



Perguntas para CVM sobre estudo do ASA da exclusividade dos Als

Para: Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

AC de Equipe ASA - Dr. Bruno Luna - Contato: asa@cvm.gov.br

De: Als Livres – Associação dos Assessores de Investimentos Livres.

Assunto: Requisito de exclusividade nas atividades de Agentes Autônomos de Investimento

Prezados senhores, inicialmente gostaríamos de parabenizar a CVM pela iniciativa do trabalho de Análise de Impacto Regulatório (AIR) sobre um tema tão sensível a atividade de Agente Autônomo de Investimentos (AAI).

Reconhecemos o mérito de fazerem uma Live para apresentar o projeto e gostaríamos que outras fossem feitas para ampliar a compreensão do trabalho realizado.

Temos a expectativa de que este trabalho aprimore a atividade de distribuição de valores mobiliários.

O Als Livres se posiciona como uma associação que agrega uma parcela significativa dos profissionais do mercado, sejam eles AAls individuais, de médios escritórios e agentes que fazem parte dos grandes escritórios com centenas de AAls comentado neste trabalho.

Com o intuito de levar a este público mais informações sobre este extenso trabalho elaboramos um grupo de perguntas a fim de trazer, sob a ótica do leigo, mais informações.

Abaixo seguem perguntas elaboradas por diversos AAls.

Sumário Executivo, página 5:

Sobre o texto:

"Práticas de remuneração do agente autônomo, bem como os modos de fiscalização deste pelo seu intermediário contratante, embora estipuladas em contrato de maneira livre, são relativamente uniformes, conforme aferimos através de entrevistas com participantes."

Pergunta:

Entendemos que o mercado é mais amplo que a lista de participantes entrevistados relacionados ao final do trabalho, que também relacionamos abaixo.

Poderiam informar por que a lista não foi mais abrangente envolvendo mais participantes?

Por que nesta lista só temos um Agente Autônomo?

Poderiam abrir os dados da entrevista feita com estes participantes?

Lista de participantes entrevistados:

- BTG Pactual Serviços Financeiros S/A DTVM
- Genial Investimentos Corretora de Valores Mobiliários S.A.
- Guide Investimentos S.A. Corretora de Valores
- Itajubá Investimento AAI LTDA
- Órama Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.
- XP Investimentos CCTVM S.A.

Sobre a “Tabela 1 - Potenciais problemas aventados por participantes da audiência pública SDM 03/10”

2.2.2. A regra de exclusividade

Página 14

Potenciais problemas apontados por participantes da audiência Pública

"O vínculo com mais de um intermediário redundante em AAI mais atualizado e melhor fiscalizado."

Comentário SDM

"Tal assunção não corresponde necessariamente à realidade.

A concorrência parece já induzir a atualização constante dos AAIs. Do ponto de vista da supervisão, é fato que um intermediário tende a encontrar restrições para supervisionar AAI que também prestar serviço para outro intermediário."

Pergunta:

No mercado existem diversos AAIs que possuem vínculos com mais de um intermediário para distribuição de fundos e renda fixa.

Na lista de participantes entrevistados não identificamos uma relação de AAIs que trabalham neste modelo.

Com qual fundamento a ASA argumenta que "Tal assunção não corresponde necessariamente à realidade"?

Houve uma pesquisa entre os AAIs que possuem vínculo com mais de um intermediário?

2.2.2. A regra de exclusividade

Página 14

"Excesso de poder se concentraria nas mãos dos intermediários no momento da contratação do AAI – estes intermediários, segundo manifestações de diversos participantes, perpetram diversos abusos contra os AAI."

Comentário SDM

"O principal alvo da norma é o aumento da qualidade e da segurança na distribuição de instrumentos financeiros. Para tal, foram criadas novas obrigações para os intermediários, de modo a reforçar a responsabilidade destes – a CVM entende que muitas dessas obrigações tendem a desestimular práticas muito mais agressivas adotadas pelos intermediários."

Pergunta:

Na prática estamos vendo um aumento na concentração do mercado.

Até pouco tempo concentrada em uma instituição financeira, e diante de uma recente guerra comercial estamos vendo uma tendência de o mercado ficar concentrado em duas instituições financeiras.

A ASA poderia explicar qual o real alcance destas medidas?

Foi feito algum estudo sobre a tendência de o mercado reduzir sua concentração?

