos da norma, por eventuais irregularidades cometidas pelo AI na condição de seus prepostos. A mera necessidade de que esses intermediários concordem quanto às regras que serão aplicadas já basta para impedir que o conflito entre as regras, ou mesmo o desconhecimento e divergências de interpretação das regras a efetivamente serem seguidas, sejam alegados como justificativa para seu descumprimento.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Frise-se, no entanto, que, em linha com o comentário apresentado por ANBIMA, ANCORD e XP no item 3.4 deste relatório, essa dinâmica de solução de possíveis conflitos não se aplica quando os conflitos envolverem políticas de **suitability**, hipótese em que, nos termos do art. 3º, o AI deverá sempre seguir a política do intermediário específico e previamente identificado em nome de quem esteja fazendo uma determinada recomendação de investimento.

3.24 Confidencialidade de informações (art. 32)

O art. 32 traz as regras em relação à confidencialidade de informações pertinentes a dados cadastrais, comunicações e a operações de clientes.

Nos termos deste dispositivo, (i) os intermediários devem ter acesso a todas as comunicações que envolvam oferta de produtos e serviços relacionados a valores mobiliários por parte do AI; (ii) os intermediários não podem ter acesso ao cadastro, às ordens ou às operações de clientes dos demais intermediários que mantenham contrato com o AI; e (iii) compete ao AI instituir regras, procedimentos e controles internos próprios para assegurar o cumprimento simultâneo das duas regras precedentes, principalmente no que diz respeito ao arquivamento de registro de dados cadastrais, ordens e gravação de diálogos com clientes.

O parágrafo único do dispositivo prevê ainda que o intermediário que tome conhecimento do descumprimento de tais normas deve comunicar o fato à CVM.

Als Livres, ANBIMA, BR Invest e Warren sugerem nova redação ao inciso I do art. 32 no sentido de que os intermediários devam ter acesso tão somente às comunicações que envolvam ofertas de produtos ou serviços ou ordens executadas pelos AIs para os clientes da referida instituição, em vez do acesso a todas as comunicações que envolvam oferta de produtos e serviços relacionados a valores mobiliários por parte do AI.

ANBIMA e BR Invest ponderam que a sugestão está em linha com comentários anteriores quanto à responsabilização do intermediário quando se tratar de AI não exclusivo, em que o intermediário é responsável pela atuação do AI como seu preposto. BR Invest aponta ainda que a redação da Minuta não é adequada, pois pode haver detalhes e práticas comerciais particulares a cada um dos contratantes do AI (além do próprio sigilo bancário, comercial e aspectos pertinentes à Lei nº 13.709, de 2018).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

BR Invest acrescenta que o beneficiário primordial da transparência pretendida deveria ser o cliente do intermediário, e não os demais contratantes do AI: não se deveria “estimular” a eventual maior eficiência fiscalizatória entre as contrapartes de um AI por meio de um acesso forçado a melhorias e aperfeiçoamentos a que não se fez jus - se a norma está sendo atualizada partindo do pressuposto de que os AIs têm se estruturado em empresas de grande porte e que agora terão, nos casos aplicáveis, diretores responsáveis e políticas internas de **compliance** e segurança da informação pertinentes, nada mais lógico que caiba justamente a estes cuidar desta governança, seleção de dados e de seu fornecimento segregado nas hipóteses de fiscalização.

BR Invest entende, portanto, que o inciso I do art. 32, bem como o parágrafo único do art. 31, já citado, trazem insegurança jurídica e podem terminar por desestimular a contratação coletiva de um mesmo AI por diversas instituições, pois seria pouco provável que um intermediário estivesse disposto a compartilhar a responsabilidade de outros contratantes de maneira indistinta, bem como aceitar a hipótese de dados de seus clientes (ou produtos, informações negociais, estratégicas etc.) serem potencialmente acessados por concorrentes.

Também citando preocupação com a exposição de dados dos clientes perante outros intermediários contratantes do AI, Warren considera haver inconstitucionalidade no art. 32, I, à luz do art. 5º, XII, da Constituição da República, exceto se houver aceite expresso do cliente do intermediário em relação a suas informações.

Em sentido similar, Banco Original comenta, tal como feito em relação aos arts. 26, 28 e 31, no mesmo sentido de circunscrever, no art. 32, a responsabilidade do intermediário aos produtos e serviços a ele relacionados, excluindo-se aqueles que digam respeito a outros intermediários.

SEAE pondera que com a abertura da regra de exclusividade surge a questão da confidencialidade de informações pertinentes a dados cadastrais, comunicações e operações de clientes de que trata o art. 32. A esse respeito, cita que a CVM entendeu que cabe aos AIs não exclusivos instituírem suas próprias regras, tomando por base os parâmetros mínimos instituídos na nova resolução, que incluem a adoção da forma de sociedade empresária (art. 34) e a indicação de dois diretores estatutários, um necessariamente AI registrado para o cumprimento das normas da nova resolução (diretor de “**compliance**”) e outro responsável pelo controle interno.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Opina, entretanto, que a norma parece ser demasiadamente vaga quanto ao conteúdo de tais meios a serem utilizados, o que pode gerar uma grande variedade de regras e a consequente dificuldade de fiscalização pela entidade reguladora e, eventualmente, de comparação pelo público consumidor.

Vezi Lapolla Advogados requer alteração pontual na redação do parágrafo único do art. 32 para que lá conste que os intermediários que venham a ter conhecimento do descumprimento do disposto no art. 32 “em relação aos respectivos clientes”, devam comunicar à CVM.

Als Livres requer a exclusão do inciso III do art. 32, que determina que compete ao AI regras, procedimentos e controles internos próprios para assegurar o cumprimento simultâneo dos incisos I e II, principalmente no que diz respeito ao arquivamento de registro de dados cadastrais, ordens e gravação de diálogos com clientes.

BSM, por sua vez, relata que a migração de um modelo exclusivo para um não exclusivo de vinculação possui impacto na segregação, tratamento e confidencialidade de informações pertinentes a dados cadastrais, comunicações e operações de clientes atendidos por um AI não-exclusivo. O participante comenta que o art. 32 prevê que cabe aos AIs instituir suas próprias regras, procedimentos e controles internos voltados a assegurar a confidencialidade de informações sigilosas, mas, por outro lado, ressalva que os intermediários devem ter acesso a informações sobre a oferta de produtos e serviços.

Para superar os desafios decorrentes da aplicação conciliada desses dois comandos, BSM pondera que é importante que cada AI defina e divulgue, de modo claro, em suas regras, procedimentos e controles internos, quais soluções adotará, em especial, para os seguintes tópicos: (i) desenvolvimento de arquitetura de sistemas, de forma a garantir a confidencialidade das informações de cada cliente, com acesso segregado para cada intermediário; (ii) utilização de ferramentas para gestão de informações de clientes ligados a intermediários diferentes; e (iii) estruturação de equipes, compartilhadas ou exclusivas, para cada intermediário com o qual mantiver vínculo contratual.

Na hipótese de o modelo de negócios do AI prever que a mesma equipe poderá, simultaneamente, representar mais de um intermediário no contato com o investidor – medida que facilitaria a comparação de produtos semelhantes oferecidos por intermediários diversos e contribuiria para redução do custo de observância nesse momento inicial de transição entre modelos – conclui a BSM



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

que será importante o AI detalhar as medidas planejadas para viabilizar o cumprimento das regras disciplinadas no art. 32 da Minuta A.

O art. 32 foi eliminado da norma, embora o AI continue responsável por zelar pelo sigilo de informações confidenciais a que tenha acesso, nos termos do art. 23, § 1º, II da norma final, o qual foi considerado suficiente para tratamento da questão.

Com a supressão do dispositivo, a maior parte dos comentários acima resta prejudicada. Ademais, embora jamais tenha sido pretensão da Minuta A conceder acesso a um intermediário sobre comunicações efetuadas pelo AI em nome de outros intermediários, essa interpretação, que parece ter sido feita por alguns participantes da Audiência Pública, resta ainda mais afastada na versão final da regra, com a eliminação do art. 32 da Minuta A original.

A versão final da norma expressamente prevê que é dever do AI preservar o sigilo de clientes, inclusive deixando de fornecer informações que o intermediário possa ter solicitado no âmbito de sua atividade de supervisão (art. 36). Contudo, esse mesmo dispositivo esclarece que a eventual restrição de acesso a dados e informações não afasta a responsabilidade do AI na qualidade de preposto do intermediário.

Por fim, é válido ainda frisar que, apesar de não caber ao intermediário acessar informações específicas de investidores que não sejam seus clientes, faz parte de suas atribuições verificar se o AI contratado mantém estruturas e processos internos compatíveis com o cumprimento da norma, inclusive no que diz respeito à preservação do sigilo de seus clientes.

3.25 Regras aplicáveis aos AIs que admitam sócios não registrados (art. 33)

O art. 33 obriga os AIs pessoa jurídica que admitam sócios não registrados a instituírem regras, procedimentos e controles internos próprios, para assegurar que as atividades inerentes a sua função não sejam exercidas por sócios não registrados como AI.

AIs Livres e Alfredo Sequeira Filho sugerem eliminar tal necessidade de instituição de regras, procedimentos e controles internos próprios, a qual daria lugar à adoção da política de “**Chinese Wall**” para assegurar que as atividades previstas no art. 3º não sejam exercidas por sócios não registrados como AI.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Os participantes alegam que o Ofício-Circular CVM/SMI nº 04/2018 (i) já autoriza a atuação no escritório de AIs de colaboradores não credenciados como AIs perante a CVM, para o desempenho de atividades-meio e, além da adoção da segregação de atividades acima mencionada, (ii) enumera outras medidas que mitigariam eventuais problemas decorrentes da admissão de sócios não registrados, como a responsabilização do escritório AI em função dos atos causados pelos AIs pessoas naturais e a subscrição do AI às regras e regulamentos das corretoras das quais ele é preposto.

Por fim, Alfredo Sequeira Filho, comenta que, diante do princípio da intervenção regulatória mínima, não cabe à CVM, partir da premissa de que a presença de um “sócio investidor” ou não AI resulta, necessariamente, na atuação de pessoas não credenciadas como AI. O participante defende que eventuais condutas ilícitas (distribuição de produtos por pessoas não autorizados pela CVM e exercício ilegal de profissão regulamentada) devem ser combatidas, pontualmente, pelo órgão regulador, pelos intermediários, pelos órgãos autorreguladores e pelos demais agentes do mercado.

O art. 33 foi eliminado da versão final da norma.

Em substituição às regras específicas de governança e estrutura que haviam sido previstas na Minuta A, a Resolução trata da questão, como já exposto anteriormente, por meio: (i) da vedação ao exercício das atividades de AI por pessoas não registradas (art. 11); (ii) da vedação ao exercício de atividades conflitantes por parte do AI (art. 7º, **caput**); (iii) do dever do intermediário em verificar possíveis conflitos nas atividades desempenhadas pelo AI (art. 7º, § 3º); e (iv) do dever do intermediário de fiscalizar continuamente a estrutura interna, sistemas e processos do AI, a fim de aferir sua compatibilidade com a norma (art. 28, II).

Portanto, as sugestões foram parcialmente aceitas.

3.26 Governança e controles internos de AI não exclusivos ou que admitam sócios não registrados (arts. 34 a 37)

3.26.1 Comentários gerais

Nos arts. 34 a 37 estão previstas medidas a serem adotadas pelos AIs pessoa jurídica não exclusivos ou que admitam sócios não registrados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Estas medidas envolvem, em linhas gerais, (i) seguir as políticas e controles internos de seus contratantes; (ii) designar diretores estatutários para cumprimento das normas regulatórias e supervisão dos procedimentos e controles internos; (iii) preparar um relatório com descrição dos controles internos, testes realizados e recomendações sobre deficiências; e (iv) elaborar e implementar políticas internas próprias, com o objetivo de, principalmente, coibir a atuação de pessoas não habilitadas.

ABAAI opina que o conteúdo dos controles propostos pela CVM é similar àquele estabelecido na Resolução CVM nº 35, de 2021, cuja aplicação relaciona-se à atividade do intermediário, que efetivamente recebe, processa, realiza a custódia e liquida transações, ao passo que a atividade exercida pelo AI tem cunho mais informativo, envolvendo apresentação de produtos, diagnósticos de **suitability**, e execução e monitoramento da carteira ao longo do tempo.

Pelo escopo de sua atuação e mesmo pelo porte dos AIs, ABAAI considera que os aspectos de **compliance** atinentes ao AI deveriam ter um caráter mais atinente ao relacionamento com o cliente, à orientação sobre produtos e serviços, à qualificação e treinamento de profissionais, ao tratamento de conflito de interesses etc. Desse modo, as questões relacionadas ao **compliance** do AI deveriam ser aproximadas àquelas aplicadas ao consultor de valores mobiliários, incluindo a elaboração de Código de Ética e Política de Investimentos Pessoais, bem como de Política de Controles Internos – esta última já proposta pela CVM na Minuta A.

BR Invest e Champs Advogados fazem comentários semelhantes ao feito pela ABAAI e mencionam o consultor de valores mobiliários como ente regulado cujas regras de **compliance** poderiam servir como norte, e não tanto a de uma instituição intermediária regulada pela Resolução CVM nº 35, de 2021, cujo conteúdo tem ainda grande foco na infraestrutura de execução, fluxos de ordens, intermediação, registros de comitentes, ritos de liquidação, cadastro, estrutura tecnológica, proteção contra ataques cibernéticos, rastreabilidade de informações, transmissão de ordens, gravações, execução de ordens, prazo de validade de ordens, identificação de comitentes, repasse de operações, pagamentos de valores, dentre outros fatores.

Esses aspectos da Resolução CVM nº 35, de 2021, segundo BR Invest, são integralmente atendidos pela instituição intermediária contratante, que provê a “infraestrutura” das operações do cliente, mas não tão importantes para determinar a extensão, matéria e número de documentos e controles próprios de um AI (i.e., condizentes com a sua própria realidade negocial cotidiana).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

BR Invest assevera que, se o conteúdo do relatório for idêntico ou assemelhado ao relatório anual da Resolução CVM nº 35, de 2021, o seu teor seria de relativamente pouca valia tanto para a direção do AI (por não priorizar os aspectos que de fato impactam a atividade da empresa, na abordagem do investidor), quanto para a própria CVM, pois ele praticamente “repetiria” o que já compete aos intermediários fazer, uma vez que é a estes que operacionalmente competem tais aspectos (i.e., liquidação de operações, recepção e execução das ordens etc.), e não ao AI.

