



Issaka  
Ishikawa  
Peyser  
Cornacchia  
Assolini

**i2a.Legal**

Rua Cardeal Arcoverde, 2365 | 12º Andar  
Pinheiros | São Paulo | 05407-003

São Paulo, 30 de agosto de 2019

## **COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM

Enviado por email: [audpublicaSDM0319@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0319@cvm.gov.br)

Ref.: EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 03/2019

Prezados Senhores,

Servimo-nos da presente para, no âmbito da Audiência Pública SDM Nº 03/19 ("Audiência Pública"), apresentar nossos comentários e sugestões em relação aos questionamentos trazidos por essa d. CVM no que diz respeito a regulamentação sobre os agentes autônomos de investimento ("AAI").

### **1. Constituição de AAI pessoa jurídica restrita a sociedade simples:**

Entendemos que a regulamentação e a fiscalização dos AAIs não ficariam prejudicadas pela: (i) possibilidade de organização do AAI pessoa jurídica em sociedades empresárias, ou (ii) participação de sócio em AAI pessoa jurídica que não seja AAI credenciado. Por outro lado, a flexibilização do AAI pessoa jurídica traria uma série de benefícios ao mercado, entre eles a atração de maiores investimentos ao setor e, conseqüentemente, o incremento da profissionalização dos AAI.

Preliminarmente, cabe lembrar que, no relatório de análise da Audiência Pública SDM nº 03/2010, essa d. CVM entendeu que a participação de terceiros não AAI nas sociedades de AAI fazia com que pessoas não autorizadas exercessem as atividades exclusivas de AAI. Naquela oportunidade, buscou-se coibir tal prática pela obrigação da constituição dos AAI pessoa jurídica como sociedade

simples e pela exigência de que todos os sócios fossem AAI pessoas naturais, autorizados a exercerem a atividade de agente autônomo.

Como indicado no Edital de Audiência Pública, com a evolução do mercado de capitais, verifica-se que, atualmente, instituições intermediárias não vinculadas à indústria bancária, com auxílio da tecnologia, ao lado de instituições financeiras tradicionais, dividem o poder como plataformas de distribuição de valores mobiliários. Esse novo modelo, em conjunto com o trabalho dos AAI, fez com que o número de investidores no mercado brasileiro aumentasse significativamente, com cada vez mais participação de pessoas físicas.

Nesse contexto, a relevância dos AAI é cada vez mais destacada. Atuando como prepostos das instituições intermediárias, os AAI realizam a comunicação direta com esse conjunto de investidores, os quais, muitas vezes, estão tendo contato inicial com o mercado. Adicionalmente, conforme mencionado no Edital de Audiência Pública, vários AAI pessoas jurídicas no Brasil são de grande porte, existindo, pelo menos, 44 sociedades com 20 ou mais sócios.

Dessa forma, a atual realidade do mercado demanda AAI que possam desempenhar suas funções de forma profissional, com qualidade e, por diversas vezes, mediante os esforços conjuntos de vários profissionais.

Ante esse quadro, a sociedade simples não parece ser o melhor veículo para a organização dos AAI pessoa jurídica, devendo ser permitida a constituição de sociedades empresárias com o objeto social de atuação como agente autônomo de investimento.

Em adição a esse ponto, mas independentemente dele, deveria também ser permitido que AAI sociedades empresárias tenham sócios que não exerçam a atividade de AAI e, portanto, que não precisariam de autorização para tanto. Esses sócios seriam investidores, contribuindo com capital, mas sem atuação direta no objeto social ou em funções executivas da sociedade.

Não seria necessário adotar um modelo obrigatório de organização dos AAI pessoa jurídica ou de extinguir a atuação direta como AAI pessoa natural. O melhor modelo, em nosso entendimento, seria de liberdade de escolha dos participantes da sua forma de organização.

Nos itens abaixo, que seguem a referência utilizada no Edital de Audiência Pública, passamos a comentar os questionamentos específicos sobre o tópico em comento.

***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?***

Entendemos que não há impactos relevantes decorrentes da adoção da forma de sociedade empresária para a finalidade que essa d. CVM pretende atingir, que é garantir que somente pessoas naturais autorizadas a atuar como AAI exerçam essa atividade. Isso porque, mesmo em uma sociedade simples, seria possível contratar pessoas não autorizadas para exercer, de fato, as atividades vedadas.

