

Rio de Janeiro, 30 de agosto de 2019

À

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Rua Sete de Setembro nº 111, 23º andar

Rio de Janeiro/RJ, CEP: 20050-901

(Via e-mail audpublicaSDM0319@cvm.gov.br)

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 03/19 que tem por objeto colher manifestações sobre as opções regulatórias relacionadas à modernização da norma que dispõe sobre os agentes autônomos de investimento – AAI e ao aprimoramento da atividade de distribuição de valores mobiliários (“Edital”).

Prezados Senhores,

Nós, da **BENZECRY E PITTA ADVOCACIA ESPECIALIZADA** encaminhamos a seguir nossas sugestões e comentários relativos ao escopo do Edital em referência, de forma a contribuir com a importante iniciativa da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) de repensar o papel do agente autônomo de investimento no mercado de capitais brasileiro.

O Edital questiona sobre (i) constituição societária do AAI pessoa jurídica, se deve ser restrita a sociedades simples, inclusive a possibilidade de segmentação e possíveis vantagens e desvantagens; (ii) exclusividade do agente autônomo de investimento com relação à instituição intermediária, inclusive a possibilidade de segmentação e aspectos concorrenciais; (iii) transparência – qual a melhor forma de divulgação da remuneração decorrente dos produtos distribuídos -, e com a atividade dos consultores de investimento de valores mobiliários pode ser estimulada por intermediários e plataformas digitais de distribuição de produtos sem desvirtuar o seu foco de atuação no melhor interesse dos clientes.

Para maior facilidade de análise, passamos a tecer nossos comentários e sugestões em tópicos específicos sobre os pontos principais questionados no Edital.

Primeiro, faremos uma sistematização do que entendemos ser os principais problemas concretos hoje encontrados nas atividades dos agentes autônomos de investimento e

até, de certa forma, dos consultores de investimento. Em um segundo momento, discorreremos sobre soluções gerais, aplicáveis aos agentes autônomos e aos consultores de investimento, que acreditamos poderem neutralizar os problemas supracitados ou ao menos mitigá-los, e finalizaremos com as soluções específicas, pensadas dentro de categorias de profissionais.

I. Principais desafios que podem ser identificados na atuação de agentes autônomos e consultores de investimento no contexto atual

De forma a ajudar na categorização dos problemas para os quais apresentaremos soluções mais adiante, dividiremos essa parte em: (1) relação entre os profissionais de investimento e os clientes; e (2) relações entre os profissionais de investimento e as instituições intermediárias.

I.1. Relações entre os profissionais de investimento e os clientes

Somos da opinião que a regulação ideal é aquela que está alinhada com as expectativas da sociedade, a realidade do mercado e a possibilidade de concreção da disciplina normativa. Assim, essa seção não se limita a descrever situações-problema, presta-se, mais que isso, a ressaltar a realidade da forma como as pessoas, especialmente os brasileiros, lidam com os profissionais do mercado de capitais e o ato de investir, buscando assim estabelecer parâmetros e objetivos realistas da atuação humana, os quais acreditamos que a regulação deveria levar em consideração.

De fato, se a pessoa que a regulação busca proteger individualmente é o investidor, aquela tem que estar alinhada com as expectativas, demandas, necessidades e limitações desse. Não obstante, esse alinhamento parece ser sempre um desafio para os reguladores do mercado de capitais ao redor do mundo, talvez especialmente pela dificuldade de entendimento de um setor tão complexo e com oferta tão variada de serviços e produtos. Isso sem considerar as pseudoalternativas de investimento fora dos mercados regulados que, na maior parte das vezes, representam ações fraudulentas e que levam à dilapidação da poupança do investidor, atraído pelas ações de marketing e promessas de ganho fácil.

Nesse sentido, gostaríamos de chamar atenção às conclusões chegadas por pesquisadores no cenário americano, em 2008:

“Overall, we found that many survey respondents and focus-group participants do not understand key distinctions between investment advisers and broker-

dealers—their duties, the titles they use, the firms for which they work, or the services they offer. Yet they tend to have relatively long-term relationships with their financial service professionals, and they expressed high levels of satisfaction with their services. **This satisfaction was often reported to arise from the personal attention the investor receives.** We do not have evidence on how levels of satisfaction vary with the actual financial returns arising from this relationship. In fact, **focus-group participants with investments acknowledged uncertainty about the fees they pay for their investments, and survey responses also indicate confusion about fees.**¹

Embora o cenário acima descrito estivesse comparando os “investment advisers” (que, por analogia de funções, poderíamos comparar no mercado brasileiro ao gestor de carteira administrada ou ao consultor de valores mobiliários) com os “broker-dealers” (inclui as instituições intermediárias, de distribuição de valores mobiliários e seus “registered representatives”, que seriam nossos agentes autônomos, em analogia de funções), acreditamos que as conclusões mencionadas aplicam-se bastante ao caso dos investidores brasileiros.

Também no Brasil, o que se pode observar no mercado, especialmente em relação aos novos investidores de varejo que estão cadastrando seus CPFs na Bolsa ou em plataformas de investimento, conforme mencionado pela própria CVM no Edital, é um cenário de: (a) desconhecimento, por parte do tomador de serviços, das funções de cada prestador de serviços, suas limitações e suas formas de remuneração; (b) escolha e indicação de prestadores de serviços pelo cliente baseado em laços prévios de confiança ou criação desses laços através de atendimento personalizado; e (c) não mencionado no texto supracitado talvez até mesmo pela diferença dos modelos de regulação, vez que a CVM é mais restritiva no que se refere a separação de funções dos prestadores de serviço, mas também trataremos nesta seção, necessidade e demanda do cliente em ser atendido por um prestador de serviços que tenha condição de auxiliá-lo em todas as fases do investimento ou, até mesmo, da estruturação de sua vida financeira.

a) Dificuldade do cliente no entendimento dos papéis dos prestadores de serviços

¹ Investor and industry perspectives on investment advisers and broker-dealers / Angela K. Hung ... [et al.]. — Law and legislation—United States. 3. Investment advisers—Legal status, laws, etc.—United States. 4. Stockbrokers—Legal status, laws, etc.—United States. 2008. Disponível em <https://www.sec.gov/news/press/2008/2008-1_randiabdreport.pdf>

O correto entendimento, pelo cliente, das funções de cada prestador de serviços no mercado de capitais é um desafio que se põe de inúmeras formas e que, a nosso ver, não está sendo bem tratado pelas normas regulatórias atuais.

