



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 03/19

Prazo: 30 de agosto de 2019

Objeto: Convite para apresentação de 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.

1. Introdução

Os agentes autônomos de investimento (“AAI” ou “agentes autônomos”) desempenham importante papel na expansão e no funcionamento do mercado de capitais brasileiro. A atividade é regulamentada pela Instrução CVM nº 497, de 3 de junho de 2011, a qual substituiu o marco regulamentar anterior, a Instrução CVM nº 434, de 22 de junho de 2006.

Passados oito anos desde a edição do atual arcabouço regulatório, a CVM vem a público solicitar manifestações relacionadas a possíveis mudanças nas regras vigentes, em linha com os questionamentos presentes neste Edital. As percepções recebidas dos participantes servirão de insumo e auxiliarão no eventual aperfeiçoamento de alguns dispositivos da norma em vigor e no aprimoramento da atividade de distribuição de valores mobiliários.

Este tipo de consulta de natureza conceitual, ao contrário das audiências públicas usualmente realizadas pela CVM, não está associada a uma minuta de instrução específica, mas a CVM entende que as ponderações e comentários do público podem ser de extrema valia na sinalização de possíveis opções regulatórias a serem consideradas.

Os comentários recebidos serão disponibilizados no endereço eletrônico da CVM, mas, ao contrário das demais audiências realizadas, não será, necessariamente, elaborado Relatório de Audiência Pública consolidando e analisando tais sugestões. O mercado e os participantes que contribuírem nesta ocasião observarão o resultado dessa iniciativa por ocasião da futura proposta de alteração da Instrução CVM 497, que refletirá o posicionamento da Comissão em relação às sugestões recebidas. Ademais, destaca-se que as contribuições também servirão de insumo para a análise de impacto regulatório que será realizada pela CVM no que se refere à conveniência da manutenção da exigência de exclusividade, (mais informações no item 5.2 do presente Edital).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 03/2019

Vale acrescentar, ainda, que parte do conteúdo desta consulta reflete comentários recebidos de associações de mercado no âmbito do Projeto Estratégico de Redução de Custos de Observância, que vem sendo conduzido pela Autarquia, bem como leva em consideração as diversas implicações que envolveram a discussão concorrencial quando da operação envolvendo a XP Investimentos S.A. e o Itaú Unibanco Holding S.A.

2. Edital de Audiência Pública 03/10 – Cenário em 2010 e objetivos da Instrução CVM 497

O Edital de audiência pública SDM nº 03/10, que antecedeu a edição da Instrução CVM 497, pontuou determinados aspectos importantes para a correta contextualização e motivação do texto da citada instrução.

O referido documento relatava que a estrutura de distribuição por meio da atuação dos AAI demandava cuidados na medida em que tal agente, de um lado, era preposto do intermediário, exercendo função eminentemente comercial – sendo remunerado a partir da movimentação dos clientes captados – e, de outro lado, era depositário da confiança de tais clientes e assumia, perante estes, em situação de conflitos de interesses, funções de consultoria e mesmo de gestão de carteira.

Ademais, prosseguia o citado Edital, era comum o entendimento equivocado de que os investidores trazidos pelos AAI para operar em um intermediário eram, na verdade, clientes dos primeiros, estando vinculados aos intermediários somente pela necessidade de acesso ao mercado. Isso levava ainda à impressão, igualmente equivocada, de que os intermediários prestavam serviços acessórios, sendo essa percepção uma flagrante distorção da regulamentação já existente e um risco ao mercado.

Aquele quadro poderia gerar riscos significativos, uma vez que os clientes tinham dificuldades para, em caso de ocorrência de problemas diversos, comprovarem o ocorrido ou para recorrerem às salvaguardas institucionais (como o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos), sem saber sequer quem era o verdadeiro responsável.

Os AAI eram chamados a assumir responsabilidades, inclusive de ordem financeira, que não se coadunavam com as atividades por eles desenvolvidas. As corretoras, por fim, não apenas assumiam riscos perante os reguladores e as entidades autorreguladoras a que estavam vinculadas, como também, e especialmente, perdiam a capacidade de administrar de maneira adequada a sua exposição aos clientes.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 03/2019

A proteção dos interesses do cliente, dispunha o citado Edital, seria construída a partir da criação de obrigações e de responsabilidades para os intermediários. Estes, ademais, em seu papel de **gatekeepers**, seriam obrigados a acompanhar as atividades dos seus clientes também para fins de comunicação aos reguladores em caso de eventuais irregularidades. Não deveria haver dúvidas quanto ao papel eminentemente comercial dos AAI.