2.2.2. A regra de exclusividade

Página 14

Potenciais problemas apontados por participantes da audiência Pública

"Exclusividade da forma como proposta privilegiaria AAIs vinculados a corretoras de conglomerados financeiros, enquanto AAIs já estabelecidos podem perder seus clientes"

Comentário SDM

"A crítica, aparentemente, se baseia em dois pontos: (i) a capilaridade de que já dispõem conglomerados financeiros e (ii) a disponibilidade, aos AAI que atuam para estes grupos, de um leque maior de produtos.

O risco de permitir a multipreposição do AAI para que enfrentem a concorrência dos conglomerados é exatamente transformar AAI em verdadeiros intermediários, mas não sujeitos à fiscalização e acompanhamento de contratantes.

A crítica parte, na opinião da CVM, do pressuposto errôneo de que é o AAI que oferece um amplo leque de produtos a seus clientes."

Pergunta:

Consideramos que múltiplos participantes possuem formas diferentes de fiscalizar imposto ao AAI um leque maior de critérios.

Por qual motivo a ASA acredita que o AAI não se sujeitaria a multipreposição, e que ele não estaria sujeito a fiscalização e acompanhamento de contratantes?

Sobre a percepção da CVM de que do "pressuposto errôneo de que é o AAI que oferece um amplo leque de produtos a seus clientes" concordamos.

Entendemos que são as instituições financeiras que oferecem um leque de produtos a seus clientes, porém não necessariamente amplo, daí a multipreposição tem como função possibilitar ao AAI apresentar opções de investimentos mais amplas.

Sobre a "Tabela 2 - Potenciais alternativas à regra de exclusividade, segundo participantes da audiência pública SDM 03/10"

Página 15

Item 2

Alternativas à regra de exclusividade

"Adesão à regra de exclusividade deve ser opção do intermediários"

Comentário SDM

"Tendo em vista o padrão de concorrência no mercado, apenas intermediários com base de clientes já significativas tenderiam a migrar para a exclusividade se esta fosse facultativa. Nos demais, a concorrência tenderia a se tornar ainda mais predatória – estes, aliás, poderiam continuar a viabilizar, de modo irregular, a existência de verdadeiras "corretoras informais", como hoje vem ocorrendo;"

Pergunta:

A ASA poderia explicar melhor a afirmação de que existem "corretoras informais"?

Poderia exemplificar?

Página 15

Item 6

Alternativas à regra de exclusividade

"Limitação ao número de intermediários aos quais o AAI pode se vincular, não sendo mais que dois ou três."

Comentário SDM

"Tal situação não reduziria os problemas hoje existentes, permitindo que a situação se mantivesse como está."

Pergunta:

Este item foi considerado sob a ótica da Lei da Liberdade Econômica?

Página 22

3.1. Participantes registrados,

Sobre o texto:

"A Tabela 4 contém algumas estatísticas descritivas acerca do tamanho (número de sócios) dos escritórios de AAIs. É fácil notar que a grande maioria dos escritórios de Agentes Autônomos são pequenos e isso se mantém ao longo do tempo."

Pergunta:

Durante anos os incentivos financeiros ofertados pelos intermediários criaram uma distorção no mercado atraindo profissionais de outras áreas, mais notadamente da rede bancária, para a atividade de AAI interessado nos ganhos oferecidos.

Estes incentivos serviam como um atrativo para os que desejavam entrar na atividade, principalmente nos escritórios mais antigos e já estabelecidos, pois muitos dos incentivos financeiros dados ao mercado eram de intermediários que estimulavam a entrada de AAIs em seus maiores escritórios em detrimento de novos projetos.

Foi considerado neste estudo os incentivos financeiros que são dados por algumas instituições?

Página 64

8.4. Recomendação

Sobre o texto:

" ... entendemos ser pertinente a recomendação de que o requisito regulatório de vínculo exclusivo entre intermediário e agentes autônomo de investimento para distribuição de valores mobiliários seja relaxado, desde que a multivinculação seja, de comum acordo, formalizada entre todas as partes envolvidas."

Pergunta:

Por ocasião das entrevistas aos participantes do mercado para este trabalho a ASA questionou os intermediários sobre sua intenção de aderirem a multivinculação?