Parece fora de realidade acreditar que é possível exigir, especialmente dos clientes de varejo, que eles conheçam os melhores produtos para si mesmos ou que tenham capacidade de análise do seu material de oferta, que conheçam as estratégias de diversificação de risco para o próprio portfólio, os diferentes objetivos de poupança e investimento (reserva de emergência, aposentadoria, ganhos financeiros, poupança para realizações específicas) que deveriam perseguir, enfim, que tenham uma ideia bem delimitada de como administrar os próprios recursos. Mais, que estejam dispostos a dedicar tempo e energia nesse processo, em vez de se deixarem levar pelo efeito manada de determinadas ondas de investimento, muitas vezes apoiadas por um marketing massivo², e que se vendem como alternativas simplificadas.

Por outro lado, tendo em vista exatamente essa limitação, consideramos fundamental que o cliente aprenda a distinguir os prestadores de serviços, para que possa escolher aquele que melhor se adequa aos seus objetivos de investimento e as suas próprias limitações. Na contramão dessa necessidade de aprendizagem, entendemos, da análise das normas atuais, que essas não privilegiam pontos que deveriam ser fundamentais: a adoção de nomenclaturas auto explicativas para os prestadores de serviços; a adoção de explicações mandatórias, curtas e padronizadas, as quais deveriam ser fornecidas pelos prestadores de serviços em momento pré-contratação; e adoção de sistemas de remuneração únicos, tabelados e transparentes dos prestadores de serviços, sendo que até mesmo as corretoras e distribuidoras deveriam ser mais transparentes, em especial nos *spreads* que elas ou sociedades ligadas recebem em negociações secundárias, não só de valores mobiliários, mas especialmente de títulos de emissão de instituição financeira, por exemplo. Discutiremos essas propostas mais adiante.

Pelo momento, apresentamos algumas consequências concretas dessa inadequada identificação dos prestadores de serviço:

“Agente autônomo” é um nome muito ruim se se pretende usá-lo para designar um profissional que atua como preposto da instituição intermediária, em atividade não

² Não podemos deixar de considerar que, hoje em dia, os grandes conglomerados financeiros já possuem inclusive braços de uma suposta “mídia especializada” que contribui sobremaneira para esses movimentos em onda/manada. Apenas a título de exemplo temos: o Infomoney ligado à XP Corretora; o ValorInveste com laços comuns à Órama DTVM; e um movimento recente do Banco BTG Pactual para a compra da Revista Exame.

pautada pelo dever fiduciário e repleta de conflitos de interesse, como bem apontado pela própria CVM no Edital. A partícula “autônomo” pode dar a entender ao cliente exatamente que se espera que aquele profissional seja autônomo em relação a interesses de terceiros, o que não é a verdade, pois o agente autônomo trabalha hoje imediatamente vinculado aos interesses da instituição intermediária.

Uma vez que o cliente de varejo não entende, ou entende mal, a função dos prestadores de serviço e as formas de suas remunerações, é mais fácil que confunda a função do consultor e do agente autônomo, entendendo que o segundo é simplesmente a versão “grátis” dos serviços do primeiro. Isso traz duas consequências: a figura do consultor de investimentos, no varejo, fica relegada a segundo plano, sendo preterida em razão da necessidade de sua remuneração direta pelo cliente, que não entende os benefícios adicionais que o consultor traz em relação ao agente autônomo de investimento; a segunda, o cliente pode achar que o agente autônomo deve a ele os mesmos deveres fiduciários que o consultor, o que não se coaduna com a realidade e é um perigo do ponto de vista especialmente de decisões de investimento, pois pode levar o cliente a não se atentar a eventuais incentivos perversos, sob forma de comissões, que permeiam as explicações dos agentes autônomos sobre os produtos.

Em suma, a função comercial do, hoje, agente autônomo precisaria ser destacada.

b) Comportamento do cliente de acordo com as finanças comportamentais, anti-naturalidade de se pretender dizer que o cliente não é do agente autônomo

Quanto maior a complexidade de um assunto, ou a percepção do próprio desconhecimento sobre o assunto, mais provável é que o agente tomador de decisão se sinta inseguro sobre a própria capacidade de tomar a decisão e busque terceirizar a tomada de decisão ou procure aconselhamento com sujeitos de confiança e capacidade técnica para tal³. Nesse sentido, é importante notar que o ser humano age em sociedade de acordo com seus vínculos sociais. A escolha da pessoa correta para o aconselhamento também será, portanto, muito criteriosa e pautada em vínculos sociais de confiança.

O agente autônomo, quando inicia seus trabalhos na área e começa a fazer sua clientela, tende a iniciar sua procura entre familiares e amigos, e o crescimento do número de

³ “Em Choice Overload: Australians coping with financial decisions (2008), Fear defende que escolhas complexas podem levar os tomadores de decisão a não fazer escolha alguma, ou a terceirizar o processo de decisão.” MONTOVANELLI, Sabrina; BENZECRY, Leandro (autocitação). UM REGULAMENTO DE FUNDO DE INVESTIMENTO EFETIVO: o primeiro passo do Brasil na implantação do key disclosure. 2019. Acervo pessoal.

seus clientes refletirá não somente a qualidade de seu atendimento, mas também as próprias indicações que esses familiares e amigos farão do agente autônomo para outros conhecidos. É desse ciclo quase artesanal que se originou a profissão.