Desse modo, a Instrução CVM 497 teve como um de seus principais objetivos corrigir estas distorções. Ela esclarece que o intermediário é igualmente responsável por todos os seus clientes, tendo eles sido captados por meio de seus empregados ou por agentes autônomos. A Instrução CVM 434 já lidava com muitas dessas questões e vedava, por exemplo, a representação de clientes pelos agentes autônomos, para quaisquer fins, e a administração de carteira dos clientes.

Essas disposições já tornavam irregulares algumas práticas disseminadas no mercado há mais de uma década, como a gestão propriamente dita (por meio da emissão de ordens pelos agentes autônomos de investimento ou do uso, por eles, das senhas de **home broker** dos próprios clientes), ou como a indicação dos agentes autônomos, nas fichas cadastrais dos clientes por eles apresentados, como representantes destes para diversas finalidades. Assim, o Edital relatava que, de algum modo, a própria dinâmica do mercado havia feito com que muitos dos dispositivos da Instrução CVM 434 fossem interpretados de maneiras não coerentes com as intenções daquela Instrução.

Adicionalmente, foi mencionada a experiência estrangeira, havendo-se identificado, no art. 23 da **Markets in Financial Instruments Directive** (MiFID) europeia, um regime uniforme para a utilização dos chamados “agentes vinculados” (“**tied agents**”), que se mostrou bastante coerente não apenas com as preocupações da CVM, como também com as tendências mundiais em termos de estabelecimento de responsabilidades para participantes de mercado.

Em tal cenário, a CVM entendeu necessário promover uma ampla revisão da Instrução CVM 434, de modo a dar efetividade àqueles mandamentos, bem como a reforçar a importância de uma estrutura de distribuição adequada.

Para tanto, foram analisados, à época, alguns casos concretos, procurando identificar as causas dos problemas e os principais pontos fracos da regulamentação. A CVM tinha como objetivos: lançar as bases para um desenvolvimento sustentável do mercado, reduzir a possibilidade de ocorrências capazes de minar a confiança do público investidor e deixar mais clara a estrutura de responsabilidades no processo de distribuição.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 03/2019

3. Principais novidades trazidas pela Instrução CVM 497

A partir do cenário descrito e dos objetivos mencionados no item 2, a Instrução CVM 497 teve dentre suas principais inovações as seguintes:

I) **Vedação à participação, no capital social dos agentes autônomos pessoa jurídica, de terceiros não registrados como agentes autônomos pessoa física.**

Dita participação era possível no âmbito da Instrução CVM 434 (art. 8º, II) no limite de 2% do capital da sociedade, desde que seus detentores não exercessem as atividades gerenciais ou relacionadas ao objeto social.

Esta restrição introduzida pela Instrução CVM 497 foi motivada pelos diversos relatos recebidos pela CVM de que esse regime vinha permitindo o desenvolvimento de atividades exclusivas de agentes autônomos por pessoas que não foram aprovadas nos correspondentes exames.

II) **Atividades permitidas e vedadas aos AAI.**

Ao descrever a atividade dos AAI, a Instrução CVM 434 empregava a expressão “*exercer (...) a atividade de distribuição e mediação de valores mobiliários*”. Essa expressão genérica vinha sendo entendida como hábil a amparar tanto as atividades dos agentes autônomos de investimento nas mesas dos intermediários, quanto as suas atividades de efetiva prospecção de clientes e distribuição de produtos.

Com o desenvolvimento do mercado e mesmo dos sistemas eletrônicos de negociação, entretanto, surgiram dúvidas cada vez mais frequentes sobre o que estava efetivamente abrangido pela expressão acima. Assim, a CVM, quando da edição da Instrução CVM 497, optou por propor uma relação das atividades permitidas aos agentes autônomos de investimento.