Als Livres, no mesmo sentido de ABAAI e BR Invest, também critica a carga regulatória imposta pelos arts. 34 a 37 e sugere a exclusão de toda a seção III sobre regras, procedimentos e controles internos do AI.

Na visão do participante, como já mencionado no item 3.2 do presente relatório, se editadas tal como propostas, as normas devem acarretar uma redução no número de sociedades de AIs e uma ainda maior concentração de mercado, já caracterizado atualmente pelo fato de a corretora líder possuir vínculo com 80% da categoria. Para o participante, as exigências das Minutas vão contra o projeto de redução de custos de observância e representam enorme barreira ao crescimento dos pequenos e médios escritórios de AIs, que ficariam em uma situação pior do que a atual.

Segundo o participante, os custos administrativos criados para a atividade de AI seriam comparáveis aos de uma corretora e corresponderiam a, no mínimo, R\$ 50 mil mensais, decorrentes, de outros aspectos, da contratação de (i) diretores, (ii) sistemas para análise de perfil de clientes e eventual bloqueio da atuação de tais clientes, por desatualização de informações, inadequação ao produto ou outros fatores, (iii) sistema de prevenção a lavagem de dinheiro e (iv) sistema de risco operacional. Alfredo Sequeira Filho e Gameleria Advogados trazem argumentos semelhantes, inclusive com referência à mesma estimativa de custos.

Estes mesmos participantes ressaltam que apenas uma pequena parcela dos AIs pessoa jurídica poderia se beneficiar do fim da exclusividade, dadas as restrições e obrigações propostas em contrapartida. Em relação a esse aspecto, reportam-se a dados do Edital de Audiência Pública SDM nº 3/19⁷, segundo a qual (a) 92% dos escritórios de AIs têm no máximo 10 AIs e (b) apenas 1% dos escritórios de AIs possuem mais de 50 AIs.

⁷ Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0319.html



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Além de elevados, os custos seriam redundantes com os de instituições financeiras e representariam o deslocamento, para o AI, de responsabilidades que não lhes competem, dado que são apenas prepostos; as instituições financeiras é que já detêm sistemas operacionais e de **Customer Relationship Management** (CRM) pelos quais os clientes mantêm cadastro, enviam recursos e fazem as operações.

Als Livres considera que os arts. 34 a 37 restringem a liberdade do profissional exclusivamente em razão da forma societária escolhida, o que afronta o princípio da livre iniciativa, protegido pelo art. 17 da Constituição da República e pelos arts. 2º, I, e 4º, VII, da Lei 13.874, de 2019, que assegura ao profissional a eficácia de suas escolhas empresariais e a liberdade no exercício de suas atividades econômicas. Gameleira Advogados se manifesta de maneira substancialmente idêntica em relação a esse ponto.

Ainda segundo Als Livres, esse tipo de prática representaria também dar tratamento desigual a pessoas que estão exercendo sua profissão de forma igual, dentro de um mesmo mercado, contrariando o princípio constitucional de que todos são iguais perante a lei, protegido pelo art. 5º da Constituição da República, e o direito de toda pessoa, natural ou jurídica, receber tratamento isonômico de órgãos e de entidades da administração pública, previsto no art. 3º, IV, e art. 4º-A, I, da Lei nº 13.874, de 2019. Ao segmentar os Als, alega, quem não tiver recursos e estrutura para ter 2 diretores, não poderá ter sócio investidor e será obrigado a trabalhar com apenas uma Corretora.

Novamente, esse ponto de vista é ecoado por Gameleira Advogados, que faz menção ainda aos arts. 170 e 179 da Constituição da República, sendo esse último pertinente à diretriz de proteção ao micro e pequeno empresário.

Ainda sobre o tópico, Gameleira Advogados acrescenta que a proposta vai na contramão da política pública nacional de incentivar as atividades de inovação e investimentos produtivos nas sociedades enquadradas como microempresa ou empresa de pequeno porte, concretizada nos artigos 61-A a 61-D da Lei Complementar nº 123, de 2006, que permite o aporte de capital por pessoa física ou jurídica considerado investidor-anjo. Prossegue comentando que é ilegal o exercício de qualquer profissão regulamentada por lei sem ter a necessária habilitação e cita o art. 47 do Decreto-Lei nº 3.688, de 3 outubro de 1941.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O participante entende que a absoluta maioria das pessoas, naturais ou jurídicas, não AI, que queiram ser sócias de escritórios de AIs, tem a intenção de fazê-lo sem exercer a profissão ilegalmente. Essa maioria não pode ser prejudicada ou restringida em razão de uma ínfima minoria a ser reprimida por meio das atividades fiscalizatórias.

Assim, sugere, a fim de evitar que os sócios investidores não AIs exerçam a atividade sem a devida autorização para tal e também permitir que todas as sociedades de AIs possam contar com a possibilidade de receber investimentos externos, independentemente de seu porte econômico, a exclusão das exigências previstas nos artigos 34 a 37 da Minuta A de Resolução e a adoção de regras similares às já existentes para o aporte de capital por investidor-anjo,⁸ o que compreenderia as seguintes características:

- i) o escritório de AI poderá admitir que o aporte de capital investido não integre o capital social da empresa;
- ii) a atividade de AI, prevista no objeto social, será exercida unicamente por sócios regulares, em seu nome individual e sob sua exclusiva responsabilidade;
- iii) o investidor-anjo não será considerado sócio, nem terá qualquer direito a gerência ou voto na administração da empresa, não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, e será remunerado por seus aportes, nos termos do contrato de participação;
- iv) os valores de capital aportado não são considerados receitas da sociedade;
- v) ao final de cada período, o investidor-anjo fará jus à remuneração correspondente aos resultados distribuídos, conforme contrato de participação, não superior a 50% dos lucros da sociedade;
- vi) o investidor-anjo somente poderá exercer o direito de resgate depois de decorridos, no mínimo, dois anos do aporte de capital, ou prazo superior estabelecido no contrato de participação, e seus haveres serão pagos na forma do art. 1.031 do Código Civil, não

⁸ O participante faz referência aos arts. 61-A a 61-D da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006, em conjunto com a Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016, e a Instrução Normativa RFB nº 1.719, de 19 de julho de 2017;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

podendo ultrapassar o valor investido devidamente corrigido, o que não impede a transferência da titularidade do aporte para terceiros;

- vii) a transferência da titularidade do aporte para terceiro alheio à sociedade dependerá do consentimento dos sócios, salvo estipulação contratual expressa em contrário; e
- viii) os chamados “fundos de investimento” poderão aportar capital como investidores-anjos, respeitando os ditames legais específicos.

BSM, por sua vez, comenta que a flexibilização da exigência de exclusividade confere aos intermediários e aos AIs a capacidade de analisar com autonomia os benefícios de um ou outro modelo e decidir implementar um modelo de negócios exclusivista ou não.

O participante entende que um dos fatores a serem sopesados pelos AIs nessa análise será o custo de observância regulatória decorrente do modelo não-exclusivo e pondera que o modelo não-exclusivo, uma vez em prática, tende a favorecer a supervisão com base em metodologia de Abordagem Baseada em Riscos (“ABR”), para a supervisão de AI não-exclusivos pelos intermediários.

Adicionalmente, conforme relatado adiante neste relatório, o participante faz sugestões específicas no sentido de robustecer e complementar as exigências de controles internos previstas na Minuta.

Como já observado anteriormente, apesar de as estruturas e controles previstos na Minuta A para os AIs terem sido concebidas como complementares, e não redundantes, às regras aplicáveis aos intermediários, a CVM considera que os mesmos objetivos podem ser alcançados de forma menos onerosa para o segmento de intermediação como um todo.

Neste sentido, os arts. 34 a 37 da Minuta A original foram excluídos da norma e foram reformuladas exigências de controles a serem adotados pelos AIs, ficando afastadas disposições de caráter prescritivo e pormenorizado em torno de uma estrutura específica. Assim, deixam de fazer parte do conteúdo da norma, dentre outras, as exigências de: (i) adoção de forma de sociedade empresarial; (ii) indicação de um diretor de controles internos; e (iii) elaboração de relatórios anuais.

Em substituição, a norma, em sua versão final, (i) reforça o papel do intermediário em fiscalizar o AI no tocante a sua estrutura interna, sistemas e processos (arts. 32 a 36); (ii) traz maior clareza sobre a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

responsabilidade do AI não exclusivo em identificar, reportar e obter consentimento dos intermediários quando as regras que estes precisem lhe impor sejam conflitantes (art. 23, §§ 3º a 5º); e (iii) exige do AI pessoa jurídica a nomeação de um diretor responsável (art. 26), que deve atuar como um ponto focal para questões regulatórias e auxiliar o intermediário em relação à supervisão a ser exercida sobre o AI.

A CVM acredita que as mudanças atendem a maior parte dos comentários sobre o tema recebidos na Audiência Pública.

Por fim, registre-se que a adoção de regras que aproximem AI pessoa jurídica de sociedades que recebem aportes de investidores-anjo não se insere no escopo da presente Audiência Pública.

Gameleira Advogados comenta que o art. 34 obriga que os AIs não exclusivos sejam constituídos sob a forma de sociedades empresárias, o que impedirá que os AIs pessoa jurídica constituídos sob a forma de sociedades simples sejam não exclusivos.

Além disso, ao exigir a presença de dois diretores distintos, a norma estaria vedando a não exclusividade para um AI que constitua sua pessoa jurídica empresarial sob a condição de empresa individual de responsabilidade limitada – EIRELI ou sociedade limitada unipessoal. Isso contribuiria para que apenas uma pequena minoria se beneficie da revisão da regulamentação da atividade de AI.

Com as mudanças na estrutura da norma acima comentadas, não há mais exigência relacionada ao tipo societário do AI pessoa jurídica, que pode inclusive ser uma empresa individual de responsabilidade limitada.

3.26.2 Distribuição de cotas de fundos

BR Invest chama atenção para um impacto indevido sobre o nicho de AIs dedicados exclusivamente à distribuição de fundos de investimento, vinculados a diversas instituições intermediárias (notadamente administradores fiduciários de fundos), que atualmente distribuem apenas fundos de investimento, e que não possuem sócios não credenciados como AIs em seu capital.

Segundo alega, estes AIs não terão sua situação alterada, porém, prevalecendo o texto em Audiência, eles poderão ser impactados com a obrigatoriedade de apontamento de diretores e com a criação de políticas e controles internos, as quais, a rigor, não se aplicariam àqueles AIs que pretendessem “permanecer como estão”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

BR Invest prossegue argumentando não crer que o objetivo da CVM tenha sido que tais instituições – exceções ao mercado tradicional de AIs – passassem a um novo patamar (mais gravoso) de **compliance** e, assim, seria razoável que, para esses AIs, não se aplicassem as novas obrigações de apontamento de diretores e de **compliance**, dado que permanecerão rigorosamente como estão (ou seja, sem sócios capitalistas, apenas “polivinculados” exclusivamente para fundos de investimento).

Esse ponto é também destacado por Fidus Invest, que se posiciona contrariamente a que AIs não exclusivos e AIs que admitam sócios não registrados sejam agrupados sob um mesmo modelo, para fins das exigências regulatórias. Em linha com manifestação de BR Invest, ressalta a existência de um segmento de escritórios de AI que atua exclusivamente com investidores institucionais, já possuindo contratos assinados com os administradores fiduciários do mercado brasileiros.

Segundo o participante, tais AIs já aderem formalmente a diversos códigos de tais instituições, como Código de Ética, Código de Conduta, Código Conheça Seu Cliente (KYC) e Código **Suitability**. Fidus Invest conclui citando que, atualmente, o mercado brasileiro possui um número significativo de escritórios de AIs que não possui qualquer interesse em admitir sócios que não tenham a certificação para atuar neste segmento (sócios não registrados) e que possuem contrato direto com os administradores fiduciários.

ABAAI e AIs Livres, igualmente, manifestam que não seria razoável impor aos AIs dedicados exclusivamente à distribuição de cotas de fundos de investimento a obrigatoriedade de implementar novas regras e procedimentos internos, incluindo o apontamento de diretores estatutários e criação de políticas e controles internos, considerando a manutenção de seus respectivos **status quo** de atuação: a distribuição exclusiva de cotas de fundos de investimento. Champs Advogados também faz sugestão similar.

AIs Livres, ademais, também questiona a proibição do AI unipessoal e da sociedade simples de distribuir fundos por mais de uma corretora, apesar de não existir registros de problemas gerados aos investidores por este fato. Comenta que há muitos anos é rotineira a atividade do AI de distribuir fundos e renda fixa por mais de um intermediário e os que não tiverem recursos para se adequar ao modelo de sociedade empresária terão que se integrar a um grande escritório que esteja disposto a arcar com os custos ou manter o vínculo com apenas um intermediário, deixando de atender clientes vinculados aos demais intermediários e submetendo clientes a custos de portabilidade dos investimentos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

No mesmo sentido, Gameleira Advogados entende que a proposta da Minuta A representa, em parte, um retrocesso, pois restringirá ainda mais a liberdade de que os AIs gozam atualmente ao impedir que os AIs possam trabalhar com mais de um intermediário para distribuir cotas de fundos de investimento e ativos de renda fixa bancária e que tal restrição viola direito já adquirido pelos AIs, garantido pelo art. 5º, XXXVI, da Constituição da República.

Os comentários restam parcialmente superados em razão do novo formato adotado pela norma, que não restringe a atuação fora do regime de exclusividade por parte de pessoas naturais, seja na distribuição de cotas de fundos de investimento – como já ocorre atualmente – seja na distribuição de outros valores mobiliários.

Ainda a propósito deste tópico, vale esclarecer que os AIs que distribuam somente cotas de fundo passarão a ser submetidos às mesmas regras incidentes sobre os demais AIs, mas, tendo em vista as alterações feitas na versão final da norma em relação na Minuta A submetida à consulta pública, a CVM entende que restam superadas as principais questões de custo de observância decorrentes da nova norma.

3.26.3 Adoção e implementação de controles internos (art. 35)

Nos termos do art. 35, os AIs não exclusivos ou que admitam sócios não registrados devem adotar regras para o cumprimento da Resolução e instituir procedimentos e controles internos com objetivo de verificar a aplicação e eficácia de tais regras. Tais regras, procedimentos e controles internos, segundo o § 1º, III, do mesmo artigo, devem estar disponíveis para a consulta dos intermediários pelo qual o AI tenha sido contratado.