Ainda, a capacidade de um agente autônomo de manter seu cliente e aumentar sua clientela via indicação dependerá, necessariamente, da satisfação dos clientes com seu atendimento no dia a dia, da confiança do cliente na eficiência, tecnicidade e boa índole do agente, e mesmo da criação de vínculos de confiança entre o agente autônomo e o cliente. A obrigação de fazer do agente autônomo frente ao cliente, se não é personalíssima, o que defendemos que seja, caso o agente autônomo seja pessoa natural; beira uma obrigação personalíssima, se o agente autônomo for pessoa jurídica.

É nesse sentido que defendemos que os reguladores insistirem que o cliente “não pertence” ao agente autônomo, mas somente à instituição intermediária, é uma ficção jurídica, algo absolutamente descolado da realidade sobre como o mercado foi formado e como acontecem as interações humanas. É uma violação ao próprio direito do cliente de ser atendido pela pessoa de sua preferência e confiança. Por isso, acreditamos que essa ideia deve cair por terra, sendo aceita a realidade de que o cliente é sim também do agente autônomo, não sendo possível ir contra essa realidade fática.

Mesmo a regulação da FINRA⁴ para os *Registered Representatives* americanos, que, como dito acima, poderiam ser um paralelo com os agentes autônomos brasileiros, embora aqueles sejam ainda mais dependentes das instituições intermediárias que esses, podendo até mesmo ser funcionários contratados, parece entender, especialmente no que se refere aos aspectos de mudança de um agente autônomo entre instituições intermediárias, que o cliente é também do agente autônomo.

Conforme se depreende do texto abaixo, o “broker-dealer” (corretora) deve ajudar a transferir a conta de um cliente se esse resolver seguir o agente autônomo para outra corretora e, mesmo que essa esteja na posição de empregadora, deve evitar restrições aos empregados que interferem no direito dos clientes. Nesse sentido, o máximo que se permite em termos de direitos da corretora, é a validade de eventuais cláusulas contratuais que proíbem o “registered representative” de solicitar aos clientes que o acompanhem ou de enviar um anúncio indicando uma nova posição, mas o cliente sempre poderá seguir o “registered representative” se a iniciativa for dele:

⁴ Financial Industry Regulatory Authority

*“FINRA Regulations (Rules 2140 and 11870) FINRA rules limit the ability of broker-dealers to prevent departing employees from servicing their former clients. FINRA Rule 2140 prohibits the interference with a customer’s request to transfer an account in connection with a representative’s change in employment where there is no existing dispute with the customer about the account (FINRA R. 2140). FINRA-registered agents also must help transfer a customer’s account if that customer chooses to follow a registered representative to another broker (FINRA R. 11870). Employers must be careful to avoid restrictions on employees that interfere with customer rights. However, a covenant that prohibits the registered representative from soliciting customers or sending an announcement about a new position may be enforceable because the rules only address transfer requests initiated by the customer and not solicitation by the representative (see, for example, Charles Schwab & Co, Inc. v. Gonzalez, 2015 WL 11201182, at *8 (S.D. Fla. Dec. 7, 2015) (a prohibition against sending announcements does not violate FINRA Rule 2140); Hilliard v. Clark, 2007 WL 2589956, at *7 (W.D. Mich. Aug. 31, 2007) (Rule 11870 is incompatible with a non-compete provision but not a nonsolicitation provision); see also UBS Fin. Servs. Inc. v. Fiore, 2017 WL 3167321, at *5-6 (D. Conn. July 24, 2017) (identifying conduct that constitutes solicitation)).”⁵*

c) Necessidade do cliente de um prestador de serviços que possa auxiliá-lo em todas as fases do processo de investimento

Questão que toca tanto os agentes autônomos como os consultores de investimento e mesmo outros profissionais, como os planejadores financeiros, é a necessidade de, no mercado de capitais brasileiro, existir pelo menos um prestador de serviços, alcançável pelo investidor de varejo e popularizado, que possa atender todas as demandas desse no que refere a poupança e investimento. Trata-se de um profissional que possa acompanhar, com maiores traços de independência, o cliente desde a programação para saída de situação de dívida, estabelecimento de metas de poupanças mensais, delineamento de objetivos de investimento, escolha do percentual de patrimônio líquido acumulado que será investido em produtos financeiros e do mercado de capitais, até o efetivo lançamento de ordens no sistema da corretora e monitoramento dos seus investimentos. Podendo, inclusive, passar por atividades correlatas e cada vez mais integradas como seguros e previdência ou mesmo operações de câmbio.

⁵ Key Employment Law Issues for Financial Services Employers. Lauri F. Rasnick and John F. Fullerton III, Epstein Becker Green, with Practical Law Labor & Employment. 2018. Disponível em: <<https://www.financialservicesemploymentlaw.com/files/2018/05/Key-Employment-Law-Issues-for-Financial-Services-Employers-w-009-5316.pdf>>

Embora, pela regulação da CVM, o consultor de investimentos em tese pudesse ser esse profissional, pois a ele não é vedado o exercício dessas outras atividades, salvo a coleta e intermediação de ordens (em que pese a CVM já ter apontado como possível a existência de sistemas integrados entre consultor, distribuidor e cliente final), faltam incentivos regulatórios atualmente que popularizem essa figura, especialmente que possibilitem que ele auxilie o cliente junto às corretoras sem que o cliente tenha que, mesmo que indiretamente, arcar também com as comissões que seriam devidas ao agente autônomo de investimento. No limite, esse seria até mesmo um incentivo para a popularização da atividade de consultor, e auxiliaria o possível investidor a entender que pagar diretamente por serviços de consultoria traz bastante valor.