Tal relação partiu de um diagnóstico acerca (a) tanto daquilo que os agentes autônomos, no desenvolvimento de suas atividades, tendem a fazer, (b) quanto do entendimento da CVM sobre os limites da sua atuação.

Assim, o inciso I do art. 1º da Instrução CVM 497 trata das atividades tipicamente comerciais, ou seja, de prospecção e de captação de clientes propriamente ditas. Posteriormente, o art. 11 volta a tratar



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 03/2019

dessas atividades, estabelecendo alguns balizadores no que tange ao material de divulgação e às estratégias utilizadas. Cabe destacar a obrigatoriedade de o material de divulgação utilizado não apenas mencionar expressamente o intermediário a que o agente autônomo de investimento está vinculado, mas também ser previamente aprovado por tal intermediário.

Já o inciso II do art. 1º trata da recepção e do registro de ordens pelos agentes autônomos, estabelecendo, por exemplo, a obrigatoriedade de registro, nos mesmos termos que vigoram para as ordens recebidas na mesa de operações. Por fim, o inciso III do art. 1º trata da prestação de informações sobre produtos oferecidos e serviços prestados pelo intermediário contratante, regularizando, assim, as atividades de suporte que usualmente acompanham o processo de venda.

Todas essas atividades deveriam ser desenvolvidas sob a estrutura de controles internos da instituição contratante do agente autônomo de investimento, asseverava o texto do Edital, o que estava em consonância com as tendências de regulamentação das atividades dos intermediários. No que tange às atividades vedadas aos AAI, a CVM fundamentalmente reforçou o regime constante da Instrução CVM 434, procurando tornar mais claros alguns daqueles limites.

III) Responsabilidade dos Intermediários.

Já no regime da Instrução CVM 434, os agentes autônomos agiam sob a responsabilidade da instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários para a qual prestavam serviços, seja porque atuavam na qualidade de prepostos dos intermediários contratantes, seja porque eles estavam expressamente colocados sob um regime de fiscalização de suas atividades por parte daqueles intermediários.

Não obstante, em muitos casos, diante da ocorrência de prejuízos irregularmente causados a investidores ou terceiros, era comum que os intermediários procurassem responsabilizar os agentes autônomos de investimento diretamente em função da redação do art. 17 da Instrução CVM 434, que estabelecia: *“o agente autônomo de investimento é responsável, civil e administrativamente, no exercício de suas atividades, pelos prejuízos resultantes de seus atos dolosos ou culposos e pelos atos que infringirem normas legais ou regulamentares, sem prejuízo de sua eventual responsabilidade penal”*.

Tal responsabilidade, decorrente de lei, não tinha o condão de afastar a natureza jurídica da atividade do agente autônomo de investimento – preposto da corretora, agindo em nome desta e sob a sua responsabilidade.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 03/2019

Assim, a CVM, ao editar a Instrução CVM 497, decidiu reformular a redação dos comandos que tratam de responsabilização dos agentes autônomos de investimento e dos intermediários, pontuando que os intermediários respondem, perante os clientes e perante quaisquer terceiros, pelos atos praticados por agente autônomo de investimento por ela contratado.

O capítulo V da instrução reforça o seu dever de fiscalização, em especial sob a forma de mecanismos de controles internos, identificação e apuração de indícios de irregularidades. O referido Capítulo tratou ainda de algumas obrigações objetivas, sobretudo de cunho informacional, destinadas a proteger os clientes, como as obrigações dos intermediários relativas ao acompanhamento das operações de titularidade daqueles clientes e de comunicação, para os clientes que lhes foram apresentados por intermédio dos agentes autônomos de investimento, do regime de atuação (e das limitações para a atuação) daqueles.

IV) Exclusividade de vinculação do AAI a um único intermediário.

A necessidade de reforçar a responsabilidade dos intermediários perante seus clientes e a ampliação das atividades permitidas aos agentes autônomos de investimento (com a possibilidade de recepção e registro de ordens, por exemplo), levaram ao regime de exclusividade na relação entre o agente autônomo e a instituição contratante. A Instrução CVM 434, por sua vez, permitia que um agente autônomo pudesse ser contratado por mais de um intermediário.

A exclusividade mostrava-se, na opinião da CVM, muito importante para a implementação de um regime adequado de atuação para os agentes autônomos de investimento, na medida em que cada corretora possuía controles internos, regras e procedimentos próprios que poderiam ser incompatíveis entre si.

