



São Paulo, 30 de agosto de 2019

À

Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”)

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar, Rio de Janeiro, CEP 20050-901

e-mail: audpublicaSDM0319@cvm.gov.br

Assunto: Edital de Audiência Pública SDM n.º 03/2019

Em referência ao Edital de Audiência Pública SDM n.º 03/2019 (o “Edital”), no qual a CVM, por meio da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (“SDM”), apresentou convite para apresentação de manifestações sobre as opções regulatórias relacionadas à modernização da Instrução CVM n.º 497, de 3 de junho de 2011 (“ICVM n.º 497/2011”), que dispõe sobre a atividade dos Agentes Autônomos de Investimentos (“AAI”), o Grupo Assessores de Investimentos Livres (“AIs Livres”), com oitenta e cinco (85) signatários anexos, e o Escritório Almeida e Froner Sociedade de Advogados (“Almeida Froner”) vêm apresentar os seguintes comentários e sugestões, com base nos depoimentos colhidos de inúmeros escritórios de AAI.

Vale frisar que as propostas e sugestões aqui relatadas para a instituição de novo modelo regulatório para as atividades de AAI devem considerar às disposições da Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, instituída pela Medida Provisória n.º 881, de 30 de abril de 2019 (“MP n.º 881/2019”), que estabelece normas de proteção à livre iniciativa e ao livre exercício de atividade econômica e disposições sobre a atuação do Estado como agente normativo e regulador.

Referida declaração estabelece como princípios **(i)** a presunção de liberdade no exercício de atividades econômicas (artigo 2º, inciso I); e **(ii)** a intervenção subsidiária, **mínima e excepcional** do Estado sobre o exercício de atividades econômicas (artigo 2º, inciso III). Ademais da intervenção regulatória mínima (artigos 4º e 5º), a nova legislação protege a autonomia da vontade e as regras avançadas pelas partes (artigos 3º e 7º), de tal modo que o novo marco regulatório deverá prestigiar o teor dos contratos de distribuição estabelecidos entre AAI e instituição intermediária.

Em síntese, propõe-se que o novo marco regulatório da CVM contemple as seguintes premissas:

(i) modelo de preposição – o agente deixa de atuar como preposto de uma única instituição intermediária e conforme as suas regras, passando a atuar como preposto de uma ou mais instituições e conforme as regras de cada instituição com a qual estabeleça contrato;



- (ii) escopo da atividade – no modelo vigente, o AAI conduz suas atividades como um mero “representante comercial” com poderes limitados, sendo que, contudo, de fato o agente assume papéis fora do seu escopo inicial de atuação. Assim, no novo modelo regulatório, passa a ser reconhecido que o AAI, ademais de atuar como um “representante comercial”, promove a produção de informação, o aconselhamento de investimentos e a interação com clientes;
- (iii) forma de organização – fica facultado ao AAI adotar estrutura empresarial, ao invés de, obrigatoriamente, adotar o tipo societário de sociedade simples;
- (iv) vínculo societário – a pessoa jurídica AAI poderá ter como sócio pessoas, físicas ou jurídicas, não constituídas como AAI;
- (v) contratação de AAI – o AAI deixa de ser obrigado a se vincular a outros AAI, exclusivamente, mediante vínculo societário, passando a ser admitida a contratação de AAI com base em contrato de emprego ou de prestação de serviços (inclusive, para AAI pessoa jurídica);
- (vi) exclusividade – o regime de exclusividade para ativos de renda variável é eliminado, ficando facultado ao AAI oferecer produtos de uma ou mais instituições intermediárias, assim como já se verifica com as cotas de fundos de investimento e ativos de renda fixa bancária;
- (vii) relacionamento com clientes – no novo modelo regulatório, embora se reconheça que o cliente “pertence” a instituição intermediária, será possível estabelecer regras e deveres entre AAI e instituição intermediária no tocante ao relacionamento com clientes. Será permitido, por exemplo, que se estabeleça contratualmente o dever da instituição intermediária comunicar o cliente sempre em conjunto com o AAI;
- (viii) remuneração – considerando que os serviços prestados pelo AAI são contratados e remunerados pela instituição intermediária e, portanto, representam custo de tal atividade, cabe à instituição intermediária promover o *disclosure* de forma clara e transparente para o cliente e não o AAI;
- (ix) operações offshore – o AAI fica autorizado a contratar com instituições intermediárias no exterior, a fim de facilitar o acesso de investidores em ativos *offshore*;
- (x) acúmulo de atividades e conflito de interesses – o escritório de AAI fica autorizado a exercer, concomitantemente e sem caracterizar conflito de interesses, a atividade de consultor de valores mobiliários, desde que exercida a consultoria por pessoas distintas e desde que observadas as condições e



requisitos estabelecidos na Instrução CVM n.º 592, de 17 de novembro de 2017 (“ICVM n.º 592/2017”);