Sabemos que, no limite, estamos falando não só do delineamento das funções permitidas ao prestador de serviços, como também da própria competência da CVM para regular algumas das funções de tal profissional, notadamente aquelas anteriores a fase de consultoria de investimentos ou laterais a essa. Contudo, advogamos no sentido de que a competência da CVM é, na verdade, maior do que ela atualmente se utiliza. Para nós, o incentivo do desenvolvimento no mercado de um profissional como esse atende perfeitamente uma das missões da CVM, descrita no inciso I do Art. 4º da Lei 6.385/76, ainda que haja restrições ao conceito de valor mobiliário quando comparado à gama de modalidades e instrumentos de poupança disponíveis:

*“Art . 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:
I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;”*

I.2. Relações entre os profissionais de investimento e as instituições intermediárias

Em nossa análise, tanto a edição do Ofício SMI 04/18⁶, como a iniciativa desta Audiência Pública a qual ora se comenta está ainda mais ligada à atuação das instituições intermediárias do que à dos agentes autônomos.

Com efeito, o crescimento quantitativo da atividade de agente autônomo nos últimos anos, narrada no Edital, aconteceu na esteira do crescimento exponencial, em estrutura, de um grupo bastante pequeno de instituições intermediárias que se tornaram players superpoderosos no mercado. Em nossa visão, o próprio regime regulatório dos agentes

⁶ A respeito do qual temos severas críticas a alguns pontos, especialmente quanto a sua pertinência e abordagem, ainda mais tanto tempo depois da edição da norma e consolidação de determinados modelos de negócio.

autônomos ajuda muito nesse movimento, ao permitir que a instituição intermediária cresça em força de vendas sem a contrapartida da geração de custos trabalhistas, previdenciários e mesmo de estrutura física para comportar tantos profissionais.

Infelizmente, a disparidade de forças entre um grupo cada vez maior de agentes autônomos extremamente sujeitos, por regras regulatórias e contratuais, à disciplina da instituição intermediária ao qual eles se vinculam, e a concentração de mercado que se observa entre as poucas grandes instituições intermediárias, traz, a nosso ver, também consequências malignas para o mercado, que sistematizaremos adiante.

a) Dependência do agente autônomo da instituição intermediária

Naturalmente, o agente autônomo quer, antes de tudo, sobreviver. Quando se trata dos agentes autônomos que trabalham com valores mobiliários em geral, vinculados a uma corretora e tendo, portanto, que conviver com o regime normativo da exclusividade, “sobreviver” adota um sentido mais descritivo: conquistar e manter vínculo contratual com uma das poucas instituições intermediárias mais conhecidas no mercado.

Evidentemente, essa relação é um prato cheio para que as maiores instituições intermediárias exerçam seu poder sobre os agentes autônomos, que têm poucas opções além de aceitar as cláusulas e requisitos impostos pelas corretoras ou pelos grandes escritórios de agentes autônomos, os quais já superaram a barreira de se conectar a uma corretora. Os contratos celebrados entre os agentes e as instituições perdem suas características empresariais e passam a ser quase contratos de adesão, que os agentes autônomos assinam porque somente assim conseguirão prestar seus serviços, concordando ou não com suas disposições e enxergando ou não equilíbrio na relação.

b) Problemas contratuais entre o agente autônomo e as instituições intermediárias, que geram insegurança para o agente autônomo

Uma das consequências do problema da “dependência” supramencionado é a imposição, por parte de algumas corretoras, de cláusulas contratuais abusivas, que versam sobre matérias como: redistribuição das responsabilidades previstas na regulação, praticamente terceirizando determinados riscos e atribuições aos fundadores dos escritórios de agente autônomo; possibilidade de resolução unilateral do contrato, com conseqüente “perda” dos clientes, motivadas por supostas falhas dos agentes autônomos que podem nem se mostrar tão graves a ponto de darem ensejo à resolução do contrato; possibilidade da instituição intermediária utilizar e-mails e outros canais do agente autônomo como se fosse ele, agente, na comunicação com o cliente;

imposição da apresentação de certos produtos e materiais; e até mesmo interferência na constituição societária e acordos de quotistas celebrados dentro da esfera da pessoa jurídica dos agentes autônomos.

Muito embora algumas dessas cláusulas pudessem, no judiciário, ser até mesmo invalidadas, dada a obviedade do abuso constituído, a existência desses contratos e a relação de dependência dos agentes autônomos faz com que essa disciplina contratual dificilmente seja contestada, com prejuízos óbvios para os próprios agentes, o mercado e até mesmo os clientes.

c) Questões contratuais entre o agente autônomo e as instituições intermediárias que dificultam uma política de transparência com o investidor e até facilitam a fuga das restrições normativas

Ainda no contexto da importância da regulação das cláusulas contratuais, chama a atenção o incentivo, dado por algumas instituições intermediárias, a que os sócios de agente autônomo pessoa jurídica criem uma segunda pessoa jurídica, essa com objeto social que remete a atividades acessórias àquelas de agente autônomo, para assim ser possível remunerar os agentes autônomos por essas atividades, como se pudessem ser prestadas de forma descolada da atividade de agente autônomo.