Em relação ao conteúdo das regras, procedimentos e controles internos, BSM sugere que elas devem abranger, no mínimo:

- i) obrigatoriedade de o AI detalhar, de modo claro, transparente e comparável, as alternativas à disposição do investidor, com discriminação integral dos custos associados, possibilitando que a escolha do intermediário ofertante de produtos ou serviços seja feita pelo investidor em regime de plena informação, em especial nas situações em que sua ordem possa ser executada em mais de um intermediário;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

- ii) critérios objetivos, aferíveis e auditáveis, que serão adotados para garantir que as ordens dos investidores sejam sempre executadas segundo seu melhor interesse, em particular nas situações em que sua ordem possa ser executada em mais de um intermediário; e
- iii) organização e fiscalização das pessoas e estruturas compartilhadas na prestação de serviços de forma vinculada a mais de um intermediário, disciplinando, inclusive, os controles aplicáveis à oferta de produtos ou serviços por mais de um intermediário.

BSM pondera que intermediários e AI constituem elos de uma única cadeia de intermediação e distribuição de valores mobiliários e, nessa qualidade, cada um em sua medida, exercem funções de **gatekeeper** da observância do cumprimento das normas estabelecidas para regulação dos mercados organizados de valores mobiliários.

O participante comenta que o reforço nas regras de transparência e conscientização dos investidores sobre os limites da atuação dos AIs, a elevação da responsabilidade dos AIs na cadeia de distribuição de valores mobiliários – inclusive com a imposição de regras, procedimentos e controles internos próprios, presença de diretor de controles internos e de **compliance** e obrigatoriedade de elaboração de relatórios periódicos – constituem mecanismos relevantes para a preservação das conquistas alcançadas e identificadas pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos da CVM.

Nessa linha, BSM sugere que a CVM considere estabelecer um conteúdo mínimo a ser atendido pelos AIs que desejarem manter vínculo contratual com mais de um intermediário, ou admitirem em seus quadros sócios que não sejam AI. Esse conteúdo mínimo contribuiria para reduzir o campo de incerteza e a possível disparidade na construção dos controles internos por participantes como os AIs que, pela primeira vez, enfrentarão o desafio de estruturar, de forma autônoma e independente, seus controles para observância normativa. BSM acredita que a contemplação normativa de tais requisitos mínimos, escalonados e proporcionais à atuação dos AIs, apresentaria ganhos em termos de supervisão e fiscalização das atividades da categoria.

Tal conteúdo mínimo poderia incluir requisitos sobre a preservação da confidencialidade de informações entre intermediários contratantes do AI, impedimento do exercício das atividades de AI por aqueles sócios que não sejam registrados perante a CVM, gestão e execução de ordens, **best execution**, **suitability**, conflito de interesses, infraestrutura mínima de tecnologia da informação, compartilhamento



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

de infraestrutura para atendimento de cliente de mais de um intermediário, sistemas de registro e gravação de ordens e demais controles que, atualmente, são exigidos pelos intermediários dos AIs. O participante sugere ainda que a norma também detalhe o conteúdo mínimo esperado dos relatórios periódicos de controles internos dos AIs.

Tais sugestões, prossegue a BSM, guardam proximidade com a opção feita pela CVM ao divulgar o Ofício-Circular nº 2/2021/CVM/SIN, de 23 de fevereiro de 2021, contendo orientações quanto aos elementos mínimos que devem compor as atividades de **compliance** e o relatório de conformidade exigido dos administradores de carteira de valores mobiliários, sujeitos, atualmente, à Resolução CVM nº 21, de 2021. Na visão do participante, as sugestões viriam a eliminar incertezas quanto às formas adequadas para cumprimento da regulamentação, além de auxiliar os AIs no aprendizado natural que haverá com a eliminação da exclusividade e conferir transparência quanto aos objetivos da supervisão realizada pela CVM e pela BSM, reduzindo o custo de observância e propiciando efetividade regulatória.

Ademais, BSM entende que cabe reavaliar a inclusão de exigência de inclusão de planos de continuidade de negócios e segurança cibernética entre as obrigações do AI, dada a relevância da transformação digital e de acesso que o mercado de capitais vem passando, com uso de tecnologias diferenciadas e que atraem o interesse de diferentes perfis de investidores, além de promover o melhor e contínuo atendimento ao investidor e de se evitar arbitragem regulatória entre instituições intermediárias e AI, até mesmo para os que atuem sob regime de exclusividade.

Quanto a política de **best execution**, a BSM pondera que a regulamentação aplicável à intermediação de valores mobiliários em mercados organizados estabelece que, para fins de aferição das melhores condições de execução da ordem, não sejam considerados apenas aspectos financeiros, como preço e custo, mas todos aqueles relevantes para sua implementação, como probabilidade da execução das ordens e da liquidação das operações dos clientes.

No entanto, à luz do parágrafo único do art. 20 da Resolução CVM nº 35, de 2021, os aspectos relevantes para execução de ordens variam em função de cada intermediário e podem não ser comparáveis e ponderados aprioristicamente. Por isso, considera importante que, sem prejuízo da imposição do dever de melhor execução, o AI apresente sempre todas as informações necessárias para que o investidor tome a decisão que repute mais adequada aos seus objetivos de investimento.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Tendo em vista que o princípio do **best execution** tutela os interesses do investidor (e não do AI ou do intermediário), BSM sugere que, em especial no mercado de balcão organizado, a nova regulamentação preveja a obrigação de os AIs não-exclusivos estabelecerem, em seus próprios controles internos, os critérios adotados para garantir a melhor execução das ordens de seus clientes, a partir de critérios objetivos, aferíveis e auditáveis, em situações em que uma mesma ordem puder ser executada em mais de um intermediário.

Como observado anteriormente, a versão final da regra não contempla os dispositivos especificamente voltados a procedimentos e controles internos a serem adotados por AI não exclusivos ou que admitam sócios não registrados. Foi feita opção por uma abordagem menos prescritiva da atuação do AI, em especial quanto a regras e procedimentos que deverá adotar para cumprir a norma, e maior ênfase na responsabilidade tanto do próprio AI quanto no dever de fiscalização do intermediário. Com isso, os comentários apresentados pelo participante ficam em sua maior parte prejudicados.

Entretanto, tendo em vista que parte dos comentários aparentemente toma como premissa que caberá ao AI não exclusivo escolher para qual intermediário determinadas operações do cliente serão direcionadas a fim de que tenham melhor execução, vale frisar que esse tipo de decisão não se insere nas atribuições do AI, mesmo quando atuando fora do regime de exclusividade. Ao contrário, o AI não exclusivo deverá sempre identificar em nome de qual intermediário está atuando no momento (cf. art. 3º, § 2º), de modo que a decisão a esse respeito caiba ao cliente.

ANBIMA e ANCORD sugerem alteração na redação do art. 35, § 1º, III, excluindo o trecho que prevê as regras, procedimentos e controles internos estejam disponíveis para consulta dos intermediários pelos quais os AIs não exclusivos tenham sido contratados. Os participantes alegam que o intermediário não atua, no tocante à diligência, quanto à adoção de regras, procedimentos e controles internos pelos AIs.

O mesmo ponto é levantado por XP, que propõe a exclusão da menção aos intermediários pelos quais o AI não exclusivo tenha sido contratado, não só do art. 35, § 1º, III, mas também do art. 36, §§ 1º e 6º. A sugestão decorre do entendimento do participante de que a responsabilidade dos intermediários pelos atos praticados por AIs não exclusivos deve estar limitada à atuação do AI não exclusivo na qualidade de preposto do respectivo intermediário, não havendo que se falar em uma responsabilidade solidária ou mesmo subsidiária entre intermediários.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O participante alega que, em um cenário de não exclusividade, a capacidade dos diversos intermediários de fiscalizar um mesmo AI é limitada, na medida em que nem todos os atos praticados pelo AI assim o serão na qualidade de preposto de todos os intermediários. Os intermediários, porém, só poderão fiscalizar o AI em relação aos atos praticados por ele na qualidade de seu preposto, o que, na prática, impedirá que os intermediários obtenham uma visão global da atuação do AI, de modo a validar se suas regras, políticas e controles internos estão sendo satisfatoriamente cumpridas. Por conseguinte, somente o próprio AI não exclusivo e a entidade credenciadora poderão avaliar se o AI não exclusivo está atuando em observância a todas as suas regras, procedimentos e controles internos.

Nesse contexto, não faria sentido que os intermediários tivessem acesso às regras, procedimentos e controles internos do AI não exclusivo, às informações sobre diretores responsáveis por ele indicados, e ao relatório de controles internos do referido assessor. Entretanto, a partir do momento em que os documentos em questão sejam disponibilizados aos intermediários, acaba-se por gerar uma expectativa de que, caso encontrem eventuais inconformidades nos documentos, deverão atuar – e se não o fizerem, poderão ser responsabilizados.

Santander propõe substituir a menção existente no § 4º a “responsabilidade dos diretores referidos nos incisos I e II do caput do art. 36” por “responsabilidade do diretor referido no caput do art. 36”, tendo em vista sua sugestão feita ao art. 36, de que a Resolução preveja somente 1 diretor de controles internos para os AIs.

Os comentários restam prejudicados em função da exclusão do art. 35 da Minuta A original. Todavia, em atenção a menções sobre limitações a que os intermediários estarão sujeitos sob o regime de não exclusividade dos AIs, vale reiterar alguns aspectos da norma pertinente ao tema.

A fiscalização dos intermediários sobre AI não exclusivos não alcança operações específicas direcionadas a outros intermediários (art. 32), porém abarca aspectos relacionados à estrutura de funcionamento dos AIs contratados (art. 33).

Em relação à prerrogativa de fiscalizar o AI não exclusivo, ela não implica possibilidade de violação de sigilo de informações de clientes vinculados a outros intermediários – o AI deve restringir o acesso do intermediário a informações dessa natureza, mas deve indicar expressamente tal restrição e seu motivo ao fazê-lo (art. 36). Ademais, eventual restrição de acesso a que o intermediário venha a se sujeitar não afasta sua responsabilidade por atos praticados pelo AI na qualidade de seu preposto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

3.26.4 Indicação de diretores e confecção de relatório anual (art. 36)

O art. 36 trata da necessidade de indicação de diretores estatutários responsáveis, respectivamente, pelo cumprimento da Resolução a ser editada e pela supervisão dos procedimentos e controles internos do AI. Também é abordado neste dispositivo o dever de elaboração de um relatório sobre, dentre outros aspectos, a descrição dos controles internos, exames realizados para detecção de anormalidades ou falhas e recomendações quanto a eventuais deficiências identificadas.

Para AIs Livres, a exigência de indicação de 2 diretores para que um escritório de AI possa ter sócio não registrado e trabalhar com mais de um intermediário, não deve prosperar, por razões já tratadas em outros trechos deste relatório.

Em particular, divide simplificadamente o mercado de distribuição em 3 modelos: (i) escritório com mesa de operações que faz distribuição de títulos e valores mobiliários para os clientes, executando as ordens para eles; (ii) escritório sem mesa de operações, no qual 100% da intermediação de títulos e valores mobiliários é feita pelo cliente, por meio do **home broker** ou pela mesa da corretora; e (iii) escritório que não tem contrato de distribuição de títulos e valores mobiliários e que só distribui instrumentos de renda fixa e cotas de fundos de investimento. Em sua visão, nem todos estes modelos estão contemplados na Minuta e os modelos (ii) e (iii) não justificam o custo de 2 diretores estatutários.

BSM entende que a proposta de criação de centros de imputação de responsabilidade, com designação de diretor de controles internos e de **compliance**, é a mais adequada para estimular os AIs a refletirem, nas próprias regras, procedimentos e controles internos que escolherem implementar; e, no caso dos intermediários, para estimulá-los a fiscalizar seus prepostos e a vincular-se àqueles que tenham desenvolvido regras, procedimentos e controles internos convergentes e aderentes aos seus próprios.

Santander sugere substituir os incisos I e II do art. 36, que tratam de 2 diretores distintos, por um único diretor estatutário, responsável pela supervisão dos procedimentos e controles internos previstos no inciso II do **caput** do art. 35. Conseqüentemente, propõe a eliminação do § 2º do art. 36, além de ajustes redacionais e de numeração nos parágrafos restantes do mesmo art. 36.

O participante ainda questiona a necessidade de criação de relatório anual pelo diretor de controles internos de que trata o art. 36, §§ 4º e 5º para os AIs não exclusivos, o que estaria levando a uma assimetria injustificada, dado que a natureza do risco fiduciário entre ambos seria igual e já estaria



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

presente no mercado. Com isso, os pequenos agentes incapazes de arcar com tais custos seriam automaticamente direcionados ao regime de exclusividade.

Vezi Lapolla Advogados requer que se esclareça se os diretores de que tratam os incisos I e II do art. 36 precisam ser sócios da pessoa jurídica ou se podem ser terceirizados.

Órama sugere que o § 2º do art. 36 admita que as atividades previstas nos incisos I e II possam ser desempenhadas pelo mesmo diretor estatutário em caso de sociedade unipessoal. Alega que para as sociedades unipessoais a não exclusividade será condicionada a uma medida de governança que parece ter pouca efetividade nesse caso, sendo que a manutenção de dois diretores em uma sociedade com um único sócio parece onerar excessivamente AIs com estruturas menores. Portanto, poderia ser mais benéfico impor menos obrigações a tais tipos societários, como o dever de haver um único diretor que acumule tais funções.

Em linha com o comentário do participante Santander, a versão final da regra contempla a necessidade de apenas um diretor responsável, em substituição aos dois diretores antes previstos na Minuta A (art. 26).

Ademais, a norma permite que o ocupante do cargo não seja, a rigor, um diretor, nos casos em que a forma societária adotada pelo AI pessoa jurídica seja incompatível com a figura de um diretor, em sua acepção formal; nessas situações, o cargo pode ser ocupado um sócio ou administrador da pessoa jurídica.

O diretor responsável concentrará responsabilidades sobre questões regulatórias no âmbito do AI pessoa jurídica, em linha com o comentário de BSM sobre o tema. Frise-se que foi mantida a previsão de que os próprios intermediários indiquem diretores encarregados da fiscalização do AI, tal como já ocorre na Resolução CVM nº 16, de 2021.