Este trabalho reconhece a concentração atual do mercado. Foi feito algum estudo sobre as motivações que os intermediários que detém parcelas significativas do mercado teriam para ceder a multivinculação e não manterem sua parcela do mercado?

A condição: "desde que a multivinculação seja, de comum acordo" não estaria contrariando a Lei de Liberdade Econômica, já que submete a liberdade do AAI a critérios subjetivos do intermediário que detém sua liberdade contratual de distribuir valores mobiliários?

Para esta questão vale lembrar a contribuição feita pelo Ministério da Economia em sua por ocasião da consulta conceitual da CVM em 2019 sobre o tema da exclusividade:

"sdm0319Ministerio_da_Economia_SEAE_30082019

II. Do Impacto Concorrencial

10) Para avaliar os impactos concorrenciais é utilizada a metodologia desenvolvida pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), publicada no Guia de Avaliação de Concorrência. Um conjunto de questões é verificada na análise de impacto de políticas públicas sobre a concorrência, sendo que o impacto pode ocorrer de quatro formas: limitação no número ou variedade de fornecedores; limitação na concorrência entre empresas; diminuição do incentivo à competição; limitação das opções dos consumidores e da informação disponível.

15) Dada a argumentação da referida Nota Técnica, recomenda-se que a exigência de exclusividade seja eliminada, ressaltando que a eliminação dessa exigência não impede que um agente autônomo trabalhe com uma única intermediária. Espera-se que com essa medida aumente o dinamismo e a concorrência no mercado de distribuição de valores mobiliários, removendo uma grande barreira à entrada para os intermediários de menor porte."

Como a condição "desde que a multivinculação seja, de comum acordo" vai aumentar o dinamismo da concorrência no mercado?

Observações:

1 Introdução (página 8)

"De maneira resumida, os Agentes Autônomos de investimento são pessoas naturais que atuam na captação de clientes (e possivelmente no posterior assessoramento dos mesmos) para intermediários (principalmente corretoras e distribuidores de valores mobiliários). Estes profissionais atuam sempre na condição de prepostos desses intermediários e são usualmente

remunerados num regime de comissionamento (de modo que sua compensação está diretamente ligada ao volume financeiro captado)."

Observação:

Nos últimos anos ocorreram mudanças nas formas de remuneração e nos produtos que são remunerados.

Hoje o AAI não é remunerado por todos os produtos como por exemplo: Tesouro Direto, Fundos Imobiliários no mercado secundário e alguns fundos.

Apesar da responsabilidade imposta pela regulamentação o AAI atende seus clientes quando estes desejam investir nestes produtos, mas não são remunerados por eles.

Assim analisar que o AAI recebe uma remuneração pelo volume financeiro captado pode não refletir a realidade financeira do AAI.

Página 16, Item 10

Alternativas à regra de exclusividade

"Previsão de período de transição com regras específicas quando AAI migrar de um intermediário para outro, de modo que sua atuação e carteira de clientes não sejam prejudicadas"

Comentário SDM

"Uma vez mais, vale esclarecer que, para a regulamentação, os clientes não pertencem aos AAI e sim ao intermediário. Por mais que o AAI faça uma série de esforços na captação e que estes devam ser remunerados, ele sempre foi qualificado, no sistema brasileiro, como distribuidor de produtos financeiros em nome de um terceiro. E é esse terceiro que deve assumir diversas responsabilidades, inclusive decorrentes da regulamentação em vigor. Assim, a CVM entende que a migração de AAI para outros intermediários, levando todos os clientes por eles captados, é uma distorção que tem levado a concorrência, no mercado brasileiro, a padrões predatórios, e que os maiores prejudicados são justamente os clientes. Nesse sentido, o fortalecimento dos vínculos entre clientes e intermediários é um dos efeitos esperados da presente norma. É bem verdade que é importante assegurar a capacidade dos clientes mudarem de intermediários, em prol de seus interesses, e que esse processo de movimentação não pode ser obstado pela corretora – este, porém, é um outro ponto, que foge aos limites da presente discussão."

Observação:

Concordamos que o cliente pertence ao intermediário, que este deve assumir diversas responsabilidades e a prática também nos mostra que o relacionamento com o cliente pertence a ambos, cliente e AAI.

E ao contrário do que se propaga a migração de AAI com seus clientes para outros intermediários passa pela vontade do cliente que em última instância decide se deseja continuar com o relacionamento com o AAI em outra instituição financeira.