A nosso ver, essa é uma prática já tão disseminada, que não faz sentido não incorporar a intermediação e prestação desses outros serviços ao objeto do agente autônomo, notadamente a intermediação de produtos de previdência, câmbio e seguros. Nesse ponto, defendemos não uma inovação regulatória simplesmente, mas apenas a adequação da norma de agente autônomo a realidade fática do mercado brasileiro.

d) Questões ligadas ao modo de crescimento dos agentes autônomos

Quando pensamos no agente autônomo pessoa natural, consideramos importante que o crescimento quantitativo desses profissionais seja parte de processo lento e contínuo, com visão de longo prazo, ideia que vai de encontro aos movimentos muitas vezes vistos de alarde, por parte das corretoras, das “potencialidades da profissão” e de promessas de ganho rápido ao agente autônomo, bem como bonificações e incentivos, inclusive direcionados por produto, que atraem sobretudo jovens profissionais ou ex-gerentes de instituição financeira que almejam um retorno rápido ou mais significativo em função similar.

Quando se trata das pessoas jurídicas, observa-se um movimento que destoa das funções, limitações e mandato da função de agente autônomo, a “empresarização” da pessoa jurídica AAI. A nosso ver, os AAI pessoa jurídica que admitem sócios com participação (societária e política) insignificante, com poucos direitos, pouca independência, poucas cotas e em grande número, apenas para cumprimento da regulação, acabam por criar, dentro de suas estruturas societárias, uma quarteirização da atividade⁷, regime que não se coaduna com a função que os agentes autônomos têm de prepostos das instituições intermediárias, vez que esses sócios de menor poder dentro da estrutura societária do AAI estarão lidando não só com seus próprios interesses e os interesses da instituição intermediária, mas também com o interesse dos sócios fundadores da AAI PJ – e, portanto, desvirtuando o conceito de uma sociedade simples.

Nesse cenário, melhor seria a admissão do AAI PJ com natureza empresária, assim como a autorização de que fossem contratados AAI PF funcionários, os quais teriam de cumprir as diretrizes da sociedade e galgar seu espaço antes de eventual assunção da posição de sócios.

Aproveitamos para lembrar que, por mais que as experiências estrangeiras, dos “registered representatives” americanos e dos “tied agents” europeus permita que essas figuras estejam sob a forma de pessoa jurídicas, essas legislações foram criadas considerando uma figura de “agente autônomo” ainda mais vinculada às instituições intermediárias, tendo em vista que é aplicável principalmente aos empregados que figurem como “pessoal de venda” dessas instituições.

Por outro lado, não advogamos por uma regulação que ponha fim aos processos naturais do mercado, e sim por uma que traga segurança para dentro de modelos já criados, oferecendo alternativas aos regulados e, assim, prevenindo a ocorrência de simulações ou interpretações *contra legis*. É por isso que defenderemos mais adiante diferentes classificações para diferentes tipos de profissionais.

II. Sugestões não segmentadas por profissional

Mais adiante, traremos sugestões específicas por segmento. Agora, nessa seção, disporemos sobre conceitos e normas gerais que devem ser válidas e abrangem as atividades dos agentes autônomos, das instituições intermediárias e até de consultores de investimento.

⁷ A Corretora terceiriza para a sociedade de agente autônomo as atividades que, por sua vez, serve de blindagem para a primeira dos riscos dessa nova camada de agentes, os quais não seriam aceitos diretamente pela corretora.

Nossa expectativa é que essas sugestões não se tornem mero “entendimento do mercado”, e sim que as ideias estejam claramente refletidas na norma, positivadas, especialmente tendo em vista que, em nossa experiência, o mercado funcionará melhor com uma norma simples e direta, que abranja o máximo de possibilidades e não dependa de “interpretações” posteriores para que seja concreta, devendo se evitar ao máximo as normas abertas, até mesmo de conduta, dado que, em última análise, todas versam sobre um único tema: o cliente não pode e não deve ser prejudicado ou lesado e para isso nada melhor que a livre concorrência para separar os bons dos maus profissionais. Por outro lado, o excesso de normas, processos e exigências muitas vezes retiram o bom profissional do mercado, que não se sente confortável em atuar nessas bases, e continuam atraindo o mau profissional, que pelo caráter efêmero do seu negócio é capaz de tomar os riscos de não ter as evidências concretas do estreito cumprimento das normas.

II.1. Admissão normativa de que o cliente é sempre também do agente autônomo, em qualquer futura categoria da profissão

Conforme referido no item I.1., b, entender que o cliente não é do agente autônomo é uma ficção jurídica que traz efeitos maléficos ao mercado.

O principal valor do agente autônomo para a instituição intermediária é exatamente o de trazer o cliente para a instituição - é por isso que a instituição intermediária tem tanto interesse em trazer cada vez mais agentes autônomos - e de manter o cliente satisfeito enquanto estiver sendo atendido naquela instituição intermediária. É o agente autônomo o responsável por fazer com que o cliente queira continuar os dois vínculos, o com o próprio agente autônomo e com a instituição contratante. Aliás, a escolha da segunda decorre muitas vezes do laço com o primeiro, portanto é inegável que o cliente é sim do agente autônomo e não há disposição normativa capaz de confrontar a realidade.

Quando a regulação interfere nessa dinâmica, não aceitando que o agente autônomo tenha o cliente também como seu, o agente autônomo fica ainda mais à mercê da instituição contratante, aumentando a dependência mencionada no item I.2, “a”. Isso afeta também o cliente, que perde a prerrogativa exclusiva de escolher seu agente autônomo, dado que se vê casos em que a corretora ao descredenciar um agente autônomo faz tal escolha pelos clientes, em total afronta ao sigilo bancário e a lógica de que, se são autônomos, fazer uso deles ou não deveria ser prerrogativa exclusiva do cliente.

Nesse sentido, rogamos que em futura Instrução regulando a atividade dos agentes autônomos conste expressamente a ideia de que o cliente também é, sempre, do agente autônomo, não podendo tal lógica ser afastada.

II.2. Estabelecimento, pela regulação, de limites e obrigações contratuais entre a instituição intermediária e os agentes autônomos e outros prestadores de serviço

Considerando os problemas evidenciados nos itens I.2., “a”, “b”, “c”, não vemos outra saída que não a imposição, pela CVM, de limites contratuais bastante estritos às contratações entre as instituições intermediárias e os agentes autônomos e, mais importante, a fiscalização desses vínculos contratuais. No limite a adoção de um instrumento padronizado, direto e simples.