(**xi**) obrigação de registro de ordens – no novo modelo regulatório, a obrigação relativa ao registro da transmissão das ordens de investimentos não será mais exclusiva da instituição intermediária, podendo ser compartilhada com o AAI, nos termos estabelecidos em contrato;

(**xii**) recomendações – ao invés de ser vedada a recomendação e ofertas de ativos e produtos financeiros, no novo modelo regulatório será permitido ao AAI recomendar aos clientes investimentos sob reserva/condição, isto é, desde que o AAI se baseie (i) no perfil do cliente e (ii) em opinião de gestor, analista ou economista credenciado;

(**xiii**) certificações – assim como se verifica em outras atividades intelectuais, tais como médicos, advogados, corretor de seguros e engenheiros, o AAI deixa de ser obrigado a renovar periodicamente as suas certificações para exercer a atividade de AAI;

(**xiv**) credenciamento – assim como o consultor e o gestor, a CVM poderá dispensar a certificação do AAI que obter (**i**) comprovada experiência profissional de, no mínimo, 7 (sete) anos em atividades diretamente relacionadas à consultoria e à gestão de carteiras administradas de valores mobiliários e fundos de investimento; ou (**ii**) notório saber e elevada qualificação em área de conhecimento que o habilite para o exercício da atividade de consultoria de valores mobiliários ou de administração de carteiras de valores mobiliários; e

(**xv**) educação financeira – o AAI atua na promoção e na disseminação da educação financeira.

Com base nos esclarecimentos acima prestados e nas premissas acima delineadas, passa-se a comentar, objetivamente, os pontos/questionamentos contemplados no Edital:

1. Constituição de AAI pessoa jurídica restrita a sociedades simples

a) quais medidas deveriam acompanhar eventual permissão para que os agentes autônomos pessoa jurídica adotem formas de sociedades empresárias, considerando os fatores que levaram a CVM a adotar tal restrição, sobretudo a atuação de pessoas não credenciadas como agentes autônomos na atividade fim?



Diante do princípio da intervenção regulatória mínima, não cabe à CVM partir da premissa de que a presença de um “sócio investidor” resulta, necessariamente, na atuação de pessoas não credenciadas como AAI.

Eventuais condutas ilícitas (distribuição de produtos por agentes não autorizados pela CVM) devem ser combatidas, pontualmente, pelo órgão regulador, pelos órgãos autorreguladores e pelos demais agentes do mercado.

Como será abordado mais detalhadamente abaixo, os benefícios decorrentes da adoção do regime empresarial não devem ser negados, em razão da possibilidade de escritório de AAI vir a se associar a pessoa não credenciada e que essa pessoa venha a exercer a distribuição de produtos financeiros.

Aliás, é importante lembrar que o próprio Ofício-Circular CVM/SMI n.º 04/2018 já autoriza a atuação no escritório de colaboradores não credenciados perante a CVM, para o desempenho de atividades-meio (vide, especificamente, os itens 77 e 78).

De toda a forma, as medidas que podem, eventualmente, acompanhar a permissão para as empresas de AAIs ter sócios não credenciados, e que certamente serão exigidas por um eventual sócio “investidor, são (i) segmentação de áreas (*chinese wall*); (ii) elaboração de código de ética para todos os sócios, empregados e colaboradores do AAI, inclusive permitindo a adesão ao código de ética da Associação Brasileira de Agentes Autônomos de Investimentos (“ABAAI”); (iii) responsabilização do escritório AAI em função dos atos causados pelos AAIs pessoas físicas; (iv) autorregulação via ABAAI; e (v) assinatura de *disclosure* de conflito de interesses.

b) como essa medida se coaduna com a condição de preposição que os AAI têm em relação ao intermediário, considerando que tal condição foi crucial para a determinação do regime de responsabilidades atualmente vigente?