Respeitosamente discordamos da intenção da CVM no sentido de fortalecer os vínculos entre clientes e intermediários, pois a prática nos mostra que é o relacionamento entre pessoas que leva em última instância ao fortalecimento das instituições.

Página 26

3.2. Vínculos

Sobre o texto:

"As Figura 9 e Figura 10 mostram que entre AAI PF, há um domínio quase total de vínculos exclusivos.

Isso acontecia antes da edição da Instrução 497 e se mantém após a edição da mesma. Note que na Figura 10 fazemos referência aos vínculos para distribuição de cotas de fundos de investimento, dado que a regulação veda a "multivinculação" para distribuição de valores mobiliários, ou seja, todos os vínculos para distribuição de valores mobiliários são exclusivos."

Observação:

A associação recebe muitas dúvidas de AAI sobre produtos que pode distribuir.

Chama a atenção o grande número de AAls que não sabem da possibilidade de distribuir fundos e renda fixa através de outros intermediários.

Analisando os motivos podemos concluir que são dois:

- Falha no sistema de treinamento para a prova de certificação por não dar ênfase nesta possibilidade da atividade.
- Já faz alguns anos que cursos de certificação são patrocinados por instituições financeiras, diretamente ou através de parcerias. Dado que as instituições não têm motivação para divulgar que o AAI pode distribuir também pelos seus concorrentes esta característica pode não ser destacada.

Página 57

8.2. Cenário 1 – Exclusão da regra de exclusividade

8.2.1.3. Custos Indiretos

A. Agentes Autônomos de Investimento

Sobre o texto:

"Isso pode acontecer se a multivinculação causar aumento nas comissões pagas pelos intermediários aos AAls: um AAI vinculado a mais de um intermediário que ofereçam um mesmo produto tem incentivo a distribuir o produto daquele que paga maior comissão. Esse possível aumento de custo dos intermediários pode gerar o comportamento relatado no parágrafo anterior."

Observação:

Cada vez mais identificamos uma redução na diferença de comissão pelos intermediários.

Porém, por diversos motivos, identificamos que há diferença nos produtos ofertados pelos intermediários podendo estar esta diferença na recusa ou aceite por eles de produtos em função de um estímulo financeiro ofertado pelo emissor.

Assim o AAI pode através da multivinculação ofertar aos seus clientes produtos mais adequados ao seu perfil.

Página 57

8.2. Cenário 1 – Exclusão da regra de exclusividade

8.2.1.3. Custos Indiretos

B. Intermediários

Sobre o texto:

"Potencialmente pode haver diminuição no incentivo que um intermediário tem de investir num AAI (com treinamentos, "luvas", informações comerciais sobre clientes etc.), uma vez que outro intermediário pode "colher" os frutos desse investimento."

Observação:

Cada vez mais os AAls buscam uma independência em relação aos intermediários para obter treinamento e processos de melhoria no relacionamento com o cliente, dado que com o tempo percebemos que o intermediário limita estes aspectos a suas necessidades de distribuição de produtos, ficando o crescimento profissional do AAI limitado a estratégia comercial do intermediário.

Quando um AAI opta pela multivinculação acaba ficando exposto a um número maior de produtos e possibilidades comerciais tornando-o um profissional mais capacitado.

Página 58

8.2. Cenário 1 – Exclusão da regra de exclusividade

8.2.1.3. Custos Indiretos

B. Intermediários

Sobre o texto:

"Ainda que o AAI tenha o dever de manter sigilo das informações a que tenha acesso no exercício da função (Art. 10, § único, II da Instrução CVM 497), os intermediários a quem ele esteja

vinculado tem o dever de fiscalizar suas atividades. Nesse cenário, é possível que um intermediário acesse informações protegidas por sigilo (Lei complementar 105/01) sob tutela de outro intermediário. Isso pode se tornar um passivo judicial para os envolvidos."

Observação:

Esta é uma possibilidade real e a CVM foi informada deste risco em evento realizado na B3 em 2018, onde foi relatado que existiam intermediários que obrigam o AAI a ter seu domínio de e-mail em seus servidores, o que possibilita que auditem todos os e-mails recebidos pelo AAI, sejam eles de cunho pessoal ou relativo a outro intermediário.

Porém a solução se mostra simples bastando permitir ao AAI que tenha sistemas de telefonia e e-mail segmentados e sem interferência do intermediário.