Algumas das limitações seriam:

- vedação a que a instituição intermediária pague incentivos e bonificações para estimular a oferta desse ou daquele produto se alcançados determinados níveis de captação. É bem verdade que seria bastante adequado que tal vedação viesse acompanhada de limitação similar nas agências bancárias, nas quais tal prática é flagrante e há muito discutida até mesmo na esfera sindical;
- vedação a que a instituição intermediária interfira na estrutura societária do agente autônomo ou de outros prestadores de serviço relacionados;
- vedação a que a instituição intermediária interfira nos vínculos do agente autônomo com o cliente, sendo vedada cláusula que impeça o agente autônomo de deixar o cliente segui-lo pós eventual resolução do vínculo contratual com a instituição intermediária, vedado o redirecionamento automático do cliente para outro agente autônomo sem manifestação expressa do próprio, também pós eventual resolução do vínculo contratual com a instituição intermediária; vedar que a instituição intermediária se comunique com o cliente em nome do agente autônomo, sem a aprovação desse;
- vedação a que a instituição intermediária escolha ou pretira agentes autônomos ou outros profissionais praticando taxas diferentes entre eles para um mesmo produto ou tipo de relação. Esse controle seria feito pelo fornecimento, pela corretora, de lista aberta de taxas/comissões pagas aos agentes autônomos e demais prestadores por serviço/produto/operação, o que também corrobora para transparência no mercado e visualização dos eventuais conflitos de interesse a que está sujeito o agente autônomo;

- vedação a que a instituição intermediária discrimine agentes autônomos, escolhendo não contratar com agentes autônomos que atendam, no mínimo, os mesmos requisitos técnicos e de probidade que outros que já tenham vínculo com a instituição intermediária. Nesse caso, justificamos a limitação do princípio da liberdade de contratar pela função social que hoje as instituições intermediárias exercem no mercado, especialmente considerando seu pouco número;

- em linha com a mesma justificativa supracitada, obrigação de que a instituição intermediária contrate de forma justa, NECESSARIAMENTE com todas as categorias de agentes autônomos que forem criadas, impedindo que a corretora contrate somente com os agentes autônomos que têm exclusividade. A única diferenciação possível entre as taxas e comissões pagas às diversas categorias de agentes autônomos seria o pagamento de um “prêmio de exclusividade”, se for do interesse da corretora, devido somente aos agentes autônomos que trabalharem sob o regime de exclusividade, e necessariamente não apurado de forma relacionada, direta ou indiretamente, ao volume investido com a corretora através do agente autônomo ou às movimentações feitas em contas de clientes desse;

- obrigação de que a instituição intermediária crie um canal, mecanismos e estrutura para que o consultor de investimento, se quiser, possa receber do cliente e direcionar à corretora ordens do cliente, de forma similar ao agente autônomo, na plataforma da corretora, sem custo adicional para o cliente ou o consultor. Esse consultor também teria seu nome veiculado no site da corretora, mas em espaço separado. Nesse caso, o valor que remuneraria o AAI, que não fará parte das operações em que figurar um consultor, deve voltar como desconto para o cliente pela não utilização do serviço do AAI.

III. Segmentação por profissional

Pensando em como atender aos diversos modelos de agentes autônomos existentes, às demandas relacionadas às estruturas societárias e à independência dos agentes autônomos frente as instituições intermediárias e também as questões de transparência e proteção do investidor, conforme preocupação demonstrada pela CVM no Edital, propomos uma segmentação em três diversos profissionais, já considerando a reforma da disciplina dos consultores de investimento. Discorreremos também sobre os ônus e bônus de cada uma dessas funções, descrevendo o quadro abaixo.

Classificação	Atuação	Dever fiduciário?	Remuneração?	Exclusividade?	Objeto no caso de PJ	Estrutura Societária?
Agente de distribuição vinculado	Pode estar ligado a instituição integrante do sistema de distribuição ou ser simplesmente promotor de produtos de instituição financeira, sem necessariamente receber ordens. Nome vinculado ao da instituição.	Não. Muito disclaimer quanto a isso ao cliente.	Se for por operação, deve dar, antes de cada operação, disclaimer de que é comissionado por operação. Punições severas em caso de gestão ou de falta de transparência de que a posição do Agente é de comercial/vendedor comissionado. Ou por valor investido no produto que representa/instituição, pode dar consultoria incidental. Todos os produtos tem que ter a mesma taxa para todos os Agentes.	Sim, em quaisquer produtos.	O objeto pode comportar atividades correlatas e voltadas para o mesmo conglomerado financeiro que está ligado, incluindo atividades anexas a prestação de serviço (preparação de documentos, correspondente de IF). Pode fazer câmbio como correspondente bancário da IF a que está vinculado, e ser corretor de seguros/previdência se for autorizado SUSEP, desde que vinculado a IF. Todos as taxas recebidas e formas de remuneração têm de constar em lista aberta.	Não pode ser empresária. Não pode estar ligada nem sob controle comum de sociedades de outros ramos do mercado nem sociedades anexas à atividade. A participação societária do sócio com menos quotas não pode ser inferior a 10% da participação do sócio com mais quotas.
Agente de distribuição não vinculado	Trabalha para a corretora de forma não exclusiva – seguindo procedimentos da corretora para cadastro e PLD, e também para gestora, fundo, administradora. Pode dar consultoria incidental, não tem que ficar com o nome ligado à instituição.	Sim. Através do dever fiduciário é que se justifica a não exclusividade.	Só pode ser remunerado por valor investido, nas mesmas taxas do vinculado, não por operação. Corretora obrigada a contratar com todos que atendam os requisitos mínimos.	Não. Adoção de políticas próprias ligadas a transparência em caso de conflitos e conduta.	O objeto pode comportar atividades correlatas e voltadas para o mesmo conglomerado financeiro que mantém vínculo contratual, incluindo atividades anexas a prestação de serviço (preparação de documentos, correspondente de IF). Pode fazer câmbio como correspondente bancário da IF com o qual mantém vínculo contratual, e ser corretor de seguros/previdência se for autorizado SUSEP, desde que vinculado a IF. Todos as taxas recebidas e formas de remuneração têm de constar em lista aberta no site das instituições a que estiver vinculado. Nunca cobra qualquer remuneração do cliente, mesmo pelos serviços não prestados no escopo de agente autônomo. Pode ter também planejamento financeiro, renegociação de dívidas e atividades educativas no objeto, mas as atividades não poderão ser onerosas para o cliente.	Pode ser empresária e contratar pessoas que atuam sob supervisão, sendo que se tiverem contato direto com o cliente os contratados precisam ser AAI-PF. Não pode estar ligada ou sob controle comum de sociedades de outros ramos do mercado de capitais nem anexas à atividade.
Consultor independente	Trabalha para o cliente	Sim	Corretora não pode colocar agente autônomo para clientes que tenham seu consultor cadastrado na plataforma, o valor que remuneraria o AAI sai como taxa de desconto para o cliente.	Não	Pode ter no objeto o mesmo do agente de distribuição não vinculado. É o único dos três que pode ter também planejamento financeiro, renegociação de dívidas e atividades educativas no objeto de forma onerosa. Pode ter diferentes áreas.	Pode estar ligada a outras sociedades do ramo, desde que não sejam instituições financeiras.