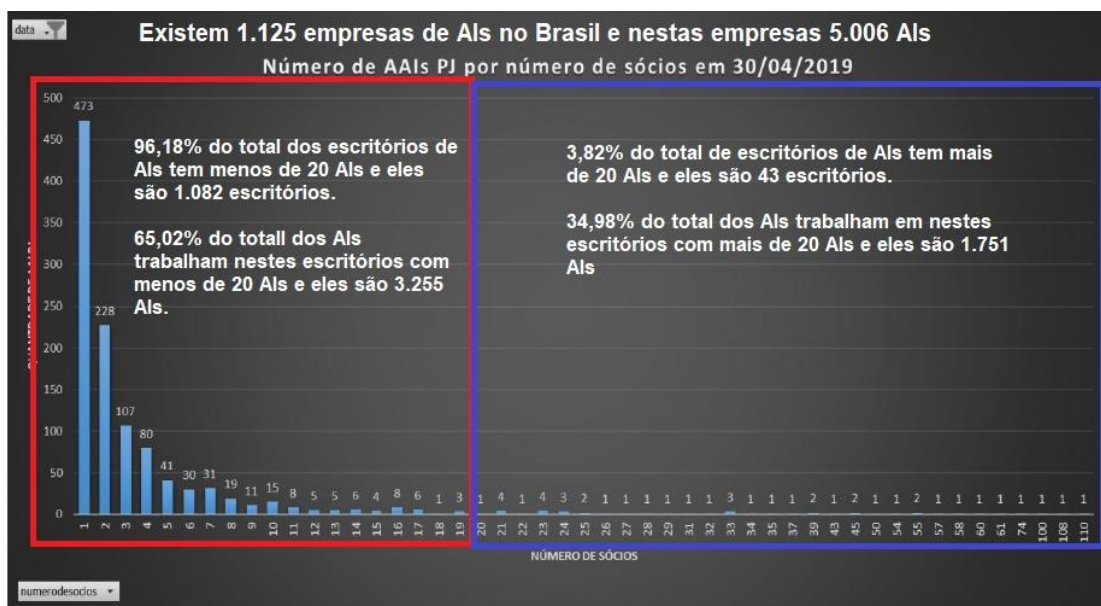
Em primeiro lugar, o fato de o AAI pessoa jurídica passar a se organizar como sociedade simples não elimina a responsabilidade da instituição intermediária perante terceiros, não alterando, assim, o regime de responsabilidades atualmente vigente.

Segundo, a adoção da natureza empresarial (i) não implica na ausência de responsabilidade da pessoa jurídica, mas sim (ii) na possibilidade de limitação de responsabilidade dos sócios da pessoa jurídica. É importante frisar 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).

c) caberia segmentar os participantes, isto é, eliminar a restrição hoje existente somente para determinado segmento? Em caso afirmativo, qual o critério mais apropriado para se estabelecer tal segmentação?

Não cabe segmentar os participantes, posto que viola o princípio da intervenção regulatória mínima, favorece à concentração de poder, desestimula o acesso de novos entrantes no mercado e privilegia os grandes escritórios de AAI, posto que a adoção do regime empresarial deve, ao menos, permitir **(i)** o acesso de sócios “investidores”, não credenciados como AAI, **(ii)** a contratação de AAIs mediante contrato de emprego ou de prestação de serviços, **(iii)** a limitação da responsabilidade dos sócios, bem como **(iv)** a sujeição aos regimes de recuperação judicial e de falência, dentre outras prerrogativas inerentes ao empresário.

Vale lembrar que **(i)** 96,18% dos escritórios de AAI são compostos de menos de 20 (vinte) agentes; **(ii)** 62,31% dos escritórios de AAI possuem mais de 2 (dois) agentes e **(iii)** somente 3,82% escritórios possuem mais de 20 (vinte) agentes, conforme gráfico abaixo (extraído do próprio Edital):



Portanto, a imensa maioria dos escritórios de AAI, provavelmente, não teria estrutura para atender condições/requisitos de segmentação de mercado, privilegiando, assim, somente os maiores escritórios de AAI (especialmente em favor dos escritórios localizados em grandes centros).

d) quais outras possíveis vantagens e desvantagens espera-se que possam decorrer da eventual flexibilização do tipo societário?

Como acima adiantado, o regime de direito empresarial estimula e favorece a atividade ao admitir **(i)** o acesso de sócios “investidores”, não credenciados como AAI, **(ii)** a contratação de AAIs mediante contrato de emprego ou de prestação de serviços, **(iii)** a



limitação da responsabilidade dos sócios e (iv) a sujeição aos regimes de recuperação judicial e de falência, dentre outras prerrogativas inerentes ao empresário.