Da mesma forma, a multiplicidade de vínculos dificultava o trabalho de acompanhamento e fiscalização da corretora em relação às atividades dos agentes autônomos – a determinação de quando ele trabalha para ela e quando ele trabalha para sua concorrente (e o que, portanto, é sua responsabilidade e o que é responsabilidade de outra instituição), era bastante difícil.

Esta opção estava, também, em consonância com o regime adotado nos países europeus a partir da implantação do MiFID, sendo essencial para a caracterização dos referidos “agentes vinculados”. Para dar concretude ao regime estabelecido pela Diretiva, o Código dos Valores Mobiliários português é bastante



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 03/2019

claro em seu art. 294-A, 3, vedando, ao agente vinculado *“actuar em nome e por conta de mais do que um intermediário financeiro, excepto quando entre estes exista relação de domínio ou de grupo.”*

Em linha com este comando, o art. 13 da Instrução CVM 497 prescreve que *“é vedado ao agente autônomo de investimento ou à pessoa jurídica constituída na forma do art. 2º(...) manter contrato para a prestação dos serviços relacionados no art. 1º com mais de uma instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários”*.

Durante as discussões sobre a adoção desta regra de exclusividade, a CVM recebeu manifestações de representantes de alguns segmentos da indústria, que alegavam que uma solução desta natureza não apenas seria desnecessária para determinados tipos de serviços, que então também se utilizavam de estruturas de distribuição por meio de agentes autônomos de investimento, como também acabaria gerando distorções. Assim, não foi aplicada no texto da Instrução CVM 497 a citada exclusividade à atividade de distribuição de cotas de fundos de investimento por agentes autônomos.

V) Organização do AAI pessoa jurídica.

Por força do disposto no art. 8º, II, da Instrução CVM 497, os agentes autônomos que sejam pessoas jurídicas devem ser constituídos como sociedades simples. Tal tipo societário está intimamente associado à visão de agentes autônomos pessoas jurídicas formados exclusivamente por sócios que sejam pessoas naturais credenciadas para o exercício da atividade, o que também é uma exigência imposta pela Instrução CVM 497 (art. 8º, § 2º).

O Relatório de Análise referente à Audiência Pública 03/10 menciona, em face de comentários contrários à exigência de todos os sócios da pessoa jurídica fossem agentes autônomos de investimento, que *“(…) Quanto à possibilidade de participação de terceiros, não agentes autônomos, em tais sociedades, se tem identificado uma série de distorções que a CVM pretende evitar, referentes, em especial, à atuação desses terceiros no âmbito do mercado de capitais, em atividades exclusivas de agentes autônomos. Tais distorções parecem ser bastante comuns em algumas instituições e a CVM tem tomado medidas para a sua inibição.(…) Optou-se, (...) por deixar reforçado que elas devem (...) organizar-se sob a forma de sociedades simples”*.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 03/2019

4. Evolução da indústria e cenário atual

Desde a edição da Instrução CVM 497, o panorama da indústria passou por mudanças significativas: a tradicional indústria bancária, que naturalmente possui maior facilidade para captar e alocar recursos de seus correntistas, observou a disseminação de boutiques e plataformas digitais de produtos financeiros que buscam se estabelecer como uma alternativa a elas, oferecendo ampla oferta de produtos de investimento de gestores distintos, por meio de arquitetura aberta.

Esse ambiente permite a oferta aos investidores de produtos mais diversificados e com taxas competitivas, em razão da redução dos custos de intermediação, e fornece, ainda, múltiplos canais de distribuição aos gestores que buscam ofertar seus produtos.

Tem-se verificado o surgimento de **fintechs**, plataformas digitais e de novas instituições focadas em prover o serviço de “supermercado” ou “shopping” de investimentos e ainda o esforço de intermediários já estabelecidos em seguir tal modelo. Tal movimentação é acompanhada do crescimento do número de CPFs cadastrados junto à bolsa, que chegou, em abril de 2019, a um patamar de 1 milhão de pessoas físicas aptas a negociar.