III.1 Agente de distribuição vinculado – em que difere do agente autônomo?

a) Inicialmente, há que se notar que o nome “agente autônomo”, em nossa proposta, seria definitivamente extinto, pelas possíveis confusões que traz, conforme explicitado no item I.1., “a”, e também para que seja feito um marco regulatório que realmente mude o *mindset* dos clientes, de modo que eles entendam que houve mudanças na atuação do profissional que antes conheciam como agente autônomo.

b) A atuação do agente deve estar permeada por disclaimers obrigatórios e mais enfáticos. Um, quanto à inexistência de dever fiduciário. Outro, aplicável quando o agente for remunerado por operação, de que é comissionado por operação.

c) A exclusividade passa a abranger qualquer produto, inclusive cotas de fundo de investimento, para esse segmento em específico.

d) A estrutura societária fica mais rígida: o agente de distribuição vinculado PJ não pode estar ligado, nem sob controle comum, a sociedade de outros ramos do mercado, nem sociedades anexas à atividade, exatamente para que não haja fraude, desvirtuamento ou simulação do regime de transparência das comissões. A participação societária do sócio minoritário não pode ser inferior a 10% da participação do sócio majoritário, evitando a “quarteirização” da atividade, já comentada aqui. Em contrapartida, o objeto do agente de distribuição vinculado PJ fica mais amplo, mas todas as atividades ali descritas estão também vinculadas à instituição intermediária, passando a abranger as atividades que normalmente são remuneradas pelas instituições intermediárias aos agentes autônomos via sociedades sob controle comum.

e) A corretora fica vedada de pagar comissões diferentes para produtos diferentes, dentro da mesma natureza, para que não possa praticar incentivos perversos, como incentivar comissões maiores em produtos que ela tem mais interesse em vender. A lista de todas as comissões, taxas e remunerações pagas por agente autônomo deverá estar aberta no site da corretora. Outras remunerações envolvendo a corretora na operação, assim como eventual spread entre a negociação primária e secundária, recebido pela corretora ou pessoa ligada, também devem estar transparentes.

III.2 Agente de distribuição não vinculado – em que difere do agente autônomo?

a) A maior marca do agente de distribuição não vinculado é que, nesse caso, não há exclusividade com a instituição intermediária e ele pode dar mais orientações ao cliente, em razão de seu dever fiduciário. Essa liberalidade é compensada com três limitações: (i) o agente tem muito mais responsabilidade, pois passará a ter dever fiduciário com os clientes; (ii) o agente deve estabelecer políticas próprias de comunicação de conflito de interesses e escolha de instituição intermediária para realização de operações que dependam de uma; (iii) o agente só pode ser remunerado pela corretora por valor investido do cliente, tendo garantia que será remunerado pelas mesmas taxas do agente vinculado que só é remunerado por valor investido.

b) Em relação à estrutura societária, essa é mais permissiva, pois pode ser empresária e contratar pessoas que atuam sob supervisão (desde que habilitadas na pessoa física

quando em contato direto com o cliente), não sendo necessário que todos sejam sócios. Não obstante, não pode estar ligado ou sob controle comum de sociedades de outros ramos do mercado de capitais nem anexos à atividade, para que necessariamente haja transparência das taxas recebidas e não haja ganhos indiretos.

c) Em contrapartida a impossibilidade de estar vinculado a outras sociedades, o objeto pode comportar atividades correlatas e voltadas para o(s) mesmo(s) conglomerado(s) financeiro(s) que mantem vínculo contratual. Todas as taxas recebidas e formas de remuneração têm de constar em lista aberta no site das instituições a que estiver vinculado.

d) O agente de distribuição não vinculado nunca pode cobrar qualquer remuneração do cliente, mesmo pelos serviços não prestados no escopo de agente autônomo. Embora possa ter planejamento financeiro, renegociação de dívidas e atividades educativas no objeto, essas atividades não devem ser onerosas para o cliente, podendo ser usadas somente como chamariz para fidelização de longo prazo.

e) Outra grande novidade para o agente de distribuição não vinculado é a possibilidade de que o agente possa ser contratado diretamente por fundos de investimento, representados pelo administrador, conforme Art. 78, § 2º, inciso IV da Instrução CVM nº 555/14, para distribuição de suas cotas. Essa abertura permitiria uma série de modelos de negócio em que o planejamento e educação financeira são mais importantes que a escolha do produto em si. Seria um marco ao incentivo de poupança de longo prazo, com elevada dose de segurança, na medida em que o produto aplicado são cotas de fundos de investimento, os quais já tem um controle regulatório elevado e preocupações com diversificação, em razão, por exemplo, dos limites por emissor e modalidades de ativo da Instrução 555 acima citada.