Considerando, no entanto, que o diretor responsável do AI pessoa jurídica teria tal função de centro de imputação de responsabilidade, considerou-se despropositada a exigência para o caso de sociedades unipessoais, já que as responsabilidades naturalmente recairão sobre seu sócio único.

Por fim, como já observado, a norma não mais prevê a necessidade de produção de um relatório anual, ao contrário do que havia sido indicado na Minuta A.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ANBIMA, ANCORD e XP requerem excluir os intermediários pelos quais os AIs tenham sido contratados da redação do art. 36, §§ 1º e 6º, em mesma linha com a sugestão feita por elas ao art. 35.

Desse modo, os intermediários deixariam de figurar como destinatários ou consulentes das informações previstas nos §§ 1º e 6º (nomeação e substituição de diretores do AI e relatório elaborado pelo diretor de controles internos do AI, respectivamente). Argumentam não caber atuação do intermediário, no tocante à diligência, quanto à nomeação ou substituição dos diretores estatutários ou à disponibilização do relatório mencionado no § 4º do mesmo artigo pelos AIs não exclusivos ou que admitam sócios não registrados.

Em relação ao art. 36, § 6º da Minuta A original, a sugestão resta prejudicada, tendo em vista não haver dispositivo equivalente na versão final da regra, após as alterações já comentadas ao longo deste relatório.

No tocante ao art. 36, § 1º da Minuta A colocada em consulta pública, o art. 26, § 1º, da norma final mantém a necessidade de comunicação da substituição do diretor responsável aos intermediários. Tal medida se dá em benefício dos próprios intermediários, tendo em vista que o intermediário deve fiscalizar o AI contratado e uma das funções do diretor responsável, nos termos do art. 26, IV, da regra final é atuar de forma auxiliar, coordenada e subsidiária ao intermediário em relação à fiscalização sobre o AI. Portanto, a sugestão não foi aceita.

ABAAI entende que o envio de relatório anual similar ao relatório da Resolução CVM nº 35, de 2021, representaria uma sobreposição dos dados apresentados pelas entidades intermediárias e faria pouco sentido para a fiscalização das atividades do AI pela CVM.

BR Invest sugere a supressão dos §§ 4º a 6º do art. 36 sobre o relatório anual, não aplicáveis aos consultores, já amplamente explorados pelos intermediários no cumprimento da Resolução CVM nº 35, de 2021, pois haveria grande probabilidade de redundância com a sua execução também por AIs, que replicariam dados similares, indo assim de encontro ao esforço da CVM na questão dos custos de observância.

Champs Advogados propõe alterar o final do § 4º do art. 36, de forma que o relatório anual ali referido, em vez de abordar todo conteúdo mínimo elencado nos incisos I a V (os quais sugere que



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

sejam eliminados) tenha por objeto apenas o exercício das atividades do AI e os controles internos implantados.

O participante defende ainda a exclusão dos §§ 5º e 6º do mesmo art. 36, que também tratam do citado relatório, inserindo-se, em seus lugares, um novo parágrafo prevendo que os AIs não exclusivos, desde que não admitam sócios não registrados, dedicados exclusivamente à distribuição de fundos de investimento, estão dispensados da indicação de diretores indicados nos incisos I e II do **caput**.

No que toca ao relatório, o proponente entende que a exigência está em situação de disparidade em relação às atividades praticadas pelos AIs, em linha com argumentos do participante BR Invest já apresentados neste relatório. Alega que da forma proposta pela Minuta A, o conteúdo do referido relatório assemelha-se àquele previsto na Resolução CVM nº 35, de 2021, que visa a regular a atuação das atividades de entidades de bolsas, bancos, DTVMs e corretoras, sendo que as questões enfrentadas pelos AIs são diversas daquelas vivenciadas por referidas entidades, em virtude da sua atuação e até mesmo pelo seu porte.

No contexto do mercado em que o AI se insere, argumenta o participante, a atividade que mais se assemelha àquela prestada pelo AI é a exercida pelo consultor de valores mobiliários, considerando que, atualmente, a sua atuação tem um caráter mais informativo: apresentação sobre os produtos ao cliente, execução de diagnósticos de perfil do cliente, seleção de produtos de acordo com o perfil do cliente e acompanhamento da carteira do cliente.

Assim, prossegue, os aspectos relacionados a instituições de regras, procedimentos e controles internos pelo AI deveriam ser relacionados, especialmente, ao relacionamento com o cliente, à orientação de perfil do cliente, a conflitos de interesses em relação ao investimento do cliente, entre outros. A previsão de elaboração de relatório similar àqueles preparados pelos intermediários e instituições relacionadas, acabaria gerando uma coincidência de informações e dados, sem que haja um propósito, principalmente, para fins de fiscalização da própria CVM.

As sugestões de eliminar a exigência de produção de um relatório anual foram consideradas pertinentes e a versão final da regra não contempla referência a tal documento. Consequentemente, os demais comentários relacionados ao tópico ficaram prejudicados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

BSM sugere acrescentar um § 7º no art. 36 prevendo que, sem prejuízo da responsabilidade imputada aos diretores referidos nos incisos I e II do **caput** de tal artigo, os administradores também poderão ser responsabilizados civil ou administrativamente, perante órgãos reguladores e de autorregulação, pelos atos próprios ou pelas irregularidades para as quais tenham diretamente contribuído.

O participante alega que, não obstante a regra que estabelece centros de imputação de responsabilidade nas figuras dos diretores de controles internos e de **compliance** (art. 36, incisos I e II, da Minuta A), em alguns casos decisões da administração também podem impactar a qualidade dos controles e das operações desempenhadas pelos AIs, independentemente da atuação desses diretores, o que poderia se dar em função de planejamento orçamentário, decisões estratégicas, priorização de atividades, entre outros.

A medida sugerida representaria um tratamento divergente do aplicável a outras pessoas jurídicas que exercem funções reguladas no mercado de capitais.

Além disso, na estrutura da versão final da regra, já será possível responsabilizar tanto o AI pessoa natural ou jurídica que diretamente tenham praticado a conduta irregular como, a depender das circunstâncias, o diretor responsável e o intermediário que eventualmente tenham deixado de exercer adequadamente seus deveres de fiscalização.

A CVM considera que esse modelo traz clareza na definição de responsabilidades e será suficiente para que condutas irregulares sejam objeto da correspondente sanção quando necessário. Portanto, a sugestão não foi aceita.

3.26.5 Terceirização das atividades de controles internos

Laqus sugere a inclusão de dispositivo prevendo que todas as atividades previstas na seção III são passíveis de terceirização para entidades prestadoras de serviço de autorregulação ou monitoramento e fiscalização, na forma de suas regulações específicas.

A sugestão resta prejudicada na sua essência, tendo em vista a eliminação da seção III no formato em que originalmente apresentado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Cabe observar, entretanto, que as responsabilidades que cabem ao AI, inclusive as de manutenção de estruturas, sistemas e rotinas compatíveis com o cumprimento da norma, não podem ser transferidas a terceiros, o que não impede a contratação pelo AI de bens e serviços junto a terceiros com objetivo de dar cumprimento aos deveres que a norma lhe impõe.

3.27 Educação continuada (art. 39, II)

O art. 39, II, prevê que entidades credenciadoras devem instituir programa de educação continuada, com objetivo de que os AIs por elas credenciados atualizem e aperfeiçoem sua capacidade técnica. Segundo o parágrafo único, II, do mesmo artigo, esse programa deve ser aprovado pela CVM.

AIs Livres e Gameleira Advogados requerem a exclusão destes dispositivos. Alegam que a Administração Pública é regida pelo princípio da estrita legalidade: só pode fazer aquilo que a lei determina, consoante arts. 5º, II, e 37 da Constituição da República. Mencionam ainda que é livre o exercício de qualquer trabalho, ofício ou profissão, desde que atendidas as qualificações profissionais que a lei estabelecer, de acordo com o art. 5º, XIII, também da Constituição da República.

Ademais, apontam que a Lei nº 6.385, em seu art. 16, parágrafo único, e art. 27-E, estabeleceu como único requisito para o exercício da atividade de AI o registro na CVM e que a norma infralegal regulamentar em vigor (Resolução CVM nº 16, de 2021, art. 7º, II) dispõe que, para que o AI obtenha o registro profissional na CVM, é necessário unicamente ser aprovado em exames de qualificação técnica e ética definidos pela CVM.

Segundo os participantes, inexistente dispositivo na Lei nº 6.385, de 1976, que obrigue o AI a realizar programa de educação continuada para manter seu credenciamento em entidade credenciadora para exercer sua atividade e a CVM não pode, por meio de ato infralegal, ampliar as restrições legais ao exercício profissional. Conclui então que a exigência de que o AI se submeta periodicamente a programa de educação continuada de entidade credenciadora para exercer a atividade é inconstitucional. Nesse sentido Gameleira Advogados cita duas decisões⁹ do Tribunal Regional Federal da 3ª Região.

⁹ ApelRemNec 5007885-61.2018.4.03.6100, TRF3 - 4ª Turma, de 15/03/2021; e RemNecCiv 5031441-92.2018.4.03.6100, TRF3 - 3ª Turma, de 25/05/2021.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Além do exposto, Als Livres e Gameleira Advogados alegam que a exigência em tela gera custo excessivo para o profissional, o que impede o livre exercício de atividade econômica e atenta contra o disposto no art. 1º da Lei nº 13.874, de 2019, bem como contra a diretriz de intervenção subsidiária e excepcional do Estado sobre o exercício de atividades econômicas, prevista no art. 2º, III, da mesma Lei.

Wladimir Scatimburgo, no mesmo diapasão, critica a obrigação do programa de educação continuada, que alega trazer mais custos aos pequenos Als e criar mercado para as empresas de vendas educacionais, algumas vinculadas a grandes corretoras, ou ainda para a ANCORD. Comenta que tal exigência presume que os Als, uma vez admitidos em suas provas, não mais estudam ou não se atualizam e que quem melhor pode julgar o despreparo do AI é o cliente, e não um carimbo ou boleto.

Alfredo Sequeira Filho também sugere o fim da exigência da educação continuada, assim como o da renovação do “PQO”, “ANCORD” ou “CPA-20” a cada 5 anos, que, segundo alega, é algo que só existe na profissão de AI.

A criação de obrigações e a imposição de limites às atividades de particulares é inerente ao exercício de poder de polícia da Autarquia e constitui instrumento relevante de intervenção no domínio econômico, nos termos do art. 174 da Constituição da República.

O art. 18, I, “a” e “b” da Lei nº 6.385, de 1976, atribui competência à CVM para editar normas sobre os requisitos de habilitação técnica e as condições para obtenção dos registros necessários ao exercício de atividades no mercado de valores mobiliários, inclusive aquelas exercidas pelos Als.

Agindo, assim, estritamente dentro de suas competências, a CVM prevê regras de atualização técnica para os Als, as quais, ao contrário do alegado, encontram paralelo em regras a que se submetem outros profissionais do mercado financeiro, como gestores e analistas de valores mobiliários, cujas certificações devem ser renovadas periodicamente.

O tema já teve oportunidade de ser submetido ao controle do Poder Judiciário, tendo se formado jurisprudência em favor da constitucionalidade e legalidade das medidas que impõem condicionantes técnicas para o exercício de atividade no mercado de capitais¹⁰⁻¹¹.

¹⁰ STF. Órgão julgador: Tribunal Pleno. Relator(a): Min. Marco Aurélio. Julgamento: 22/09/2020. Publicação: 09/10/2020.

¹¹ Tribunal Regional Federal da 3ª Região. Agravo de Instrumento nº 90327. Decisão unânime da 6ª. Turma. Rel. Juíza Salette Nascimento. In DJU de 04/12/2002, pág. 675



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Não há, portanto, que se falar em afronta a garantias constitucionais de livre exercício profissional quando tal exercício é meramente condicionado ao atendimento de qualificações técnicas, as quais se justificam (i) pelo alto nível de profissionalização necessário para atuação no mercado de capitais e (ii) pelo propósito de trazer maior confiabilidade ao mercado, estimulando seu funcionamento íntegro e eficiente, necessário para a captação da poupança popular e sua canalização em prol do desenvolvimento da economia nacional.

Portanto, as sugestões não foram aceitas.

3.28 Manutenção de arquivos (art. 41)

Als Livres sugerem alteração do **caput** do art. 41 para incluir, além dos intermediários e as entidades credenciadoras, também os Als, na obrigação de manutenção dos arquivos por 5 anos.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da norma.

3.29 Infrações graves (art. 42)

Als Livres requerem a exclusão da caracterização como infração grave de três dispositivos da norma, a saber: arts. 32, III, 33 e 35.

A sugestão resta prejudicada com a eliminação da regra dos dispositivos nela mencionados.

A propósito da indicação de infrações graves, vale destacar que foi incluído no rol que enumera tais infrações o descumprimento do art. 26, que trata dos deveres do diretor responsável do AI pessoa jurídica.

3.30 Prazos de adaptação e vigência (arts. 44 e 45)

O art. 44 indica o prazo de 180 dias para que os contratos entre AI e intermediários sejam adaptados à nova norma. Já o art. 45 trata da vigência da norma propriamente dita e indica o prazo do primeiro dia útil seguinte ao da publicação.

ANBIMA solicita que o prazo de 180 dias também se aplique para a vedação ao intermediário executar ordens direcionadas pelo AI, em nome de cliente por ele apresentado, sem a assinatura do termo de ciência.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ANCORD solicita prazo para vigência da nova Resolução de 9 meses após a sua publicação, considerando as necessárias alterações operacionais e tecnológicas para adequação à nova norma, em especial para o termo de ciência, o qual poderá ser exigido dos clientes ativos na alteração cadastral.

Considerando que as modificações ora propostas demandarão adaptação de um conjunto de informações, regras, procedimentos e controles tanto dos intermediários quanto dos AIs, BSM sugere em benefício da organização do mercado e previsibilidade quanto às novas regras aplicáveis, a fixação de um período de **vacatio legis**. Durante esse prazo, propõe que o mercado, a CVM e a BSM poderão trabalhar em um cronograma de supervisão segmentado em auditorias específicas focadas, inicialmente, nos AIs não-exclusivos, de modo a capturar as práticas e modelos que serão adotados pelo mercado.

XP sugere, com base nos argumentos já citados no item 3.20.2, que o art. 45 preveja que a regra do § 4º do art. 28 entrará em vigor no prazo de 180 dias contados da publicação da Resolução.