A ascensão de investidores na bolsa e a migração de recursos das grandes instituições financeiras para as plataformas digitais são resultados de uma série de fatores combinados, tais como:

- (i) o patamar das taxas de juros a níveis historicamente baixos, o que faz com que os investidores busquem alternativas e produtos mais rentáveis;
- (ii) a intensa ação de marketing das plataformas, sobretudo em meios digitais;
- (iii) a simplificação do processo de abertura de contas e transferência de recursos atualmente disponível;
- (iv) a atuação dos próprios agentes autônomos; e
- (v) o contingente maior de informações sobre finanças e ações de educação financeira.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 03/2019

No universo dos intermediários independentes não pertencentes a conglomerados financeiros, por outro lado, percebeu-se expressiva concentração no vínculo dos agentes autônomos de investimento junto a uma mesma instituição integrante do sistema de distribuição.

É relevante também ressaltar o crescimento acelerado no número de agentes autônomos credenciados nos últimos anos, seja por meio da propagação de cursos on-line preparatórios para a formação de novos profissionais da área e da capilarização da realização do exame de certificação pelo território brasileiro, seja pela migração de profissionais de finanças com atuação em outras áreas, como segmentos de **private banking** de grandes bancos.

Tal aumento foi de 18% no ano de 2018, segundo Boletim de Mercado divulgado pela CVM, chegando-se a 7.745 agentes autônomos registrados ao final do ano passado.

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.

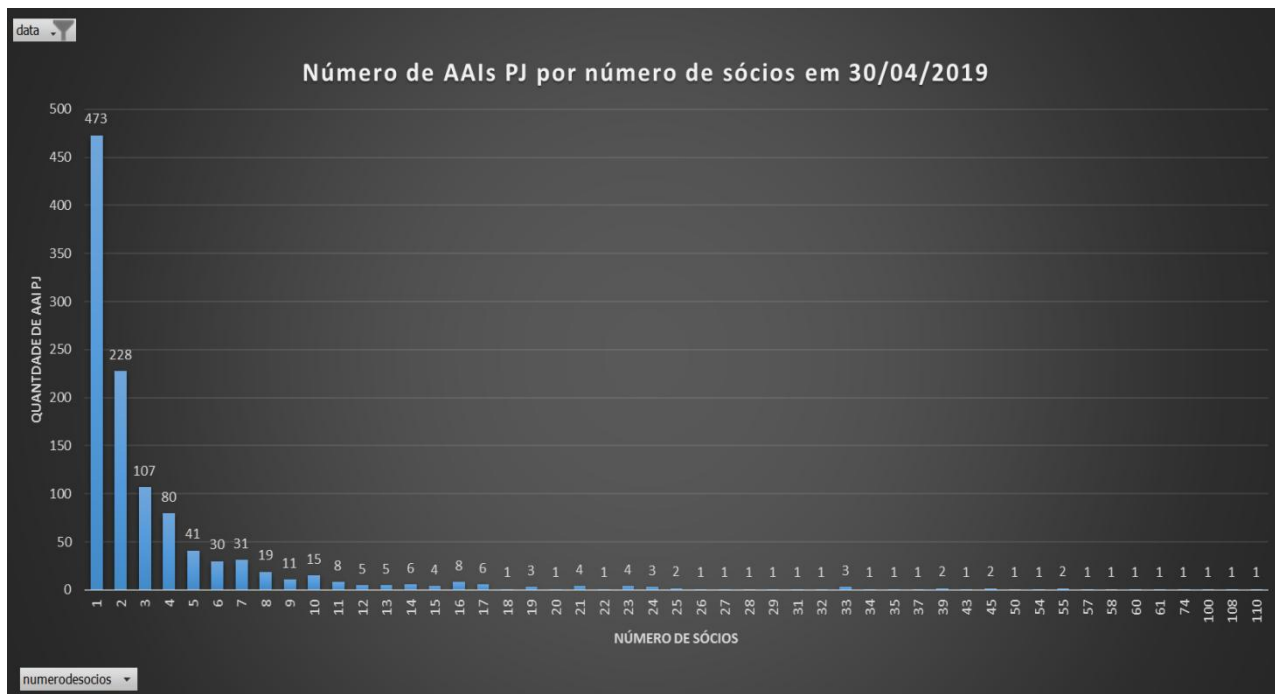
Hoje há AAI pessoas jurídicas maiores que parte dos intermediários. No gráfico abaixo verifica-se que há 44 Sociedades de AAI com 20 ou mais sócios, 25 Sociedades com 30 ou mais sócios e 12 Sociedades com 50 ou mais sócios. O quadro adiante tem no eixo vertical o número de sociedades e no eixo horizontal o número de agentes autônomos por sociedade.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 03/2019