A aplicação nas cotas de fundos só poderia ser identificada, nunca por conta e ordem, e o agente deve ter política de recebimento e manutenção de arquivo de ordens, assim como de cadastro e PLD. O agente imputaria as ordens diretamente no sistema do administrador, conforme disposto em contrato com o fundo, com a interveniência desse último, sendo responsabilidade desse último a manutenção dos dados do cotista e responsabilidades como retenção tributária e envio de extrato, em linha com a Instrução 555/14.

Embora de fato seja uma sugestão inovadora, lembramos que já há uma “distribuição sui generis” que é aquela praticada pelos gestores de fundo de investimento, conforme disciplina da Instrução CVM nº 558/15, sendo replicadas para o agente as mesmas regras do Art. 30, caput e incisos I e II. A disciplina da Instrução CVM nº 301/99 também

deveria, é claro, ser seguida. E mais, o agente autônomo de investimento está listado no Artigo 15 da Lei 6.385, logo, indubitavelmente, compõe o sistema de distribuição.

Além disso, reforçamos que fundos são, de modo geral, mais simples e mais adequados aos objetivos do investidor de varejo⁸, especialmente aqueles de longo prazo, além de já serem um produto com mecanismo já “embutido” de diversificação de riscos, através da diversificação de portfólio. Assim, comprar cotas de fundo com um agente não vinculado, que tem dever fiduciário com o investidor mas não é remunerado por ele, pode ser uma ótima opção para o investidor de varejo que realmente está começando no mercado e não tem interesse ou patrimônio que valha a pena a contratação de serviço pago de assessoria de investimento. Por outro lado, os serviços correlatos de planejamento e educação financeira se constituiriam o possível diferencial desse profissional.

III.3. Consultor novo – em que difere do regime antigo?

a) O consultor, no novo regime, ganha proteção normativa para que a instituição intermediária aceite contratar com ele em condições favoráveis ao crescimento da sua atividade, dando ao seu cliente o “desconto” pela não utilização do agente autônomo no valor da taxa que remuneraria esse profissional. Assim, o cliente pode passar a ter no consultor um valor, mais do que um gasto direto, já que esse profissional, como dito, hoje sofre concorrência dos agentes autônomos, e suas funções não foram popularizadas como a dos agentes autônomos.

b) O consultor continua com objeto bastante livre, mas ganha também a função de recepção e lançamento de ordens, desde que tenha interesse na atividade e adote os controles que a instituição intermediária achar necessário para tal. A instituição

⁸ “(...), fundos de investimento contam com mecanismos de proteção muito mais alinhados com as necessidades dos investidores de varejo. Seus prestadores de serviço são credenciados junto às autoridades regulatórias após exigente análise, bem como supervisionados; há redundância de controle e gatekeepers, além de auditoria independente; aos fundos é imposta regulação que define limites rígidos para investimentos por emissor e modalidade de ativos, bem como disclosure da política, estratégia e objetivo de investimento; o gestor de suas carteiras gerencia o risco de forma profissional, sendo incentivado a fazer a diversificação da carteira, e deve ter o conhecimento técnico necessário para tomar as decisões de investimento, além de ter de adotar mecanismos de stop loss.

Essas características tornam o fundo um investimento bastante coerente com objetivos de médio a longo prazo, e exigem do investidor acompanhamento com periodicidade bastante inferior à de um investimento direto. Seus cotistas contam, em suma, com a oportunidade de acesso à prestação de serviços feita por profissionais de alto nível, muitas vezes os mesmos que atendem as carteiras voltadas aos investidores profissionais.” MONTOVANELLI, Sabrina; BENZECRY, Leandro (autocitação). UM REGULAMENTO DE FUNDO DE INVESTIMENTO EFETIVO: o primeiro passo do Brasil na implantação do key disclosure. 2019. Acervo pessoal.

intermediária é obrigada a abrir espaço para esses profissionais, sem custo para ele ou para os clientes.

c) O consultor pode dividir suas atividades em diferentes áreas dentro de seu objeto social ou separá-las em sociedades ligadas e/ou sob controle comum, desde que não sejam instituições financeiras, para que não haja incentivos malignos na atuação do consultor, e seja tratado adequadamente todo e qualquer potencial conflito.

Últimas considerações

Com essas iniciativas, acreditamos que será possível administrar as liberdades dos prestadores de serviço, ao mesmo tempo esses poderão optar entre modelos mais flexíveis. Também vislumbramos ganhos do ponto de vista concorrencial, com eventual redução da concentração hoje existente e maior equidade entre os diferentes agentes. Assim, a CVM pode intervir menos via interpretações da norma, e passar a focar em fiscalização e punição, criando maior segurança jurídica no mercado e reduzindo custos de transação.

Esperamos ter contribuído no processo reflexão para construção de uma nova regulação para os agentes autônomos de investimento e consultores de investimentos, bem como no desenvolvimento do mercado, pelo que agradecemos a oportunidade dada por esta Douta Autarquia.

Permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,

BENZECRY E PITTA ADVOCACIA ESPECIALIZADA

Leandro Salztrager Benzecry

Sabrina G. Montovanelli