Página 58

8.2. Cenário 1 – Exclusão da regra de exclusividade

8.2.1.3. Custos Indiretos

C. Regulador/Autorregulador

Sobre o texto:

"A regulação estipula que o intermediário é responsável, perante o cliente e quaisquer terceiros, pelos atos praticados pelo AAI por ela contratado (Art. 15 da Instrução CVM 497). Num cenário de multivinculação, pode ser difícil definir em nome de qual intermediário um AAI estava agindo ao praticar um ato que venha a ser objeto de reclamação (como por exemplo, distribuição de produtos irregulares ou fraude)."

Observação:

A afirmação sobre a dificuldade de identificar quem pratica um ato irregular pode ser vista como uma deficiência dos órgãos que participam do processo como a BSM, a quem se atribui uma evolução tecnológica que permitiu um controle maior do mercado, cuja melhoria de processos de controle foi reconhecida pela ASA neste trabalho.

Vale lembrar que há registros sobre distribuição de produtos irregulares ou fraude por AAIs que possuem um único intermediário.

Vale novamente ressaltar que podemos inferir que um AAI com multivinculação possa ser mais fiscalizado e conseqüentemente tenha mais inibição de cometer desvios.

Página 58

8.2. Cenário 1 – Exclusão da regra de exclusividade

8.2.1.3. Custos Indiretos

D. Investidores

Sobre o texto:

"Uma vez que, no cenário multivinculação, é possível que intermediários aumentem comissões dos AAIs de modo a incentivar captação para si, é também possível que o aumento desse custo seja repassado ao cliente. O repassamento de custo, no entanto, depende de outras características de mercado, como por exemplo, elasticidade-preço da demanda por serviços do intermediário."

Observação:

Devemos considerar também que havendo um equilíbrio no mercado tendo estes vários intermediários distribuindo o mesmo produto podemos ter um mercado onde o cliente atendido por um AAI com multivinculação consiga fazer investimentos a um custo mais baixo o que poderia atrair mais clientes para ele, pois o preço mais baixo neste caso seria um atrativo para investidor.

Página 60

8.2. Cenário 1 – Exclusão da regra de exclusividade

8.2.2. Benefícios

C. Regulador/Autorregulador

Sobre o texto:

"Não está claro quais benefícios seriam usufruídos pelo regulador e autorregulador. Em termos práticos, o mercado passaria por um teste quanto a manutenção ou não dos níveis baixos de reclamações de investidores, considerando que pelo menos uma das variáveis que antecederam a queda do número de problemas enfrentados, a regra de exclusividade, seria flexibilizada."

Observação:

Muitos benefícios podem advir da exclusão da regra de exclusividade para o Regulador / Autorregulador como uma multiplicidade de intermediários auditando os AAIs, reduzindo os possíveis problemas acarretados pela falta de fiscalização de um único intermediário.

Página 62

8.3. Cenário 2 – Expansão da exclusividade

8.3.2. Benefícios

C. Regulador/Autorregulador

Sobre o texto:

"A. Agentes Autônomos de Investimento"

"A vinculação exclusiva facilita que AAI receba investimento de Intermediários, uma vez que, neste cenário, é mais fácil que o intermediário amortize tal investimento. Este pode ser um facilitador de crescimento para o AAI."

Observação:

Existe uma reivindicação antiga dos AAI para que possam ter sócios investidores, que seria um fator que traga mais independência para o AAI.

Com um investimento externo pode haver menos pressão para que o retorno do investimento venha na forma de distribuição de determinados produtos do intermediário.

Sugestões para a ASA:

Página 15, Item 4

Alternativas à regra de exclusividade

"Criação de soluções para a migração de clientes entre um intermediário e outro"

Comentário SDM

"A proposta, que foge ao escopo da norma, visa facilitar a migração de carteiras realizada por AAIs, estimulando o modelo em que a relação direta entre intermediário e cliente perde relevância."

Sugestão:

Na prática o que vivenciamos através de diversos relatos é a dificuldade de o cliente migrar de intermediário.

Várias formas são criadas pelos intermediários para dificultar o desejo do cliente migrar.

Seria de grande relevância para o investidor se a CVM voltasse sua atenção para este tópico.

Atenciosamente

Als Livres – aislivres@aislivres.com