É importante frisar que o modelo vigente estimula a inclusão de sócios nos escritórios de AAI, que, na verdade, atuam como verdadeiros empregados, posto que presentes todos os requisitos da relação de emprego (subordinação, pessoalidade, onerosidade e não eventualidade).

Tal fato não protege, necessariamente, os escritórios de AAI contra eventuais riscos trabalhistas, se presentes os requisitos inerentes à relação de emprego, bem como criou um risco de natureza societária em detrimento dos escritórios. Isso, porque identifica-se no mercado a prática de outorga de procurações por parte de sócios minoritários aos sócios majoritários, com poderes para promover diretamente a exclusão dos sócios minoritários dos contratos sociais perante as Juntas Comerciais, sendo que, no entanto, tal prática já foi considerada simulação de cessão de quotas e, portanto, inadmissível pelo Superior Tribunal de Justiça (Recurso Especial n.º 683.126¹).

Ademais, na hipótese de retirada ou exclusão de sócios, a avaliação da participação societária do sócio minoritário com base em critérios como valor do capital social ou valor do patrimônio líquido apurado em balancete específico pode ser contestada judicialmente (em ações de complexidade elevada), o que, por seu turno, demonstra que o modelo regulatório vigente pode vir a criar uma contingência a todo o segmento.

2. Exclusividade

e) é pertinente e oportuna a eventual flexibilização da exclusividade para os agentes autônomos, considerando, de um lado, a potencial redução da concorrência no mercado de intermediação, e, de outro, a atuação dos intermediários como “gatekeepers” de sua atuação?

É pertinente o fim da exclusividade, a fim de se prestigiar a livre concorrência, reduzir a concentração de determinados agentes no mercado e, sobretudo, oferecer melhores produtos de acordo com o perfil dos clientes. A medida é, sobretudo, favorável aos clientes.

¹ “COMERCIAL E PROCESSUAL CIVIL. AÇÃO ANULATÓRIA DE DELIBERAÇÃO SOCIAL E ALTERAÇÃO CONTRATUAL, CUMULADA COM PERDAS E DANOS. CLÍNICA MÉDICA. EXCLUSÃO IRREGULAR DE SÓCIOS. ALEGADA PERDA DA AFFECTIO SOCIETATIS. DEVIDO PROCESSO LEGAL INOBSERVADO. CÓD. COMERCIAL, ART. 334. SÚMULA N. 7-STJ.

I. Configura-se irregular e, portanto, anulável, a exclusão de sócios promovida pelos remanescentes majoritários, que, sob alegação de perda da affectio societatis, serviram-se de instrumento de mandato a eles outorgado pelos autores minoritários para alterar o contrato social, alienando suas cotas a terceiros, desviando-se da deliberação acordada entre todos, que era a de finalizar a empresa. (...)”

(REsp 683.126/DF, Rel. Ministro ALDIR PASSARINHO JUNIOR, QUARTA TURMA, julgado em 05/05/2009, DJe 01/02/2011)



Cabe frisar que a exclusividade acaba por favorecer a concentração e consolidação de uma única corretora, o que, por seu turno, implica na majoração das taxas cobradas pelos fundos de investimentos e das taxas cobradas para a emissão e distribuição de títulos e valores mobiliários em ofertas públicas.

Aliás, cumpre ressaltar que o fim da exclusividade foi sugerida pelo próprio Conselho Administrativo de Defesa Econômica (“CADE”), no Parecer Técnico n.º 24, de dezembro de 2017, e na Nota Técnica SEI n.º 28/2018/COGAC/SUPROC/SEPRAC-MFO.

f) no extremo oposto do espectro regulatório, é pertinente e oportuno estender a exclusividade entre agentes autônomos e intermediários para a distribuição de cotas de fundos de investimento (eliminando a diferenciação entre distribuição de cotas de fundos de investimento e a de outros valores mobiliários)? Nesse sentido, pedimos considerações que levem em conta tanto o aspecto concorrencial quanto a proteção ao investidor.

Conforme anteriormente informado, o fim da exclusividade favorece a concorrência e, sobretudo, viabiliza ao investidor o acesso a uma maior gama de produtos adequados ao perfil do investidor.

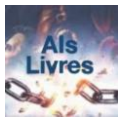
Admitir o contrário, é desprestigiar o investidor, ao limitar o seu acesso ao mercado, e fortalecer a criação de oligopólios e, até mesmo, de um monopólio, em evidente afronta à MP n.º 881/2019.