Fonte: Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos - ASA da CVM com dados fornecidos pela ANCORD

5. Questões relevantes para o desenvolvimento da atividade de distribuição e atuação dos AAI

Atualmente, o contexto em que se inserem os agentes autônomos parece ter mudado de forma relevante o suficiente para que as medidas tomadas pela CVM em 2011 sejam reexaminadas.

Nesse sentido, a CVM propõe um exercício de conceber um melhor modelo para a atividade de distribuição de valores mobiliários, não só avaliando os pleitos específicos da categoria dos agentes autônomos, mas considerando em conjunto o interesse de todos os agentes envolvidos: emissores, gestores, intermediários, bancos, consultores de valores mobiliários e, sobretudo, os investidores.

5.1. Constituição de AAI pessoa jurídica restrita a sociedades simples

Com 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.

Os agentes autônomos pessoas jurídicas pontuam que não são capazes de receber investimentos de sócios unicamente capitalistas e que isso se tornou um fator limitador em sua capacidade de mais bem se estruturar e expandir os seus serviços. Ao mesmo tempo, a admissão de um novo agente autônomo



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 03/2019

significa a aquisição de um novo sócio, em detrimento de outros tipos de vínculos, mais flexíveis, que permitiriam, por exemplo, uma avaliação prévia da qualidade do trabalho desempenhado pelo profissional.

Dessa forma, existem argumentos em prol da possibilidade de se admitir agentes autônomos sob a forma de sociedade empresária. Tal medida poderia ser facultativa, resguardando a possibilidade de manutenção da atuação nos moldes atualmente vigentes. Nesse sentido, uma possível solução seria o estabelecimento de segmentação, possibilitando a convivência de duas formas de sociedades.

Contudo, há alguns desafios e questões que precisam ser enfrentados. Assim, a CVM está especialmente interessada em receber comentários sobre:

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?

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?

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?

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

5.2 Exclusividade

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.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 03/2019

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 ativos¹.

Nesse sentido, abrir mão do vínculo com os intermediários que concentram maior participação no mercado tende a representar um custo de oportunidade muito elevado, considerando o volume de negócios, constituindo barreira de entrada significativa para novos entrantes ou mesmo para o crescimento das concorrentes de menor porte².

Por outro lado, é inegável que os agentes autônomos representam a força de venda dos intermediários, recebem treinamento e incentivos claramente vinculados ao seu resultado e isso se coaduna com o regime da exclusividade. Na medida em que tal regime se dissolve, parece que poderia haver um estímulo às corretoras investirem em equipes próprias e o incentivo à formação de novos agentes autônomos minguar.

Nas interações rotineiras com o mercado, a CVM vem discutindo a possibilidade de exclusão da exigência de exclusividade. Nesse sentido, em linha com a questão da sociedade simples, uma opção a ser considerada é o estabelecimento de uma segmentação, prevendo exigências relacionadas ao porte e à estrutura para os agentes autônomos que desejem atuar com mais de um intermediário.

Cabe acrescentar que a avaliação acerca da manutenção ou não da exclusividade em tela será objeto de estudo de análise de impacto regulatório a ser conduzido pela Assessoria de Análise Econômica e

¹ Conforme Nota Técnica SEI nº 28/2018/COGAC/SUPROC/SEPRAC-MFO, elaborada pela Secretaria de Promoção da Produtividade e Advocacia da Concorrência.

² Conforme trecho transcrito do Parecer Técnico do CADE nº 24, de dezembro de 2017 na Nota Técnica supracitada.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 03/2019

Gestão de Riscos - ASA da CVM ainda em 2019, estudo esse que será mais um subsídio para a CVM avaliar a oportunidade e conveniência de manter tal vedação.

Tendo em vista todas as considerações acima, a CVM está especialmente interessada em obter comentários do público sobre as seguintes questões:

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?