Não obstante a observação acima, algumas medidas que podem ser adotadas para mitigar o risco de atuação de AAI pessoas naturais não autorizados seriam as seguintes:

- (i) o objeto social da AAI sociedade empresária deve ser exclusivo para a atuação nas atividades de agente autônomo;
- (ii) as atividades de agente autônomo devem ser executadas unicamente por AAI pessoas naturais credenciados, na forma da regulamentação, e, ainda:
  - a. os AAI pessoas naturais poderiam ser sócios, administradores ou empregados do AAI sociedade empresária, observado que a vinculação deles seria exclusiva a um único AAI sociedade empresária;
  - b. o nome completo e o currículo resumido dos AAI pessoas naturais deverão estar indicados de forma clara e de fácil acesso no *website* do AAI sociedade empresária; e
  - c. os AAI pessoas naturais teriam responsabilidade direta por sua atuação, enquanto os AAI sociedades empresárias teriam, além da responsabilidade pela atuação, a responsabilidade de supervisionar e fiscalizar os AAI pessoas naturais que atuam em seu nome.

- (iii) criação de regras de governança dos AAI sociedades empresárias, com obrigatoriedade de criação de estrutura e normas internas de *compliance*, adequadas ao porte dos AAI sociedades empresárias;
- (iv) criação de diretores com atribuições específicas, que funcionem como centros de atribuição de responsabilidade pelas atividades dos AAI sociedades empresárias; nesse sentido, poderia ser estabelecida, por exemplo, a obrigatoriedade de, ao menos, uma diretoria responsável pelas atividades de agente autônomo, sem limitação da responsabilidade do AAI pessoa natural que tiver atuado diretamente, e uma diretoria de *compliance*; e
- (v) estabelecimento de vedações expressas e regras de conduta para sócios controladores de AAI sociedades empresárias que não sejam credenciados como AAI.

***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?***

O regime atual de preposição poderia ser mantido ou poderia ser alterado para um regime de prestação de serviços, com obrigação de fiscalização pela instituição intermediária. Note-se que, com o regime de sociedade empresária, o intermediário poderá exigir procedimentos e regras dos AAI mais robustos, que demandam mais investimentos.

***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?***

Entendemos que todos os segmentos deveriam ter a liberdade de se organizar como sociedade empresária e com sócios que não atuem diretamente nas atividades de AAI.

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

Tópico explorado na introdução desta seção.

## 2. **Exclusividade:**

Como a prática tem demonstrado, o poder na relação entre os intermediários e os AAI pende para os intermediários. Adicionalmente, os maiores intermediários exercem uma força desproporcional no mercado de AAI e, conseqüentemente, no sistema de distribuição. Dessa forma, de forma conceitual, consideramos que o fim da exclusividade teria o potencial de fomentar a concorrência e o desenvolvimento do mercado de capitais.

Nos itens abaixo, que seguem a referência utilizada no Edital de Audiência Pública, passamos a comentar os questionamentos específicos sobre este tópico.

***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?***

Seria razoável vincular o fim da exclusividade com exigências mais robustas de adoção de sistemas de controle e procedimentos pelos AAI. Mencione-se que, caso os AAI possam se organizar como sociedades empresárias, eles teriam uma maior capacidade de investimento para adoção desses sistemas e procedimentos.

Por outro lado, a obrigação dos intermediários de atuarem como *gatekeepers* não precisa ser extinta para que seja possível a não exclusividade. Pode-se manter essas obrigações ou alterá-las para obrigações de supervisão e fiscalização no que diz respeito às operações realizadas no intermediário.

***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.***

*Sem comentário.*

***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)?***

Além dos comentários feitos na seção anterior, poderiam ser adotadas as seguintes salvaguardas adicionais, sem prejuízo de outras:

- (i) criação de regras e procedimentos internos, por escrito, a serem validados pelos intermediários, a fim de garantir a segurança das informações dos clientes;
- (ii) atribuição estatutária de diretor responsável pelo cumprimento de regras políticas, procedimentos e controles internos;
- (iii) obrigação de adesão formal, pelo AAI, às políticas de contratação das corretoras com quem tiver vinculação, sendo que tais políticas devem ser tornadas públicas; e
- (iv) revisão periódica, pelos intermediários aos quais o AAI está vinculado, de aderência às regras do intermediário pelo AAI.