Com relação à concorrência, basta novamente citar a concentração de poder atualmente detida pela corretora líder de mercado.

g) que salvaguardas deveriam ser adotadas para mitigar os eventuais efeitos negativos que adviriam da eliminação do comando de exclusividade (por exemplo, determinação de estrutura de controles internos, indicação de diretores responsáveis, elaboração de regras, procedimentos e controles internos, medidas a serem adotadas para a preservação do sigilo das operações dos clientes ou estabelecimento de capital mínimo)?

Conforme acima delineado, no novo marco regulatório as obrigações da instituição intermediária não serão eliminadas, sendo totalmente descabida a imputação de obrigações para o AAI relativas à *compliance*, prevenção e lavagem de dinheiro, *suitability*, *know your client*, dentre outras.

Tal imposição implicará em duplicidade de atividades e, assim, aumento nos custos inerentes à distribuição de produtos, em evidente detrimento ao investidor e ao Projeto Estratégico de Redução de Custos de Observância.



Aliás, a imposição de tais deveres somente favorece os escritórios de AAI de maior porte, com estrutura para suportar tais custos, e desestimula a entrada de novos entrantes no mercado.

h) em um eventual cenário no qual os AAI sejam liberados do requisito de exclusividade e, em decorrência disso, passem a suportar uma carga regulatória maior, a que tipo e abrangência de disclosures (informações disponibilizadas ao público investidor, ainda que também compartilhadas com o regulador) este participante deveria estar sujeito?

O AAI, por ser preposto, já fica sujeito à observância do *compliance* da instituição intermediária.

Além disso, a instituição intermediária, na qualidade de “proprietária” do cliente, fica sujeita às normas regulatórias inerentes à atividade, tais como: prevenção e lavagem de dinheiro, *compliance*, *know your client*, *suitability*, dentre outras.

i) seria apropriado estabelecer alguma segmentação entre os agentes autônomos? Caso positivo, quais critérios poderiam ser adotados?

j) de que forma poderia se dar o rearranjo de responsabilidades decorrente de tal flexibilização? O que caberia aos intermediários e aos AAI que não estivessem sob o regime da exclusividade?

Novamente, não cabe segmentar os participantes, posto que viola o princípio da intervenção regulatória mínima, favorece à concentração de poder, desestimula o acesso de novos entrantes no mercado e privilegia os grandes escritórios de AAI.

Ainda, o fim da exclusividade não deve impactar na distribuição de responsabilidades entre o AAI e a instituição intermediária, assim, como, por exemplo, se verifica com os corretores de seguros.

Aliás, a eliminação da regra da exclusividade aumentará o nível de fiscalização das atividades do AAI, já que o agente passará a ser supervisionado por mais de uma instituição intermediária.

k) como poderiam se dar a supervisão e o acompanhamento pelos intermediários quanto aos atos praticados pelos AAI por eles contratados em um ambiente sem exclusividade? Como determinar o limite do que é responsabilidade de um e de outro intermediário? A relação entre administradores fiduciários e gestores pode servir como referência?



Como já se verifica com o sistema de determinação de responsabilidades vigente, o AAI será responsabilizado pelo ato praticado em conjunto com a instituição intermediária.

É importante destacar que a atividade dos AAI, atualmente, se encontra sob a fiscalização da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”), a qual, por sua vez, contempla o único recinto bursátil do país.

Ainda, a relação entre administradores fiduciários e gestores não deve servir como referência, posto que o gestor é o “proprietário” do cliente, enquanto que o AAI atua como preposto, pois apenas distribui produtos para os clientes da instituição intermediária. Em outras palavras, o cliente não “pertence” ao AAI.

Admitir o contrário afrontaria, ainda, o disposto no Projeto Estratégico de Redução de Custos de Observância, já que a adoção da Instrução CVM n.º 558, de 26 de março de 2015 (“ICVM n.º 558/2015”), implicaria na redundância de atividades (tais como regras, procedimentos e controles internos) e, por conseguinte, na majoração dos custos de observância.

l) como o mecanismo de ressarcimento de prejuízo funcionaria em um cenário de ausência de exclusividade, considerando a possibilidade de o agente autônomo realizar uma série de operações prejudiciais ao cliente diluídas no tempo e entre vários intermediários e a possibilidade de não se conseguir identificar somente um intermediário responsável pelo seu prejuízo?