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.

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)?

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?

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?

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 03/2019

limite do que é responsabilidade de um e de outro intermediário? A relação entre administradores fiduciários e gestores pode servir como referência?

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?

5.3. Transparência

Algumas das diferenças fundamentais entre os agentes autônomos de investimento e os consultores de valores mobiliários são a figura de seu contratante e a origem de sua remuneração. Enquanto os agentes autônomos são contratados pelos intermediários para realizar a distribuição dos produtos financeiros – e são remunerados pelo volume de operações de seus clientes na forma de comissões –, os consultores são contratados diretamente pelos clientes e são remunerados por estes. Essas diferenças, que podem parecer sutis, têm grande importância na determinação dos incentivos e desincentivos na atuação desses dois participantes de mercado.

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.

Os consultores de valores mobiliários ainda são pouco numerosos no mercado brasileiro e encontram dificuldades em se fazerem conhecidos pelos investidores e em se adaptarem às estruturas de distribuição atualmente em operação, ainda que algumas plataformas digitais estejam buscando abrir espaço para eles.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 03/2019

Essa dificuldade decorre primordialmente da percepção dos investidores no mercado brasileiro de que este serviço de consultoria, ou assessoria, é gratuito e provido pelos intermediários, incluindo aí a maioria das plataformas digitais.

Contudo, esse serviço tem um custo, coberto pelas corretagens, rebates e comissões de venda de produtos financeiros. O desconhecimento deste custo pode não somente levar investidor a suportá-lo sem verdadeiramente assim o desejar, como também pode induzir esse investidor a erro ao levá-lo a acreditar que o agente autônomo com o qual mantém contato realiza suas recomendações sem conflitos de interesse (ainda que a regulamentação da CVM exija que ele comunique aos seus clientes que não atua de forma independente).

Atualmente, no momento da recomendação de produtos financeiros aos clientes, não há divulgação da remuneração que os produtos financeiros propiciam ao intermediário e ao agente autônomo de investimento.

Nesse sentido, considerando este contexto, a CVM tem especial interesse em receber comentários sobre as seguintes questões:

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?

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?

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 03/2019

6. Encaminhamento de comentários e sugestões

Os participantes não são obrigados a responder todas as questões. As contribuições devem ser encaminhadas, por escrito, até o dia 30 de agosto de 2019 à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado, preferencialmente pelo endereço eletrônico audpublicaSDM0319@cvm.gov.br ou para Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar, Rio de Janeiro – RJ, CEP 20050-901.

Após o envio dos comentários ao endereço eletrônico especificado acima, o participante receberá uma mensagem de confirmação gerada automaticamente pelo sistema.

Os participantes da audiência pública devem encaminhar as suas sugestões e comentários acompanhados de argumentos e fundamentações, sendo mais bem aproveitados se:

- a) forem claros e objetivos, sem prejuízo da lógica de raciocínio;
- b) forem apresentadas sugestões de alternativas a serem consideradas; e
- c) forem apresentados dados numéricos, se aplicável.

As menções a outras normas, nacionais ou internacionais, devem identificar o número da regra e do dispositivo correspondente.

As sugestões e comentários que não estejam acompanhadas de seus fundamentos ou que claramente não tiverem relação com o objeto proposto não serão considerados nesta audiência.

As sugestões e comentários serão considerados públicos e disponibilizados na íntegra, após o término do prazo da audiência pública, na página da CVM na rede mundial de computadores.

A Minuta está disponível para os interessados na página da CVM na rede mundial de computadores (www.cvm.gov.br), podendo também ser obtida nos seguintes endereços:

Centro de Consultas da Comissão de Valores Mobiliários
Rua Sete de Setembro, 111, 5º andar
Rio de Janeiro – RJ



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 03/2019

Centro de Consultas da Comissão de Valores Mobiliários em São Paulo
Rua Cincinato Braga, 340, 2º andar
São Paulo – SP

Superintendência Regional de Brasília
SCN Qd. 2, Bloco A, 4º andar – Sala 404, Edifício Corporate Financial Center
Brasília – DF

Rio de Janeiro, 1º de julho de 2019.

ANTONIO CARLOS BERWANGER
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

MARCELO BARBOSA
Presidente