

**À Comissão de Valores Mobiliários (CVM)**

**REF: AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 03/19**

**Rio de Janeiro, 30 de agosto de 2019.**

Prezados, venho por meio desta expressar o meu juízo e as minhas opiniões a respeito da audiência pública SDM Nº 03/19, cujo principal objetivo é a modernização da norma que dispõe sobre os agentes autônomos de investimento – AAI e o aprimoramento da atividade de distribuição de valores mobiliários.

### **1. Considerações Iniciais**

A atividade de AAI sofreu um processo de transformação muito significativo desde a publicação da Instrução CVM nº 497, de 03 de junho de 2011. Tendo com pano de fundo o surgimento, e a rápida expansão das corretoras / plataformas de investimento, a atividade profissional dos agentes autônomos ganhou uma dimensão muito mais profunda do que historicamente havia sido.

Como a CVM bem observou em seu edital: *“outra dinâmica observada foi o aumento de agentes autônomos pessoas jurídicas de maior porte e estrutura, que convivem com a vedação à constituição de AAI pessoa jurídica sob a forma de sociedade empresária e, como visto, a organização unicamente sob a forma de sociedade simples, que não é vocacionada para o desenvolvimento de atividade empresarial de grande porte”*

Ao mesmo tempo em que a parceria com os agente autônomos de investimento permitiu com que as corretoras atingissem uma capilaridade inédita no território nacional, característica que anteriormente era restrita às grandes instituições bancárias.

Por fim, essa dinâmica gerou benefícios significativos ao desenvolvimento do mercado de capitais no país, com a ampliação da oferta aos investidores de produtos antes restritos ao público de *private banking*, tal como criou múltiplos canais de distribuição aos gestores que buscam ofertar seus produtos, e ao mercado de renda fixa que busca a colocação dos seus papéis de crédito privado.

## **2. Constituição de AAI pessoa jurídica restrita a sociedades simples**

Como a CVM destacou em seu Edital, a expansão da atividade dos agentes autônomos, as pessoas jurídicas constituídas sob a forma de sociedade simples podem ter alcançado seu limite em função do elevado número de sócios que podem vir a possuir.

Concordo plenamente com a afirmação da CVM nesse sentido. As sociedades de AAI alcançaram volumes extremamente significativos de patrimônio sob distribuição.

Já temos o registro de alguns escritórios, ligados principalmente à XP Investimentos, com volumes superiores a R\$ 1 bilhão em carteiras. Tais sociedades ficam “amarradas” pela legislação atual no que diz respeito à contratação de novos agentes, sendo obrigadas a colocar em seus quadros societários cada novo membro admitido.

Se por um lado esse modelo é vantajoso para os agentes, visto que a remuneração via dividendos tem uma carga tributária inferior à remuneração via CLT, por outro lado esse modelo “engessa” a gestão empresarial da sociedade de AAI..

Dado esse contexto, a CVM levanta o seguinte questionamento:

***“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?”***

Em minha opinião, a CVM deveria liberar a permissão para que as sociedades de AAI pudessem adotar livremente formas de sociedades empresárias. Tais sociedades deveriam ter a prerrogativa de escolher qual seria a melhor forma de vínculo entre elas e os seus membros.

Obviamente, deveria ser observado que qualquer membro da sociedade (sócio ou contratado) como agente autônomo para exercer atividade fim, tivesse a devida certificação da ANCORD, tal como as certificações cabíveis já exigidas pela própria B3, dentro do programa de supervisão da BSM.

Acredito que isso permitiria às sociedades mais flexibilidade em sua gestão empresarial, admitindo inclusive a participação de sócios capitalistas, sem contanto “relaxar” os padrões fiduciários aos quais as mesmas já se encontram submetidas.

***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?***

Não vejo a “flexibilização” do quadro societário uma ameaça ou enfraquecimento à atual condição de preposição que os AAI têm em relação ao intermediário. Tal vínculo já está devidamente maduro no atual estágio de evolução do mercado financeiro doméstico. A sociedade de AAI seguirá existindo como entidade jurídica, sujeita às mesmas regulações já cabíveis. Quaisquer não conformidades poderão levar, em casos mais graves, ao rompimento do contrato com o intermediário, inabilitando automaticamente o AAI de seguir exercendo as suas funções.