SEAE sugere que se avalie a possibilidade de apresentação de um plano de transição entre o modelo atual e o proposto, de modo a tornar a mudança mais suave para os agentes de menor porte.

Em vista dos comentários recebidos, mas também considerando, por outro lado, que a norma ampliará possibilidades de atuação dos AIs e que esse é um efeito desejado pela maior parte dos participantes desse mercado, foi prevista a data de 1º de junho de 2023 para entrada em vigor da Resolução.

Vale frisar que para o cumprimento do disposto do art. 37, §2º, referente à prévia assinatura do termo de ciência pelo investidor para que ordens direcionadas pelo intermediário sejam executadas, foi previsto um prazo adicional, com término em 2 de janeiro de 2024 ou na próxima atualização cadastral do cliente, o que ocorrer primeiro.

Diante da extensão do prazo para a vigência da norma, foi excluído o dispositivo que previa um prazo de adaptação para os contratos já celebrados.

3.31 Termo de ciência (anexo A)

O anexo A contém o modelo do termo de ciência, um documento com resumidamente 7 declarações que se propõem a informar de modo didático e objetivo o escopo e os limites de atuação do AI.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Sobre o termo de ciência em geral, SEAE comenta que a intenção de sua criação é louvável e a linguagem é bastante acessível, cumprindo a função pretendida.

Als Livres sugere excluir o item 3, que prevê que os interesses do AI podem entrar em conflito com os interesses do investidor, especialmente em razão da forma como ele é remunerado em decorrência das decisões de investimento do investidor.

Quanto ao item 3, SEAE destaca que o alerta de possível conflito de interesse entre o AI e o investidor pode “vir a indicar um investimento em busca de obtenção de melhor remuneração para si mesmo em detrimento dos interesses de seu cliente”; ao mesmo tempo, o participante ressalta as mudanças da Minuta B sobre a transparência de remuneração de toda a forma de intermediação, com um novo paradigma que deixará mais claros os conflitos de interesse e reduzindo assimetria de informação, em benefício da competição, da redução de custos e da melhoria de serviços para o cliente.

A informação a que se refere o item 3 é de fundamental importância para que o investidor compreenda os incentivos do AI. Portanto, o texto foi mantido na forma como apresentado.

CFASB sugere suprimir o trecho “reproduzir todos os aplicáveis” no item 4, substituindo (i) no item 4.1, o termo “recebe” por “pode receber” e (ii) no item 4.2, o termo “independe” por “pode depender”. A respeito desta última mudança, o participante enfatiza a necessidade de alcançar uma padronização, dado o grande volume de produtos, que podem estar associados a diferentes formas de remuneração dos AIs.

Os ajustes sugeridos induzem o investidor a assumir um elemento de incerteza na forma como o AI é remunerado, mitigando a relevância do alerta criado. Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

Wladimir Scatimburgo critica o teor do item 4.3¹² e questiona qual o sentido de tal previsão. Als Livres defende eliminar desse mesmo item o trecho referente à possibilidade de o AI receber remunerações distintas por produtos semelhantes e os incentivos financeiros associados a tal circunstância. Assim, o item remanesceria somente com o alerta de que o AI pode estar vinculado a múltiplos intermediários.

¹² “4.3 O agente autônomo de investimento pode estar vinculado a múltiplos intermediários e receber de cada um deles remuneração distinta para produtos semelhantes, o que pode fazer com que ele tenha um incentivo financeiro para direcionar meus investimentos a intermediários específicos sem que isso me traga benefícios.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O dispositivo se insere no objetivo de alertar a investidores sob a possível influência dos incentivos financeiros a que AIs podem estar sujeitos ao ofertar produtos e serviços. Esses incentivos podem contribuir para induzir investidores a, por exemplo, realizarem maior giro em operações em bolsa de valores ou a trocas frequentes de ativos que apresentem características semelhantes, incorrendo em custos e gerando remuneração para o AI, sem que os investidores sejam efetivamente beneficiados.

O alerta foi considerado importante e mantido na versão final da norma.

ANBIMA, ANCORD, Santander e XP sugerem que o item 7 seja complementado de forma que lá conste que o intermediário que contratou o AI responde pelos atos por ele praticados somente quando atuando na qualidade de seu preposto, em linha com argumentos apresentados por tais participantes sobre a divisão de responsabilidades entre AI e intermediário, conforme já retratados ao longo do relatório.

Santander, ademais, faz outras sugestões ao termo de ciência, também em linha com a demarcação de responsabilidades e funções do AI:

- i) no item 2, sugere incluir menção a investimentos podem ser oferecidos pelo AI “de acordo com as recomendações do intermediário”;
- ii) no item 5, em lugar da previsão de que, sempre que requisitado pelo investidor, o AI deve descrever a forma como é remunerado pelos produtos e serviços oferecidos, propõe obrigar o AI a descrever em sua página na rede mundial de computadores a forma como é remunerado pelos produtos e serviços oferecidos, incluindo os valores que recebe por produto ou serviço contratado;
- iii) no item 6.2, substituir referência à “transmissão de ordens por meio de sistema eletrônico” por “transmissão de ordens em nome do investidor”;
- iv) no item 6.3, inserir dentre as proibições ao AI, a de realizar recomendações de investimentos; e
- v) onde cabível, trocar a menção feita ao longo do termo de ciência ao AI e ao intermediário pela denominação do AI e a denominação do intermediário.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Em relação a essa última sugestão, Santander aponta que boa parte dos investidores pode não ter conhecimento dos termos usados na regulamentação, o que poderia tornar o alerta menos claro. SEAE levanta questão similar ao comentar, a propósito do item que trata da proibição do AI de atuar como consultor, que a distinção entre essas figuras – para solução desse ponto em particular, o participante defende reproduzir no termo de ciência o conteúdo do art. 3º da norma.

A sugestão quanto ao item 7 foi acatada. Quanto às demais sugestões, foram aceitas somente as sugestões referentes aos itens (ii), em parte, (iii) e (v) da lista acima, que contribuem para maior clareza do documento perante os investidores. As propostas rejeitadas foram consideradas pertinentes a tópicos que não têm o mesmo nível de relevância para os clientes que as demais informações que compõem o termo de ciência ou em desacordo com as atividades que o AI está autorizado a desempenhar, nos termos do art. 3º da norma.

3.32 Outras questões

3.32.1 Atuação junto a intermediários estrangeiros

Alfredo Sequeira Filho sugere a previsão de permissão para que o AI possa ser preposto de corretoras internacionais, aumentando assim a concorrência no mercado de capitais brasileiro e assistindo melhor aos milhares de investidores que já investem no exterior sem a ajuda de um profissional que conhece sua língua e cultura. Sugestão similar foi apresentada por AIs Livres.

Intermediários estrangeiros só podem atuar no mercado brasileiro dentro de parâmetros estritos, que foram objeto de decisões do Colegiado da CVM em 22.10.2019 e 23.02.2021, referentes aos processos 19957.010715/2018-37 e 19957.000495/2019-14. Esses parâmetros incluem a interação entre o intermediário estrangeiro e um intermediário autorizado a operar no Brasil; nada impede que o AI seja contratado pelo intermediário local para exercício de funções previstas no art. 3º da resolução ora editada.

3.32.2 Canais de denúncia

AIs Livres sugere a criação de canal para o AI denunciar de forma anônima à CVM atuação irregular de corretoras, de escritórios de AIs e de sócios não AI que estejam exercendo a atividade irregularmente.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A CVM já possui regras para recebimento e processamento de denúncias, inclusive de caráter anônimo, não havendo necessidade de criar um regime específico para denúncias envolvendo AIs ou intermediários.

3.32.3 Questões sucessórias

AIs Livres, Alfredo Sequeira Filho e Gameleira Advogados sublinham a importância da questão sucessória, já que hoje um AI, após anos de trabalho, não pode se aposentar e deixar suas ações na sua empresa de AIs como herança para seus filhos ou cônjuge. Gameleira Advogados sugere que as regras protejam o legado deixado pelo AI, como pessoa natural ou como participante de pessoa jurídica, no sentido de que ele possa continuar a se beneficiar de seu trabalho após a aposentadoria ou seus herdeiros possam se beneficiar de seu trabalho após o falecimento.

Gameleira Advogados pondera ainda que, na ausência de regulamentação específica, vigora o disposto no art. 1.028 do Código Civil, que dispõe ser regra geral a liquidação da quota no caso de morte de sócio. Por esse motivo, impõe-se criar uma norma que assegure aos sucessores do AI o direito substituir o falecido na sociedade, mesmo não sendo AI, ou de continuar recebendo a remuneração decorrente do trabalho realizado pelo falecido. Nesse sentido, cita, como exemplo, o Estatuto da OAB dispõe que “na hipótese de falecimento ou incapacidade civil do advogado, os honorários de sucumbência, proporcionais ao trabalho realizado, são recebidos por seus sucessores ou representantes legais.” (art. 24, §2º, da Lei nº 8.906, de 4 de julho de 1994).

Os pontos mencionados pelos participantes não podem ser diretamente disciplinados pela CVM, por envolverem aspectos legais e alheios à competência da Autarquia. No entanto, com a eliminação das exigências ligadas à forma societária e à participação no capital social dos AIs pessoa jurídica, acredita-se que as preocupações trazidas tenham sido atendidas.

3.32.4 Taxa de fiscalização

Alfredo Sequeira Filho, Henrique Assis Dorr e Reynaldo Stecconi comentaram sobre a taxa de fiscalização cobrada dos AIs, ressaltando que seu valor é excessivo.

A matéria decorre de previsão legal, não sendo, portanto, passível de alteração por meio de ato normativo editado pela CVM. Adicionalmente, vale registrar que posteriormente ao início da



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Audiência Pública sobreveio alteração da Lei nº 7.940, de 20 de dezembro de 1989, que promoveu redução do ônus financeiro da referida da taxa em relação aos AIs.

3.32.5 Portabilidade de investimentos

Alfredo Sequeira Filho levanta duas questões diretamente relacionadas à portabilidade de investimentos: (i) limitação ou alerta ao investidor que for aplicar em fundos espelho, ressaltando que este produto tem sua portabilidade inviável; e (ii) necessidade de viabilizar a portabilidade de investimentos, nos mesmos moldes de previdência, na qual o cliente manda a ordem para a instituição que vai migrar seus ativos e não para a que está perdendo o cliente.

Ainda a propósito do tema, o participante sugere revisar regra editada pela B3 que impede por 60 dias que um AI comece a trabalhar com outra instituição financeira em caso de distrato unilateral. Segundo alega, quando os clientes desejam mudar junto com o AI, em geral, precisam enfrentar um processo burocrático tão desgastante que acabam desistindo de mudar de corretora.

Questões ligadas à “portabilidade de investimentos” fazem parte da Agenda Regulatória da Autarquia, porém não se inserem no escopo da presente Audiência Pública. Regras editadas por terceiros, como a citada pelo participante, tampouco se encontram em debate nesta Audiência Pública.

3.32.6 Investidor qualificado

Alfredo Sequeira Filho sugere o “fim da figura de ‘Investidor qualificado’ pelo patrimônio e sim por declaração de ciência dos riscos da operação e capacitação técnica”.

A questão está fora do escopo da presente Audiência Pública.

3.32.7 Limites de atuação do AI

Alfredo Sequeira Filho faz diversas sugestões relacionadas a possibilidades de atuação dos AI:

- (i) permitir ao cliente dar uma ordem válida até cancelamento para o AI aplicar em um determinado produto saldos e juros creditados em conta;
- (ii) permitir que AI atue como preposto de plataformas de **crowdfunding**;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

- (iii) permitir que o AI volte a atender clientes que sejam investidores institucionais; e
- (iv) permitir que o AI contrate sistemas de consolidação de carteiras para seus clientes.

Não há impedimento na Resolução para que o AI capte e transmita ordens do tipo “válida até cancelar”, ainda que ela não se preste a viabilizar o efeito mencionado pelo participante de aplicações recorrentes de saldos e rendimentos recebidos pelo cliente. Tampouco há impedimento na norma para que o AI atue junto a investidores institucionais.

Quanto à atuação do AI como preposto de plataformas de investimento participativo, o acolhimento da sugestão modificaria de forma indesejável as características daquele segmento de atividade, que prevê um regime excepcional e mais flexível, em contrapartida a salvaguardas como, por exemplo, a vedação à atuação de intermediários, nos termos do art. 15, § 1º, IV, da Resolução CVM nº 88, de 27 de abril de 2022.

Quanto à contratação de sistemas de consolidação de carteiras para clientes, a CVM considera que tal medida não está no escopo de suas funções e representa riscos indesejáveis, similares àqueles que justificam a vedação à emissão de extratos para os clientes.

BSM sugere que a CVM adote métricas e indicadores padronizados de impacto da nova regulamentação nos AIs e intermediários, aferíveis periodicamente, permitindo (i) o acompanhamento da evolução do mercado de intermediação; (ii) a identificação do alcance dos objetivos almejados com o novo regramento; e (iii) eventual ajuste normativo, se necessário.

O participante se coloca à disposição da CVM e do mercado para contribuir com sua experiência de supervisão na construção das novas métricas, indicadores e modelos, inclusive para a emissão de relatórios padronizados e comparáveis contendo informações sobre a remuneração dos AIs e intermediários.

A CVM agradece os comentários recebidos e avaliará a adoção de tais medidas no âmbito de suas atividades de acompanhamento e supervisão posteriores à edição da norma.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

4 Comentários à Minuta B

4.1 Comentários gerais

Als Livres considera que a proposta obriga a divulgação de dados sigilosos e segredos empresariais dos Als e dos intermediários, informações protegidas pelo art. 1.190 da Lei nº 10.406, de 2002, e pelo art. 169 da Lei 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. Alfredo Sequeira Filho e Gameleira Advogados levantam questões similares.

Estes 3 participantes consideram ainda que, ao obrigar o AI a divulgar o valor de sua remuneração, a CVM deveria também informar o quanto será alocado para corretoras, instituições bancárias, gestores, administradores etc., expondo as margens do mercado e tendo como efeito disso o aumento dos custos para os investidores. A imposição de transparência de maneira heterogênea apenas para Als e intermediários, viola o princípio da isonomia. Gameleira Advogados acrescenta que a abertura das informações dará instrumentos para intermediários com maior poder econômico praticarem **dumping** ou cartelização, dificultando a entrada ou crescimento de concorrentes menores.