***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?***

Consideramos razoável que haja uma maior obrigação de *disclosure* para os AAI se a obrigação de exclusividade for extinta. O público investidor deve, ao menos, ter visibilidade em relação a quais intermediários o AAI está vinculado, o que pode estar disponível no *website* do AAI, e, na hipótese de oferta de um produto específico, o AAI deveria informar ao seu cliente se houver a possibilidade de investir nesse produto por mais de um intermediário, detalhando os diferentes custos para tanto.

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

*Sem comentário.*

***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?***

Seria razoável criar regras mais robustas para os AAI que não tenham relacionamento exclusivo com um intermediário. Algumas das regras que podem ser adotadas foram mencionadas nos itens "a" e "g" acima. Os AAI que se mantiverem exclusivos poderiam seguir as mesmas regras atuais, sem alterações.

***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?***

Abordamos alguns desses temas nos itens acima. Entendemos que o modelo de regulação entre administradores fiduciários e gestores poderia, sim, servir de referência para a nova estrutura de relação entre intermediários e AAI em uma estrutura sem exclusividade.

***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?***

Cada intermediário deveria ser responsável pelas operações cursadas em seu sistema. O AAI, nas operações irregulares que tiver realizado, deve ser responsabilizado de forma solidária com os intermediários nos quais as operações tenham sido cursadas.

### **3. Transparência:**

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

*Sem comentário.*

***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?***

*Sem comentário.*

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

Consideramos de extrema relevância para o desenvolvimento do sistema de distribuição que os AAI sejam autorizados a serem contratados por companhias securitizadoras e por administradores



de carteiras, nas hipóteses permitidas na regulamentação, para realização de distribuição de forma direta, sem participação de instituição intermediária.

As companhias securitizadoras, nos termos do art. 13 da Instrução CVM nº 600/2018, e do art. 9º da Instrução CVM nº 414/2003, são autorizadas a realizar distribuição de CRA e de CRI de sua emissão, sem participação de instituição intermediária. Contudo, ambas as normas impedem que as companhias securitizadoras contratem AAI para distribuir os títulos de sua emissão.

De forma semelhante, os administradores de carteiras, nos termos do art. 30 da Instrução CVM nº 558/2015, são autorizados a atuar na distribuição de cotas de fundos de que sejam administrador ou gestor, mas não podem contratar AAI se não forem instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil.

Cabe lembrar que, para serem autorizados a realizar a distribuição nessas hipóteses, esses participantes do mercado devem ter um diretor responsável pela distribuição e precisam adotar regras de *know your cliente*, *suitability*, e de prevenção aos crimes de lavagem de dinheiro.

A impossibilidade de contratação de AAI restringe em demasia a realização de distribuição pelas companhias securitizadoras e pelos administradores de carteiras, não permitindo o uso pleno da autorização regulamentar. Sem a possibilidade de contratação de AAI, a equipe de distribuição e os investimentos dessas empresas precisam ser substancialmente maiores para a estruturação de uma área efetiva de distribuição.

Independentemente dos outros pontos tratados na Audiência Pública, entendemos que seria possível permitir a contratação de AAI nesses casos.

Na hipótese de não alteração dos demais pontos da regulamentação, por exemplo, as companhias securitizadoras e os administradores de carteiras poderiam ser colocados na mesma posição dos intermediários em relação aos AAI, ficando responsáveis pela atuação dos AAI, que atuariam como seus prepostos na distribuição. Nesse cenário, um novo mercado de AAI poderia ser criado, com pessoas naturais e físicas atendendo especificamente esses mercados.

Considerando a alteração de pontos chaves da regulamentação, as companhias securitizadoras e os administradores de carteiras também adotariam a posição do intermediário, podendo assumir obrigações de fiscalização e supervisão dos AAI que sejam contratados diretamente por eles para atuação na distribuição.



Issaka  
Ishikawa  
Peyser  
Cornacchia  
Assolini

Dessa forma, entendemos que essa seria uma alteração regulamentar possível e relativamente simples de ser adotada. Essa mudança teria pouco potencial de impacto negativo no mercado e, por outro lado, teria um grande potencial de impacto positivo, especialmente por tornar mais efetivas disposições regulamentares já existentes.

Sendo esses os comentários que tínhamos a realizar no momento, agradecemos a possibilidade concedida por essa d. CVM para apresentar nossa manifestação na Audiência Pública, e nos colocamos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,

**Marcos Sader / Alexis Borowik Rosa / Juliana Lins Hannes**

marc@i2a.legal / +55 11 5102 5480