***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 acredito que tal segmentação seja efetiva na prática. Em minha opinião a “flexibilização” do quadro societário já resolveria grande parte das questões levantadas hoje pelas sociedades de AAI. Vejo qualquer segmentação como seriamente suscetível a questionamentos jurídicos, tal como enxergo uma grande dificuldade em estabelecer

um critério objetivo para estabelecer tal segmentação, visto que critérios tais como AUM (volume sob distribuição) ou número de sócios na empresa são métricas voláteis, que não estão exatamente sob controle dos gestores das sociedades.

### **3. Exclusividade**

Em seu edital a CVM levanta de forma bastante correta, os seguintes pontos:

*“Ainda que amplamente justificada quando da edição da Instrução CVM 497, a exigência de exclusividade vem sendo a cada dia mais desafiada e há quem alegue que ela possa inibir a concorrência no mercado de distribuição.*

*Isso se daria porque intermediários novos e de menor porte teriam grandes dificuldades de atrair e contratar agentes autônomos de investimento para suas plataformas na medida em que estes são remunerados por meio de comissões proporcionais ao volume captado e, dada a imposição da exclusividade, tendem a buscar e manter seus vínculos com os intermediários maiores em função da perspectiva de ganhos mais expressivos.*

*Dado o papel fundamental dos agentes autônomos na captação de novos clientes, a dificuldade de contratá-los em decorrência da exigência de exclusividade poderia restringir a concorrência no segmento ao limitar o número de distribuidores por meio de aumento significativo nos custos de entrada no mercado. Isto aumentaria o poder de mercado das corretoras maiores e já estabelecidas, em detrimento tanto dos clientes investidores, que podem ficar sujeitos a maiores taxas de administração de suas aplicações, como dos ofertantes (bancos de pequeno e médio porte, empresas emissoras de títulos privados etc), que terão menos condições de negociar a distribuição de seus ativos”*

Concordo plenamente com a linha de raciocínio exposta pela CVM. De fato alguns participantes do mercado atingiram uma massa crítica tão grande, que isso prejudica seriamente a atuação de participantes menores, criando significativas barreiras para novos entrantes.

Estabeleceu-se claramente uma dinâmica de oligopólio, com uma firma dominante. Trata-se de uma dinâmica negativa, que resulta até mesmo em entrantes com grande capacidade financeira encontrando uma séria dificuldade para se estabelecer no mercado.

Dado esse contexto, a CVM levanta os seguintes questionamentos:

***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?***

Sem sombra de dúvida a exclusividade, mesmo que restrita à atividade de corretagem é um fator inibidor da concorrência. Não vejo a atuação de intermediários sendo prejudicada pelo fim da exclusividade na contratação dos AAI.

***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.***

Em minha opinião, tal sugestão seria externamente prejudicial ao mercado, que já vem enfrentando barreiras significativas para a atuação de novos entrantes. O pouco poder de barganha que os AAI ainda têm seria significativamente diminuído com a implementação dessa norma.

***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)?***

Quaisquer salvaguardas nesse sentido, por mais pertinentes sejam, não podem desconsiderar o fato, de que em sua grande maioria, os escritórios de AAI são organizações pequenas, de acordo com a própria CVM 929 escritórios contam com até 5 pessoas. 473 são sociedades unipessoais! De tal forma, a adoção de uma estrutura de controles mais robusta seria impossível de ser implementada por grande parte do mercado de AAI. Por consequência, acredito que a função de supervisão e controle deveria ficar a cargo do intermediário contratante, e da própria B3, que através da BSM já exerce um amplo trabalho supervisão 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?***

Ao AAI deveria ser requisitado a disponibilização, através de sitio na Internet, as informações a respeito dos vínculos existentes com os diversos contratantes, da mesma forma que tal obrigatoriedade já existe para as instituições financeiras contratantes.