Órama contribui sobre o tema de maneira similar, criticando a imposição de transparência somente a determinados participantes, o que pode trazer distorções com consequências como arbitragem regulatória e favorecimento de determinados agentes de mercado. O estabelecimento de um regime que foca apenas na remuneração atribuída a Als dará a impressão, segundo o participante, de que não há outros custos envolvidos na cadeia de distribuição, como, por exemplo, os relativos a outras categorias de assessores de investimentos.

Planejar, por outro lado, entende bastante salutar que a obrigação de divulgação sobre métodos e montantes de remuneração e conflitos de interesse se aplique a todas as instituições intermediárias, e não apenas aos Als.

Inicialmente, é válido frisar que o investidor arca com a remuneração recebida por intermediários e pode ser afetado pelos conflitos de interesses a que estes últimos estejam sujeitos. Portanto, é necessário que o investidor receba informações a esse respeito. Considerações de natureza comercial dos intermediários, embora não devam ser desprezadas, tampouco podem se sobrepor ao acesso do investidor a tais informações.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Na forma como o tema é tratado na norma, as descrições de caráter qualitativo acessíveis ao público em geral na rede mundial de computadores não precisam ser acompanhadas por valores praticados, os quais teriam maior potencial de expor questões comerciais de intermediários e assessores. A divulgação de valores só é exigida no ambiente de transmissão de ordens e no extrato periódico, em ambos os casos acessíveis somente pelo cliente individualmente envolvido na transação, e que refletirá uma informação específica para tal cliente, fruto das peculiaridades de seu relacionamento com o intermediário ou com o assessor. Diante disso, acredita-se ter chegado a um equilíbrio satisfatório entre os interesses envolvidos.

Em relação à menção à isonomia, a norma impõe a divulgação de informações sobre toda a atividade de intermediação de valores mobiliários, precisamente para evitar o tratamento diferenciado a alguns participantes, em linha com a visão predominante sobre o tema colhida pela CVM por meio da Audiência Pública SDM nº 3/19. Assim, as instituições financeiras ao atuarem na intermediação de valores mobiliários também estarão sujeitas às mesmas exigências de transparência.

A norma só deixa de tratar de remuneração e conflitos de interesse de agentes alheios à atividade de intermediação propriamente dita – como administradores e gestores, por exemplo –, pois nesse caso o tema não se insere no escopo da presente Audiência Pública e já é objeto de normas específicas que também promovem o acesso do investidor a informações correlatas.

De toda forma, vale ressaltar que medidas de certo modo similares foram promovidas para a indústria de fundos de investimentos, a partir da discriminação das taxas de administração, gestão e, especialmente, de distribuição, de forma que a exigência de maior transparência vem sendo adotada de maneira ampla pela CVM.

Diante do exposto, as sugestões não foram acatadas.

Als Livres tece ainda uma série de outros comentários sobre custos e remunerações na intermediação de valores mobiliários, muitos deles também ecoados por Alfredo Sequeira Filho, dos quais os principais seguem resumidos abaixo:

- i) a distribuição de produtos via AI representa enorme redução de custos para os contratantes, em razão da terceirização da força de trabalho;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

- ii) o cliente já sabe o quanto paga pelos produtos em que investe, pois essa informação pode ser acessada em páginas na internet, notas de corretagens e lâminas de fundos;
- iii) o custo de um AI para o investidor é zero, pois eles são remunerados pelos intermediários;
- iv) como o AI negocia grandes lotes, conhece margens das corretoras e assume risco de erro operacional, ele é capaz de obter e repassar ao investidor melhores condições comerciais; e
- v) AIs geram para intermediários inúmeras receitas, pelas quais não são remunerados, tais como receita de **floating** (recursos ociosos de investidores em conta), juros de conta margem, vendas de curso, aluguel de plataformas operacionais etc.

O item (ii) acima é corroborado por manifestação de Gameleira Advogados.

A norma não se assenta, em nenhuma medida, na premissa de que os custos associados ao AI não sejam compensados pelos benefícios decorrentes de sua atuação, seja para o investidor, seja para o intermediário.

A norma apenas busca trazer maior transparência para esses custos, que efetivamente existem, ainda que não sejam diretamente arcados pelo investidor por meio de desembolso de recursos em favor do AI, e notadamente por sua correlação com potenciais conflitos de interesses a serem sopesados pelos investidores.

De fato, a ausência de pagamento direto do investidor ao AI é um dos fatores que contribui para que o investidor – ao contrário do alegado em alguns dos comentários – não tenha uma visão completa do custo dos produtos em que investe, inclusive considerados os diferentes serviços envolvidos.

Portanto, as sugestões não foram acatadas.

ANBIMA entende necessários esclarecimentos sobre a aplicabilidade das alterações propostas na Minuta B com relação aos instrumentos de derivativos que (i) são negociados previamente entre as instituições financeiras e seus clientes e apenas levadas a registro em mercado de balcão organizado e (ii) não contam com contraparte central garantidora. O participante entende que nesses casos as instituições



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

financeiras atuam como contraparte em nome próprio de um contrato bilateral único e inédito negociado pelas partes e, dadas características de tais operações, deveriam ficar fora do escopo das alterações propostas pela minuta.

ANBIMA ressalta ainda que a CVM, na reunião de Colegiado nº 05/2013, já decidiu pela não aplicação de determinados requisitos da Instrução CVM nº 505, de 27 de setembro de 2011, para operações apenas levadas a registro em mercado de balcão, justamente por entender as características de tais operações **vis-à-vis** demais operações em mercados organizados. O presente pedido de esclarecimento busca fazer uma distinção similar em relação às operações de derivativos de balcão aqui referidas.

Inicialmente, vale mencionar que foi acrescida à norma a possibilidade de dispensa de prestação de informações do Capítulo VII-A para investidores considerados profissionais, nos termos da regulamentação específica.

Como o público investidor que usualmente opera no mercado de derivativos de balcão na modalidade de registro é formado por investidores profissionais, a mudança implementada na norma vai ao encontro da preocupação mencionada pelo participante quanto a este tipo de transação.

Na outra situação mencionada pelo participante, a de transação de derivativos que não contam com contraparte central garantidora, a dispensa não foi considerada conveniente. A ausência de contraparte central não torna a informação mais difícil de ser produzida pelos intermediários nem menos relevante para investidores, especialmente diante do aumento da participação do público em geral nesse tipo de negociação.

Assim, as sugestões foram parcialmente atendidas.

BR Invest e Planejar comentam ser positiva a previsão de regras específicas de divulgação de remuneração e conflito de interesse dos intermediários (entre eles, os AIs). Não obstante, acreditam ser necessário uniformizar a localização de tais informações. A primeira comenta que já é obrigatório, para instituições aderentes à autorregulação da ANBIMA, dar a devida transparência sobre como ocorrem as relações de remuneração, ainda que de maneira mais conceitual (não obrigando, por exemplo, aos extratos quantitativos trimestrais), mas que após pesquisar os **websites** de várias instituições aderentes, constatou que, por vezes, é difícil a obtenção de tais informações.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Assim, ambas sugerem que tais informações (tanto conceituais quanto quantitativas) estejam no mesmo ambiente de que o investidor faz uso para realizar aplicações, resgates, compras, vendas, ou analisar seus investimentos. Assim, pretendem evitar a prática comum de que tais informações, ainda que disponíveis, sejam de acesso por vezes tão difícil que acabam não cumprindo seu importante papel educativo. BR Invest sugere ainda que seja obrigatório também o envio (eletrônico ou físico) do termo qualitativo, no início do relacionamento com o investidor ou quando alterado.

As sugestões foram aceitas e implementadas por meio do novo art. 26-E e seu § 1º, da versão final, que tratam de informações quantitativas sobre a estrutura de remuneração do intermediário.

Adicionalmente, o art. 26-F, § 2º, da regra final, determina que o extrato enviado periodicamente a cada investidor indique a página em que as informações qualitativas requeridas pela norma estarão disponíveis.

4.2 Descrição das formas de remuneração mantidas na rede mundial de computadores (art. 26-A – atual art. 26-B)

O art. 26-A a ser inserido na Resolução CVM nº 35, de 2021, trata de informações a serem mantidas pelo intermediário em sua página na rede mundial de computadores sobre suas formas de remuneração e potenciais conflitos de interesse.

Als Livres sugere modificação do art. 26-A da Resolução CVM 35, eliminando-se do conteúdo a ser mantido na página do intermediário na rede mundial de computadores a menção aos potenciais conflitos de interesse. Embora não associe tal argumento a essa sugestão especificamente, o participante pondera que “qualquer atividade comercial envolve conflito de interesses”.

A maior transparência sobre os conflitos de interesse contribui para uma decisão mais informada e refletida por parte dos investidores, aumentando a eficiência alocativa do mercado de capitais, sendo, portanto, um dos aspectos centrais não apenas da presente reforma, como do mandato legal da CVM. Assim, a sugestão não foi acatada.

As informações a serem mantidas na página da rede mundial de computadores devem ser atualizadas no mesmo dia em que modificada qualquer informação que nela deva ser divulgada, conforme previsão do art. 26-A, § 3º.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ANBIMA, Banco Santander e XP sugerem ampliar o prazo de atualização das informações na página da rede mundial de computadores para 5 dias úteis. O primeiro e o terceiro participantes alegam que tal prazo é para lidar com os possíveis entraves operacionais que possam surgir na atualização das informações nas páginas dos intermediários na rede mundial de computadores. A segunda, que tal prazo é imprescindível, considerando os procedimentos técnicos necessários para realizar essa atualização.

Com a previsão de que informações passem a estar publicamente disponíveis na rede mundial de computadores, investidores passam a ter a legítima expectativa de encontrar nesse local informações atualizadas, ainda mais quando se tratar de informações qualitativas e não de relatórios de valores praticados. Ou seja: não se pode admitir a possibilidade de que investidores tomem decisões com base em informações em páginas dos intermediários na rede mundial de computadores e essas informações não sejam corretas. Cabe aos intermediários organizarem-se antecipadamente para que eventuais mudanças referentes a questões remuneratórias e de conflitos de interesse só sejam levadas a efeito concomitantemente com a atualização das informações pertinentes.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

ANCORD sugere inserir novo § 4º ao art. 26-A com o objetivo de desobrigar a divulgação de informações para clientes classificados como profissionais. Alega que, de fato, no contexto de operações de varejo, com produtos e serviços estruturados para atingir os clientes de forma homogênea, massificada, e pouca ou nenhuma flexibilidade para adaptações casuísticas ou personalizadas, a divulgação de informações sobre custos praticados parece factível (até determinado nível), pois os produtos e serviços são mais padronizados.

Contudo, pensando-se no universo de clientes profissionais, cujo grau de sofisticação exige dos intermediários a execução de operações complexas, singulares, não raro discutidas e negociadas no caso a caso, a padronização dos custos despendidos é bastante árdua. Ainda, para certas operações compostas de múltiplas etapas ou camadas, diferidas ou não em longos períodos, a sistematização de dados sobre remuneração indireta se mostra ainda mais desafiadora, segundo o participante.

No mesmo sentido, complementa que a própria determinação do art. 26-A, § 2º, de que a informação deve constar “em linguagem simples, clara, objetiva e concisa”, que é muito bem-vinda para um público menos sofisticado, soa incabível, ou em todo caso contraditória para investidores



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

profissionais, com quem as interações comerciais costumam se dar em níveis complexos e muitas vezes prolixa.

A sugestão foi considerada pertinente e o tratamento excepcional foi previsto na norma final, não apenas para as exigências do art. 26-B, mas de todo o Capítulo VII-A. O ajuste foi materializado no art. 26-G, I da versão definitiva.

B3 sugere a inclusão de novo § 4º ao art. 26-A, determinando que se aplica o disposto neste artigo à instituição estrangeira que oferte a investidor no Brasil, na forma prevista na regulamentação, serviços de intermediação de valores mobiliários a serem prestados no exterior.

O participante comenta que, diante da necessidade e pertinência de transparência a toda a atividade de intermediação, a Minuta B deve contemplar também as instituições estrangeiras que atuam no País por meio de acordo com intermediário brasileiro, de forma a determinar a demonstração dos custos dos custos descritos na minuta, bem como de quaisquer custos relacionados à conversão de recursos em moeda nacional para moeda estrangeira, e vice-versa, relacionada aos investimentos e à tributação das operações realizadas no exterior.

Dessa forma, segundo o participante, evita-se a arbitragem regulatória, garantindo-se a isonomia no tratamento das instituições que oferecem valores mobiliários no mercado brasileiro. Adicionalmente, complementa, garante-se que os investidores tenham o mesmo grau de informação com relação a estrutura de incentivos do intermediário, bem como dos valores com os quais está direta ou indiretamente arcando.

A sugestão foi parcialmente acatada.

O novo art. 26-G, II, da norma final, prevê que as obrigações do Capítulo VII-A se aplicam a intermediários locais contratados por intermediários estrangeiros com relação aos serviços prestados pelos primeiros de captação de clientes aos intermediários estrangeiros com objetivo de viabilizar a prestação de serviços de intermediação a investidores brasileiros. Assim, a remuneração e eventuais conflitos de interesse pertinentes a esse intermediário local deverão ser divulgados.

A norma não se aplica diretamente ao intermediário estrangeiro, considerando inclusive que sua atuação se dá fora do âmbito de competência da CVM. Esse posicionamento é consistente com o posicionamento da Autarquia manifestado nas decisões de Colegiado de 22.10.2019 e 23.02.2021,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

referentes aos processos 19957.010715/2018-37 e 19957.000495/2019-14, as quais devem continuar a ser observadas.

É válido ainda observar que, seja em relação a operações cursadas no Brasil ou no exterior, a norma não trata de todos os custos potenciais a que o investidor está sujeito, o que abrangeria taxas de negociação e liquidação cobrados pela entidade administradora do mercado de negociação, impostos incidentes sobre operações financeiras ou sobre serviços de corretagem etc. Embora seja importante haver mecanismos para que investidores acessem essas informações, elas estão fora do escopo da Resolução CVM nº 35, de 2021.

4.3 Tipos de remuneração recebidos direta ou indiretamente (art. 26-B – atual art. 26-C)

O art. 26-B afirma a necessidade de a descrição sobre as formas de remuneração abranger todos os tipos de remuneração direta ou indiretamente recebidos pelo intermediário e fornece uma lista exemplificativa de formas de remuneração.

Als Livres sugerem a exclusão do art. 26-B.