O mecanismo de ressarcimento de prejuízo funcionaria conforme o sistema de determinação de responsabilidades vigentes, respondendo cada instituição intermediária pelos prejuízos causados pelos seus agentes.

Aliás, vale explicitar que os sistemas tecnológicos da B3 já permitem a identificação do evento prejudicial/danoso ao cliente e da instituição intermediária responsável.

3. Transparência

m) considerando a necessidade de se conferir mais transparência e mitigar conflitos de interesses na atuação dos agentes autônomos, qual a forma mais apropriada de se demandar a divulgação de sua remuneração pelos produtos distribuídos?

A forma mais apropriada de divulgar a remuneração dos AAI pelos produtos distribuídos **(i)** sem prejudicar a atividade dos AAI e **(ii)** atendendo a transparência é divulgar, de forma clara e precisa, o preço total do serviço cobrado pela instituição intermediária.



Considerando que a divulgação da remuneração do AAI é custo da instituição intermediária e que tal divulgação poderá vir a prejudicar o relacionamento do AAI com o cliente, propõe-se que os AAIs não sejam obrigados a informar ao cliente o valor da sua remuneração por produto distribuído. Esse é o caso, por exemplo, da atividade de corretor de seguros, na qual o cliente fica ciente da existência da comissão para o corretor, sendo que, no entanto, o cliente não tem acesso ao valor fixado à título de comissão.

Em segundo lugar, se a CVM obrigar o AAI a informar o valor de sua remuneração, também, deveria informar o quanto será alocado para as corretoras, instituições bancárias, gestoras, administradores fiduciários, seguradoras e demais agentes do mercado financeiro e de capitais (se, nas palavras da CVM – Ofício-Circular CVM/SMI n.º 04/2018, o AAI é um “vendedor de veículos”, seria necessário informar qual o valor seria repassado para a “concessionária” e para a “montadora”).

Em terceiro lugar, é necessário ressaltar que a distribuição de produtos via AAI representa redução de custos para as instituições financeiras, gestoras, dentre outras, em razão da terceirização da força comercial especializada (com habilitação junto a entidade autorreguladora) e, por consequência, da diminuição dos investimentos realizados com publicidade e infraestrutura.

n) como estimular a atuação dos consultores de valores mobiliários em parceria com os intermediários e plataformas digitais de distribuição de produtos financeiros, sem desvirtuar sua atuação alinhada aos melhores interesses de seus clientes?

Conforme delineado acima, propõe-se a possibilidade de que um escritório AAI atue concomitantemente como consultor de valores mobiliários, desde que exercida a consultoria por pessoas distintas e desde que observadas as condições e requisitos estabelecidos na ICVM n.º 592/2017 – com a segmentação das respectivas áreas (*chinese wall*).

o) há outros tópicos relevantes diretamente correlacionados aos aqui levantados que devam ser objeto de eventual reflexão por parte da CVM?

Adicionalmente aos tópicos aqui relatados, seguem outros pontos relevantes para a atividade:

(i) necessidade de recertificação da atividade, uma vez que outras atividades profissionais/intelectuais, tal como medicina, advocacia e engenharia, não necessitam validar constantemente suas certificações profissionais;

(ii) possibilidade de acúmulo da atividade de AAI com a atividade de consultor de valores mobiliários, desde que exercida a consultoria por pessoas distintas e



desde que observadas as condições e requisitos estabelecidos na ICVM n.º 592/2017;

- (iii) alteração dos critérios para fins de definição do investidor qualificado;
- (iv) estipular o dever da instituição intermediária de informar que os fundos “espelhos” não são transferíveis para outras instituições intermediárias;
- (v) a Taxa de Fiscalização da CVM é abusiva e excessiva em comparação às taxas cobradas para o exercício de outras atividades profissionais/intelectuais (por exemplo, contador, médico, advogado, engenheiro, corretor de seguros, dentre outras), ademais de não observar a realidade vivenciada por AAIs estabelecidos em regiões afastadas dos grandes centros urbanos;
- (vi) a possibilidade da ABAAI se credenciar como autorreguladora da atividade de AAI; e
- (vii) a disponibilização e utilização do material produzido pela CVM Educacional pelos AAIs em reuniões e eventos junto aos clientes e potenciais investidores.

Desde já nos colocamos à disposição para quaisquer esclarecimentos adicionais que se façam necessários.

Grupo AIs Livres

Almeida Froner Advogados