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

Não acredito que tal segmentação seja efetiva na pratica. Em minha opinião a “flexibilização” do quadro societário já resolveria grande parte das questões levantadas hoje pelas sociedades de AAI. Vejo qualquer segmentação como seriamente suscetível a questionamentos jurídicos, tal como enxergo uma grande dificuldade em estabelecer um critério objetivo para estabelecer tal segmentação, visto que critérios tais como AUM (volume sob distribuição) ou número de sócios na empresa são métricas voláteis, que não estão sob controle dos gestores das sociedades.

***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?***

***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?***

A responsabilidade dos intermediários deveria ser restrita às atividades exercidas dentro do seu ambiente de negociação. Em um contexto de não exclusividade, caso o AAI incorra em alguma irregularidade, o intermediário deveria responder de forma objetiva ou subjetivamente, em função da irregularidade ocorrida dentro do seu ambiente de negociação. O fato da não existir exclusividade não deve alterar em nada os demais direitos e obrigações atualmente existentes.

#### **4. Transparência**

Em minha opinião, esse ponto levantado pela CVM é extremamente pertinente no atual estágio de desenvolvimento do mercado brasileiro. Os pontos levantados pelo edital não poderia ser mais precisos:

*“A atuação do agente autônomo é, sem dúvida, permeada por conflitos de interesses. Ele tem incentivos para vender os produtos financeiros que geram maior comissão (ou “rebates”) e tem interesse que o cliente faça o maior número de operações possível, gerando corretagem, o que nem sempre pode ser do melhor interesse do cliente. A CVM não está afirmando que no mercado brasileiro os agentes autônomos ajam preponderantemente sob tais motivações, mas apenas reconhece que o conflito de interesses é inerente à sua atuação.”*

*“A atividade do consultor de valores mobiliários, por outro lado, é mais diretamente voltada à satisfação dos interesses do cliente, sendo inclusive vedado o recebimento pelo consultor de quaisquer comissões ou “rebates”. Assim, o cliente precisa estar satisfeito com o serviço para valorizá-lo e pagar por ele”*

Dessa forma, é imprescindível dar mais transparência à remuneração que de fato é recebida pelo autônomo no exercício das suas atividades.

Na teoria os agentes autônomos não poderiam exercer atividade de gestão de carteiras, porém, na prática estabelece-se um vínculo de confiança entre o autônomo e seus clientes, que os leva seguirem quaisquer recomendações vindas do seu assessor, sem questionar o real motivo por trás de tal recomendação.

Na prática, o conflito de interesses no exercício das atividades desempenhas pelo autônomo é flagrante, e muitas vezes o melhor interesse do cliente final pode ficar em segundo plano, dado os perversos incentivos existentes para que a carteira seja “girada”, e gere volumes de compra e de venda.

***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?***

Em minha opinião, a forma de adereçar esse conflito, e dar mais transparência à atividade do autônomo é muito simples. No recebimento que qualquer ordem, o autônomo sempre tem que deixar registrado, via telefone ou e-mail, os parâmetros da ordem, tal como volume, quantidade, preço limite, etc. Bastaria que, nessa mesma ordem, o autônomo deixasse claro a remuneração que estará recebendo com aquela operação. Dessa forma o cliente ficaria sabendo que existe uma remuneração pelo trabalho do autônomo (não existe almoço grátis) e poderia avaliar, se, de fato aquela ordem é de seu melhor interesse ou não.

***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?***



Em minha opinião esse é um processo que se dará naturalmente. Caso os conflitos de interesse inerentes ao exercício da atividade de autônomo fiquem expostos, não tenho muitas dúvidas que ocorrerá uma grande migração de clientes, e de profissionais para um modelo de cobrança sobre o patrimônio (fee), onde os interesses do cliente estejam mais alinhados aos interesses do agente autônomo.

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

Em minha opinião esse edital foi extremamente assertivo no tocante aos principais dilemas e transformações pelas quais a indústria de distribuição e de agentes autônomos tem passado nos últimos anos. Os pontos levantados foram muito claros, e acredito que o resultado dessa audiência contribuirá para o aperfeiçoamento das atividades dos agentes autônomos de investimento, e do mercado financeiro brasileiro como um todo.

**Luiz Felipe Cruz , CFP, CGA**

**CPF: 088.295.557-89**