ANBIMA sugere a inclusão de 2 parágrafos no art. 26-B. O § 1º para determinar que o intermediário deve informar a taxa máxima, ou o intervalo percentual que contenha a taxa de sua remuneração pela oferta do valor mobiliário. Já o § 2º mencionaria que a informação do § 1º deve estar disponível em página na rede mundial de computadores que contenha as informações sobre o valor mobiliário ofertado. Tais sugestões, alega a proponente, forneceria informações de teor quantitativo previamente à realização de investimentos, tornando o processo de recomendação de produtos mais transparente, permitindo ao cliente comparar os produtos disponíveis e adequados ao seu perfil.

Santander faz sugestão essencialmente idêntica, movida por preocupações com questões comerciais envolvendo os intermediários. O participante comenta acreditar que não é intenção da Minuta que os intermediários abram publicamente os valores e percentuais envolvidos em arranjos comerciais realizados com os emissores de valores mobiliários, fundos de investimentos etc. e, portanto, que ao elencar no art. 26-B o rol exemplificativo de formas de remuneração, se pretenda que os intermediários divulguem em suas páginas qual ou quais daquelas (e outras) formas de remuneração compõem a sua estrutura de remuneração, mas sem a obrigatoriedade de abertura dos valores efetivamente envolvidos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Diante disso, acredita que a inserção dos dois parágrafos acima mencionados no art. 26-B, ao mesmo tempo em que atingiria o objetivo de dar melhor conhecimento e clareza ao investidor sobre os valores recebidos pelos intermediários, não geraria abertura de informações de arranjos comerciais que devam ser protegidas para preservar a estratégia comercial de cada empresa.

Como afirmado anteriormente, a norma contempla divulgações de caráter qualitativo e outras de caráter quantitativo. Aquelas de que trata o art. 26-C da versão final são qualitativas e, por isso, sua divulgação em página na rede mundial de computadores aberta ao público em geral não representa risco significativo de exposição de estratégias comerciais.

As informações de natureza quantitativa podem ser exibidas apenas ao cliente e consideram as características específicas do relacionamento com tal cliente e o produto ou serviço financeiro envolvidos. Com isso, também nesse cenário se mostra mitigado o risco a interesses comerciais legítimos da indústria de intermediação, ao mesmo tempo em que o investidor é municiado com informações sobre a transação na qual demonstra interesse.

Assim, as sugestões não foram acolhidas, porém a norma foi ajustada de modo a atender em boa medida à preocupação externada pelos participantes.

ANCORD sugere a exclusão da expressão “dentre outras” do **caput** do art. 26-B e sugere ainda a exclusão do inciso IV do mesmo artigo, que trata da diferença entre o custo de aquisição e de venda (“**spread**”). Argumenta que ao prever que intermediário descreva as formas de remuneração de todos os tipos de remuneração recebidos direta ou indiretamente e os arranjos de que decorrem, dada a abrangência de sua redação, pode gerar confusões ou conclusões dúbias ou mesmo equivocadas a respeito dos custos efetivamente despendidos com a remuneração dos serviços, sobretudo quando confrontada à realidade complexa e multifacetada das operações executadas pelos intermediários.

O participante cita como exemplos (i) a assunção de posição com valores mobiliários como medida de proteção de exposição a riscos envolvendo um determinado ativo que é objeto de uma negociação com algum cliente; e (ii) a valorização de um determinado ativo negociado pelo intermediário com o objetivo futuro de prover liquidez a um cliente. Em ambos os casos, alega, o resultado pode ser positivo, mas pode também ser negativo, sendo que esta não é uma variável considerada necessariamente pelo intermediário e tais resultados não são aferíveis de forma automática, pois



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

dependem de uma avaliação em longos períodos de tempo, que considere as oscilações do preço dos ativos e modificações no volume de ativos envolvidos, dentre outros fatores.

De igual modo, ANCORD comenta ser impossível prestar informações sobre “**spread**” na pré-negociação. O intermediário, ao intermediar uma operação de compra ou venda de ativos no mercado de balcão, vai praticar o preço de mercado, do momento da negociação, não sendo possível conhecer antecipadamente o preço que efetivamente será praticado, considerando que preços dos ativos, tanto na bolsa como no balcão, variam em função das condições de mercado, liquidez, quantidade etc.

Segundo o participante, existem ainda estruturas, como por exemplo administração fiduciária e distribuição “dentro do mesmo CNPJ”, com rateio de receita não proporcional, o que pode gerar impactos negativos em termos de concorrência, na medida em que prejudica os distribuidores de menor porte ou independentes, que não terão a mesma flexibilidade na hora de alocar suas receitas. Isso poderia induzir os clientes a erro na avaliação das informações disponibilizadas, pois muitas vezes o custo total, considerando a cadeia completa de prestadores de serviços, pode ser o mesmo ou até mais elevado nesses casos.

No caso de conglomerado que adote estrutura diferenciada de negociação dos ativos, utilizando diferentes CNPJ para atuar na contraparte, pode “esvaziar” a informação sobre o **spread** recebido pelo distribuidor. A esse respeito, o participante aponta que essa postura seria prejudicial à qualidade da informação que será enviada ao cliente, tendo impactos negativos para concorrência, em especial para os distribuidores independentes ou de pequeno porte.

Por fim, a obrigatoriedade da divulgação de tais informações de forma abrangente, pode levar o intermediário a ter de divulgar informações sigilosas, decorrentes de acordos comerciais, com impacto em questões comerciais e concorrenciais. Assim sendo, ANCORD opina que certas práticas e estratégias adotadas pelos intermediários para suportar a prestação de serviços aos clientes, ainda que resultem eventualmente em ganho momentâneo, não deveriam ser consideradas como remuneração. Ou, ainda que o fossem, a sua descrição antecipada tal qual exigida pela norma proposta, seria tarefa de difícil execução.

Desta feita, conclui que, para que o cliente seja claramente informado sobre a remuneração percebida pelo intermediário, mas sem permitir interpretações dúbias ou por demais expansivas, sejam



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

excluídos os termos “dentre outros”, que trairiam uma abrangência e insegurança jurídica aos sujeitos da norma, de modo que o rol do artigo 26-B passe a ser taxativo.

Uma lista de caráter exaustivo não seria capaz de retratar todos os arranjos remuneratórios existentes e que poderão vir a ser desenvolvidos no futuro. Além disso, o caráter exaustivo da lista nesse contexto poderia ter o efeito indesejado de representar um incentivo a que novas formas de remuneração sejam pactuadas com o propósito de afastar a incidência da prestação de informações a investidores.

Em relação a informações sobre **spread** nos casos em que o intermediário atua como contraparte do investidor, vale esclarecer que a intenção da norma é capturar a diferença entre o preço praticado no negócio com o investidor e a melhor referência do preço pelo qual o intermediário poderia, imediatamente em seguida, realizar operação inversa com o mesmo ativo junto a outros participantes do mercado. Desse modo, se eventualmente um intermediário optar por reter ativos sob sua titularidade, os retornos que vier a obter em função dessa decisão não devem impactar a informação aos clientes.

A CVM compreende que pode haver situações em que a padronização e o detalhamento adicional de aspectos técnicos sobre a determinação da remuneração podem trazer maior clareza aos participantes do mercado e enxerga que a autorregulação tem condições de cumprir esse papel.

De todo modo, para evitar que questões operacionais pontuais e laterais ao objetivo visado pela norma possam gerar custos de observância significativos, foram previstos dois novos dispositivos (arts. 26-E, § 2º, e 26-F, § 5º da versão definitiva, determinando que os intermediários realizem estimativas razoáveis dos custos, quando não tiverem como ser conhecidos. A disposição se espelha em regra europeia que versa sobre tema similar.¹³

B3, com a mesma fundamentação usada para a alteração por ela feita ao art. 26-A, sugere a inclusão de novos incisos ao art. 26-B, de forma que sejam descritos os custos relacionados à conversão

¹³ Regulamento Delegado (EU) 2017/565 da Comissão, em complemento à Diretiva 2014/65/EU do Parlamento Europeu e do Conselho. Artigo 50º, 8. Ao calcularem os custos e encargos numa base *ex ante*, as empresas de investimento devem utilizar os custos efetivamente incorridos como indicador para a previsão dos custos e encargos. Se os custos reais não estiverem disponíveis, a empresa de investimento deve fazer estimativas razoáveis desses custos. As empresas de investimento devem proceder a revisões dos pressupostos *ex ante* com base na experiência *ex post* e fazer ajustes a esses pressupostos sempre que necessário.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

de recursos em moeda nacional para moeda estrangeira e vice-versa relacionada aos investimentos e à tributação das operações realizadas no exterior.

A sugestão da B3 foi parcialmente acatada.

Como antes mencionado, a norma não se aplica à atuação de intermediários no exterior e tampouco abarca custos associados à realização do investimento, mas que não representam remuneração do intermediário local. Apesar disso, nos casos em que a conversão de moeda nacional em moeda estrangeira, e vice-versa, é oferecida pelo intermediário local como condição para realização de investimentos ou desinvestimentos por parte do investidor brasileiro, a informação deve ser prestada. O art. 26-C, VI, foi alterado para alcançar tais situações.

4.4 Descrição de potenciais conflitos de interesse (art. 26-C – atual art. 26-D)

O art. 26-C trata da descrição de potenciais conflitos de interesse do intermediário, fornecendo uma lista exemplificativa de circunstâncias a serem consideradas.

Als Livres, em linha com outras manifestações a respeito do tópico de conflitos de interesses, sugere a supressão de tal dispositivo da norma.

Como já mencionado, a maior transparência sobre os potenciais conflitos de interesse contribui para uma decisão mais fundamentada por parte dos investidores, aumentando a eficiência alocativa do mercado de capitais, sendo, portanto, um dos aspectos centrais não apenas da presente reforma, como do mandato legal da CVM. Assim, a sugestão não foi acatada.

4.5 Extrato trimestral (art. 26-D – atual art. 26-F)

O art. 26-D a ser inserido na Resolução CVM nº 35, de 2021, trata do extrato a ser enviado trimestralmente aos clientes com informações quantitativas sobre o valor total da remuneração auferida pelo intermediário em razão dos investimentos do investidor destinatário do extrato.

Als Livres sugere a supressão dos dispositivos que tratam da inclusão, no extrato, de informações quantitativas a respeito da remuneração do intermediário e do AI. Assim, o extrato subsistiria somente como forma de veicular informações sobre as modalidades de investimento realizados e sobre a natureza da remuneração.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A sugestão esvaziaria quase completamente a efetividade do extrato enquanto veículo de transparência sobre custos arcados pelo investidor, que é um dos principais objetivos da reforma. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

ANBIMA, ANCORD, Santander e XP propõem que o extrato passe a ser anual, com embasamento na regulação europeia, a qual, de acordo com o MiFID II (arts. 24(4)) e regulamentações complementares, prevê que informações referentes aos custos **ex-post** devem ser fornecidas pelos intermediários aos clientes com periodicidade anual (art. 50(9) do regulamento delegado).

ANCORD pontua que o aumento da periodicidade do envio do extrato para anual, em nada prejudica o cliente por se tratar de informação pós-tomada de decisão para realizar o investimento e fica em linha com as normas internacionais, como a supracitada.

ANCORD e Santander, ademais, sugerem que o extrato seja disponibilizado em até 30 dias após o encerramento de cada ano.

As sugestões não foram acolhidas, pois a periodicidade trimestral foi considerada necessária e razoável para que o investidor venha a ter conhecimento a respeito dos custos dos investimentos por ele realizados e possa eventualmente tomar suas decisões de alocação ou redirecionamento em função de tais informações. O prazo anual pleiteado foi entendido como demasiado para tal dinâmica. A CVM entende que uma vez desenvolvidos os sistemas para a produção e individualização de tais informações, a sua disponibilização aos clientes trimestralmente não trará custos de observância relevantes, dada a possibilidade de envio por meio eletrônico.

Um dos itens a constar no extrato, para identificação de valores a ele associados, é a modalidade de investimento a que a remuneração se refere.

Em relação a esse ponto, CFASB sugere explicar o que seria a “modalidade de investimento realizado”, explicitando tratar-se dos valores mobiliários de mesma natureza (fundos de ações, fundos de renda fixa, fundos multimercado, debêntures, ações etc.). Já ANBIMA sugere que as “modalidades de investimento” sejam definidas via autorregulação, assim como a padronização do formato com que o cliente obterá tais informações dos intermediários.

Embora não tratando especificamente desse item do extrato, XP tangencia o tema ao mencionar que a transparência pretendida pelo extrato somente será alcançada se houver alinhamento



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

na forma de apuração de tal remuneração, especialmente considerando a comparação entre produtos distribuídos pelo próprio provedor (e.g. bancos grandes) e aqueles distribuídos por intermediários independentes, evitando percepção assimétrica pelo investidor final entre tais produtos. Nesse contexto, o participante reforça a necessidade de que a metodologia de apuração seja discutida nos fóruns da indústria e prevista na autorregulamentação.

Discriminar uma a uma as possíveis modalidades de investimento a serem indicadas no extrato representaria um detalhamento excessivo da norma e um exercício infrutífero, dado que ainda assim não seria possível abarcar todas as possibilidades de produtos e serviços, atuais e futuros.

Como regra geral, a CVM espera que as informações sejam agregadas por tipo de produto, sem resultar em informações excessivamente genéricas e de baixa utilidade ou comparabilidade. Porém, cabe aos intermediários, além de observar as demais diretrizes da norma – em particular o dever de fornecer informações completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro –, avaliar criteriosamente as particularidades de apresentação de informações para alcançar a melhor forma de atender as necessidades de seus clientes. Isto, no entanto, não obsta o desenvolvimento de iniciativas complementares da autorregulação que busquem alcançar maior padronização e permitir a comparabilidade de informações de diferentes intermediários.

ANBIMA, Santander e XP sugerem que acrescentar a expressão “se aplicável” no inciso III, que trata da discriminação da parcela correspondente à remuneração de AIs, de forma que essa informação seja divulgada apenas quando as operações realizadas remunerarem o AI.

O acréscimo da expressão “se aplicável” no dispositivo foi considerado desnecessário, dado que a interpretação desejada pelos participantes já pode ser extraída do texto atual.

Santander sugere que este mesmo dispositivo seja alterado também para abarcar “outros prepostos” que realizem indicação de investimentos em nome do intermediário. Na opinião do participante, conflitos de interesse ocorrem quando prepostos são remunerados de forma específica ou diferenciada para a distribuição de determinados produtos, o que pode ocorrer com um gerente de relacionamento ou um AI; ao receberem comissão ou bonificação especial pela venda de um produto, podem estar mais propensos a indicar tal produto, em detrimento de outros mais adequados aos interesses dos clientes.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A inclusão da expressão “outros prepostos” tampouco foi considerada conveniente. O participante deseja trazer comparabilidade entre os incentivos incidentes sobre a atuação das pessoas naturais que atuam na oferta de determinado produto – contrapondo, por exemplo, um AI com um funcionário de instituição financeira. Entretanto, para que esse tipo de comparação fosse possível, a norma teria que expor informações sobre remuneração em níveis individuais, o que não ocorre. Quando um AI pessoa jurídica é contratado pelo intermediário, tal intermediário não é obrigado a revelar – até porque em regra não deterá diretamente essa informação – como a pessoa natural que atua no AI pessoa jurídica contratada é remunerada. Requerer tal informação representaria um significativo aumento do ônus administrativo de observância da regra, sem um claro benefício ao investidor.

Já CFASB entende que o dispositivo deveria ser excluído, pois a divulgação do rateio da remuneração entre o intermediário e o AI não seria relevante: para o investidor, importaria apenas a remuneração total paga pelo produto ou serviço.

A indicação da remuneração do AI é relevante para afastar a percepção comum e equivocada de que esse serviço não tem custo para o investidor e a falta de clareza sobre os potenciais conflitos de interesse envolvidos. Ciente da existência e da dimensão do custo envolvido, o investidor pode tomar uma decisão mais informada sobre a continuidade do uso do serviço de assessoria de investimentos.

ANBIMA, ANCORD e XP sugerem ajustes nos §§ 3º e 5º de modo que a norma preveja que o extrato deva ser “disponibilizado”, e não “enviado”. ANBIMA comenta que a disponibilização digital no lugar do envio físico está presente na Diretiva Europeia, que possibilita ao intermediário não enviar o extrato físico desde que conceda aos clientes acesso a um sistema online, respeitando determinados requerimentos (arts. 60(3) e 63(2), a depender do serviço realizado pelo intermediário).

O termo “enviado” não implica envio físico, sendo aceitável e esperado que o envio se dê de modo eletrônico, como a Resolução CVM nº 35, de 2021, já admite no tocante a comunicações entre cliente e intermediário.

A expressão “enviado” significa, no entanto, que é necessário um ato efetivo de encaminhamento da informação ao investidor, não sendo bastante sua mera disponibilização passiva, sem prejuízo da possibilidade de que o investidor seja direcionado a um endereço eletrônico do intermediário em que o extrato esteja disponível para a consulta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Portanto, as sugestões não foram acatadas.

Em relação a investidores profissionais, ANBIMA propõe modificar o § 5º de modo a dispensar o envio de extrato a tais clientes, uma vez que eles têm acesso a produtos e condições específicas, na maioria das vezes negociadas individualmente e que o tratamento diferenciado aos investidores profissionais também aparece na Diretiva Europeia, particularmente no art. 50(1) do regulamento delegado. XP apresenta sugestão essencialmente idêntica.

Cabe notar ainda que tratamento diferenciado (dispensa de envio de informações) aos investidores profissionais também foi sugerido por ANCORD, no âmbito do art. 26-A.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na norma por meio do novo art. 26-G, I, da versão final, que abrange não apenas os extratos, mas todas as informações sobre remuneração e conflitos de interesse previstas no Capítulo VII-A.

CFASB entende que o conjunto de informações previstas no art. 26-B – quais sejam: (i) taxas diretamente cobradas dos investidores; (ii) percentual de taxa de administração; (iii) percentual de taxa de performance; (iv) diferença entre o custo de aquisição e de venda (“**spread**”); e (v) taxas de distribuição – é detalhado demais para constar no extrato trimestral e, além de acarretar custos de observância, iria torná-lo um relatório complexo, capaz de confundir o investidor com tanta informação que não lhe é útil para avaliar a rentabilidade do seu investimento versus o seu custo efetivo total.

O extrato busca apenas retratar as práticas remuneratórias vigentes entre o intermediário e o cliente. O extrato pode e deve ser simples, conciso e objetivo, mas não cabe à norma alcançar esse objetivo pela supressão de dados necessários para refletir uma realidade que eventualmente pode ser de fato complexa.

Portanto, a sugestão não foi acatada.

CFASB sugere que, no caso de valor mobiliário cuja remuneração seja paga integralmente no momento da liquidação da sua aquisição, e que, ao mesmo tempo, possa ser diluída pelo prazo do investimento, seja apresentada no extrato trimestral a remuneração na forma de custo efetivo total, calculado em percentual anual sobre o valor do investimento.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O participante justifica a sugestão com base na percepção do investidor em relação à leitura do extrato trimestral: como a remuneração para determinados valores mobiliários é paga “na cabeça” (e.g., certificado de operações estruturadas), apesar do prazo longo do investimento, ela constará apenas do primeiro extrato subsequente à data da aquisição do valor mobiliário pelo investidor.

CFASB propõe, ainda, trocar a menção do § 5º à “remuneração auferida” por “remuneração efetivamente recebida”.

A CVM compreende o mérito da proposta, mas considera que o modelo sugerido é, no geral, de elaboração mais complexa para os intermediários e de compreensão menos intuitiva pelo investidor. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

Alguns participantes levantaram preocupações com questões comerciais envolvendo os intermediários, similares às aquelas mencionadas por ANCORD a propósito do art. 26-B.

CFASB tangencia o tema ao comentar sobre o rateio de informações sobre a remuneração no extrato trimestral e opina que determinadas informações que somente os intermediários têm acesso devem ser preservadas como forma de conferir proteção a informações que possam garantir alguma vantagem competitiva para o intermediário.

O participante acrescenta ainda que, em sua visão, a publicização das formas de remuneração, direta ou indiretamente recebida pelo intermediário, conforme preceitua o art. 26-B é salutar, mas que o extrato trimestral não deveria abrir informações capazes de prejudicar o intermediário na condução do seu modelo de negócio.

De forma análoga, XP argumenta que as informações prestadas nos extratos devem ser disponibilizadas de tal forma que não prejudiquem a privacidade dos acordos comerciais firmados entre emissores e distribuidores, o que certamente seria prejudicial para o sigilo e a liberdade das negociações bilaterais entre os participantes deste mercado.

Assim, de forma a mitigar o impacto do extrato exigido pelo artigo 26-D sobre tais acordos comerciais, considera essencial que o valor total da remuneração auferida seja apresentado em bases consolidadas, considerando apenas as faixas ou percentuais máximos de remuneração indicado para cada produto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Como mencionado anteriormente, considerações de natureza comercial dos intermediários, embora não devam ser desprezadas, tampouco podem se sobrepor ao acesso do investidor a tais informações.

Especificamente em relação às informações do extrato, elas são direcionadas individualmente aos investidores e indicam valores efetivamente praticados com cada um deles, refletindo as características pactuadas com cada investidor e os assessores de investimento. Não é esperado que as informações dos extratos sejam de amplo acesso nem que, a partir do acesso aos dados do extrato, seja automaticamente possível reconstruir aspectos sensíveis da estratégia comercial dos intermediários e assessores de investimento.

Ademais, se necessário, a autorregulação, em coordenação com a CVM, pode vir a desempenhar papel complementar na padronização e pormenorização do conteúdo dos extratos que afaste ainda mais o receio compreensivelmente manifestado pelos participantes.

Portanto, as sugestões não foram aceitas.

Warren elogia a iniciativa da CVM de exigir informações por meio do extrato. Em sua visão, esse é o ponto mais efetivo para dar transparência aos investidores, mas que efetivamente não resolve o conflito de interesses, o que seria superado, conforme já retratado neste relatório, caso se alterasse o modelo de remuneração – deixando de se basear no produto e passando a considerar valor total investido pelo cliente, consoante praticado pela proponente.

De todo modo, o participante registra que “a CVM precisa ser mais clara com relação às remunerações que devem ser informadas aos clientes” e cita como exemplos de falta de clareza as taxas de corretagem, em especial aquelas que sejam derivadas de RLP, zeragem forçada ou em cumprimento a critérios determinados pelo cliente, como **stop-gain** e **stop-loss**.

As novas exigências de informações previstas na norma representam, na visão da CVM, evolução significativa da transparência das práticas remuneratórias e conflitos de interesse na atividade de intermediação de valores mobiliários.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A norma parte de experiência internacional identificada na análise de impacto regulatório¹⁴ e na experiência da autorregulação brasileira¹⁵ e, nesse sentido, fornece as diretrizes a serem seguidas na prestação de informações, sem a pretensão de lançar-se em uma enumeração exaustiva de todo o tipo de situação em que os intermediários e seus clientes podem estar envolvidos. Isto acarretaria maior complexidade da norma e o resultado tenderia a rapidamente mostrar-se desatualizado com a evolução das práticas de mercado.

A propósito do art. 26-D, § 5º, que determina que “o envio do extrato é dispensado para os clientes cujos investimentos não tenham gerado remuneração ao intermediário”. Warren comenta que todas as remunerações geradas por investimentos realizados por seus clientes são totalmente devolvidas aos respectivos clientes. Nesse sentido, gostaria de esclarecer se essa hipótese de **cashback** também está abrigada pelo parágrafo em questão.

Como regra geral, valores auferidos por intermediários na execução de operações e repassados aos seus clientes não constituem remuneração do intermediário, não sendo abrangidos, portanto, pelas regras ora editadas. A análise específica das práticas adotadas pelo participante, entretanto, não se insere no escopo da presente Audiência Pública.

4.6 Infrações graves (art. 49)

Als Livres sugerem que o art. 49 da Resolução 35, de 2021, não mais passe a prever como infração grave os arts. 32 a 34 e 37¹⁶.

A revisão de dispositivos da Resolução CVM nº 35, de 2021, que não sejam objeto do novo Capítulo VII-A, está fora do escopo da presente Audiência Pública. Em relação aos arts. 32 a 34 e 37 da Minuta A, caso o participante tenha buscado referir-se a eles, os comentários perderam objeto com as mudanças pelas quais passou a norma até chegar a sua versão final.

¹⁴ Regulation Best Interest. 17 CFR § 240.15|-1

¹⁵ Regras e Procedimentos para Transparência na Remuneração dos Distribuidores nº 6, de 14.07.2021 – ANBIMA.

¹⁶ Note-se que a Minuta B não promove alterações a esses dispositivos da Resolução CVM nº 35, de 2021. Aparentemente, o participante quis referir-se a dispositivos da Minuta A, pois dispositivos com tal numeração correspondem a artigos que o participante sugeriu que fossem eliminados de tal Minuta A. Assim, o ajuste nas infrações graves seria uma compatibilização com tais exclusões.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

4.7 Vigência da Minuta B

ANBIMA, Santander e XP sugerem que os arts. 26-A, 26-B e 26-C da Minuta B entrem em vigor 6 meses após sua publicação. XP alega que para inclusão das informações mencionadas nos §§ 1º e 2º do art. 26-B, será necessário atualizar as informações de todos os produtos distribuídos. ANCORD, por seu turno, sugere 3 meses para a vigência dos mesmos dispositivos em função da necessidade de desenvolvimento de sistemas.

Adicionalmente, quanto à seção que trata do extrato trimestral (que ANBIMA, ANCORD, Santander e XP propõem que passe a ser anual), ANBIMA e Santander sugerem que a **vacatio** seja de um ano, em virtude da grande complexidade e do desenvolvimento sistêmico necessário para apurar tais informações e divulgá-las para cada cliente.

ANCORD e XP, por sua vez, requerem **vacatio** ainda maior, de 18 meses, para tal seção. A primeira, pela necessidade de criar o formato do extrato, para posteriormente desenvolver a tecnologia para buscar as informações nos diversos sistemas e base de dados e integrá-las em um único demonstrativo; XP pleiteia a extensão pelos motivos já citados pela ANBIMA e Santander.

B3 pondera que para que o resultado da Minuta B seja positivo e eficaz, é relevante que seja detalhado, inclusive levando em conta interações com o mercado, como as novas exigências em relação às informações quantitativas e qualitativas sobre a remuneração do intermediário serão cumpridas na prática e, ainda, a partir de quando deverão ser observadas.

Segundo o participante, tais definições, inclusive o estabelecimento de prazo para entrada em vigor da obrigação em questão, parecem essenciais para que os intermediários, AI, **vendors** e demais participantes se preparem para o seu cumprimento e eventuais implementações tecnológicas, considerando, especialmente, as atualizações necessárias em seus procedimentos, materiais publicitários em sites e sistemas. O participante não propôs um prazo para a entrada em vigor da Minuta B.

CFASB pondera que, tendo em vista a necessidade de adequação e parametrização dos sistemas utilizados pelos intermediários para cálculo da remuneração e, principalmente, para geração dos extratos trimestrais, sugere que a seja concedido um prazo de pelo menos 180 dias, para a vigência da Minuta B.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Considerando as manifestações recebidas, com as quais a CVM está parcialmente de acordo, optou-se por prever a data de 1º de junho de 2023 para vigência dos arts. 26-A até 26-D da norma final, em linha com o prazo dado para a vigência da Minuta A, também fixado para esta mesma data. Com isso, as informações mantidas em páginas na rede mundial de computadores deverão estar disponíveis ao final desse prazo. Considerando a data de edição da regra, o prazo para adaptação a essa parte da regra corresponde a pouco mais de 100 dias.

Já em relação aos extratos trimestrais (art. 26-F da regra final), foi parcialmente acatada a sugestão de ampliação do prazo original, tendo em vista a maior complexidade na alteração e no desenvolvimento de sistemas. Desse modo, o prazo final foi fixado em 2 de janeiro de 2024, pouco mais de 320 dias após a edição da norma. O mesmo prazo se aplica para o novo art. 26-E da versão final, por igualmente demandar maiores adaptações de sistemas.

5 Versão definitiva de Resolução

A proposta definitiva de Resolução acompanha o presente relatório e pode ser consultada na página desta Audiência Pública.

Rio de Janeiro, 14 de fevereiro de 2023.

(Assinado eletronicamente por)

ANTONIO CARLOS BERWANGER

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

(Assinado eletronicamente por)

RAPHAEL SANTOS

Gerente de Desenvolvimento de Normas-1