



Rio de Janeiro, 28 de agosto de 2019.

À  
**Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da Comissão de  
Valores Mobiliários – CVM**  
Rua Sete de Setembro nº 111, 23º andar  
Centro – Rio de Janeiro – RJ  
CEP 20050-901

**Ref.: Audiência Pública SDM nº 03/2019**

Prezados Senhores,

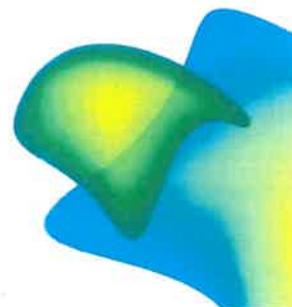
Vimos, por meio desta, encaminhar o documento em anexo, elaborado pelo escritório Eizirik Advogados, o qual **reflete** a posição da Veedha Agentes Autônomos de Investimento Ltda. relativamente às questões objeto da Audiência Pública em epígrafe.

**Rodrigo Tonon Marcatti**  
CPF: 316.993.858-40  
Diretor

Atenciosamente,

**Felipe Stefanski Midea**  
CPF: 389.615.688-84  
Diretor

\_\_\_\_\_  
Veedha Agentes Autônomos de Investimento Ltda.



Nelson Eizirik  
Antonio Carlos Verzola  
Marcus de Freitas Henriques  
Maria Lucia de Araujo Cintra  
Renata Moritz Serpa Coelho  
Andrea Braga  
Luis Andre Azevedo  
Alexandre Chede Travassos  
Juliana Botini Hargreaves Vieira  
Ana Carolina Weber  
Adriana M. R. Ferreira  
Luiza P. da Cunha P. de Oliveira  
Camila Tinoco  
Giovanna Rennó Duque

RIO DE JANEIRO  
R. Santa Luzia, 651 – 34º andar  
Rio de Janeiro RJ Cep 20021-903  
Tel.: (21) 3906-8200 / 2240-4724  
Fax: (21) 2262-7784

SÃO PAULO  
R. Padre João Manuel, 923 – 13º andar  
São Paulo SP Cep 01411-001  
Tel.: (11) 3061-2552

eizirik@eizirik.com.br

Rio de Janeiro, 28 de agosto de 2019.

À

**Veedha Agentes Autônomos de Investimento Ltda.**

Rua Joaquim Floriano, 100, 9º andar

Itaim Bibi – São Paulo – SP

CEP 04534-000

**Ref.: Audiência Pública SDM nº 03/2019**

Prezados Senhores,

Recebemos, da Veedha Agentes Autônomos de Investimento Ltda., solicitação de análise, sugestões e comentários relacionados à Audiência Pública SDM nº 03/2019, que visa a assegurar a modernização das normas aplicáveis à atuação dos agentes autônomos de investimento, notadamente a Instrução CVM nº 497/2011, conforme alterada pelas Instruções CVM nºs 515/2011, 593/2017 e 610/2019 (“Instrução CVM nº 497/2011”).

**SUMÁRIO**

A. INTRODUÇÃO .....	3
B. AS MEDIDAS QUE DEVEM ACOMPANHAR A PERMISSÃO PARA CONSTITUIR SOCIEDADES EMPRESÁRIAS DE AGENTES AUTÔNOMOS DE INVESTIMENTO .....	4
(I) REFORÇO DOS CONTROLES DOS INTERMEDIÁRIOS .....	10
(II) AUDITORIAS <i>IN LOCO</i> .....	10
(III) CENTROS DE IMPUTAÇÃO DE RESPONSABILIDADE .....	11
(IV) LIMITAÇÃO À PARTICIPAÇÃO DE TERCEIROS NÃO CREDENCIADOS .....	13
C. A COMPATIBILIDADE ENTRE A CONSTITUIÇÃO DE SOCIEDADES EMPRESÁRIAS E A CONDIÇÃO DE PREPOSIÇÃO DOS AGENTES AUTÔNOMOS DE INVESTIMENTO PERANTE AS INSTITUIÇÕES INTERMEDIÁRIAS.....	13
D. A INEXISTÊNCIA DE RAZÕES QUE JUSTIFIQUEM A SEGMENTAÇÃO ENTRE AS SOCIEDADES SIMPLES E EMPRESÁRIAS DE AGENTES AUTÔNOMOS DE INVESTIMENTO .....	18
E. OS BENEFÍCIOS DECORRENTES DA CONSTITUIÇÃO DE SOCIEDADES EMPRESÁRIAS DE AGENTES AUTÔNOMOS DE INVESTIMENTO.....	19
F. A IMPERTINÊNCIA DE SE FLEXIBILIZAR, NESTE MOMENTO, A REGRA QUE DETERMINA O VÍNCULO DE EXCLUSIVIDADE ENTRE OS AGENTES AUTÔNOMOS DE INVESTIMENTO E A INSTITUIÇÃO INTERMEDIÁRIA .....	23
(I) CENÁRIO 1: MANUTENÇÃO DO VÍNCULO DE PREPOSIÇÃO E SIGNIFICATIVO E INJUSTIFICÁVEL AUMENTO DOS RISCOS DOS INTERMEDIÁRIOS .....	24
(II) CENÁRIO 2: EXTINÇÃO DO VÍNCULO DE PREPOSIÇÃO E AUMENTO DOS CUSTOS REGULATÓRIOS DOS AGENTES AUTÔNOMOS DE INVESTIMENTO .....	28
(III) REMUNERAÇÃO: POTENCIALIZAÇÃO DOS CONFLITOS DE INTERESSES .....	30
(IV) CONCLUSÃO: FIM DA EXCLUSIVIDADE VS. PERMISSÃO À CONSTITUIÇÃO DE SOCIEDADES EMPRESÁRIAS .....	31

## **A. INTRODUÇÃO**

No item 5 do Edital da Audiência Pública SDM nº 03/2019, a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM” ou “Autarquia”) elencou questões relevantes para o aprimoramento do modelo regulatório da atividade de distribuição de valores mobiliários. A presente análise refere-se precipuamente ao item 5.1 do referido documento, que trata da possibilidade de alteração da regra relativa à organização dos agentes autônomos de investimento por meio de pessoa jurídica.

Atualmente, o artigo 8º, inciso II, da Instrução CVM nº 497/2011 impõe que tal organização ocorra por meio da constituição de sociedades simples. Conforme será detalhado, essa limitação **não** se justifica, devendo admitir-se a constituição de sociedades empresárias para o desenvolvimento das atividades reguladas por aquele ato normativo, inclusive mediante a participação de terceiros não credenciados.

As respostas às indagações formuladas pela CVM sobre a organização de agentes autônomos de investimento dividem-se em 4 (quatro) seções, que seguem esta introdução, como propôs a Autarquia.

Da 5ª (quinta) seção, consta abordagem sobre a matéria objeto do item 5.2 do Edital da Audiência Pública SDM nº 03/2019, concernente à regra do artigo 13, inciso I, da Instrução CVM nº 497/2011. Ou seja, à existência de vedação a que os agentes autônomos de investimento mantenham contratos para a prestação de serviços com mais de uma instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários.

Nesse particular, nossa manifestação trata primordialmente da 1ª (primeira) questão colocada pela Autarquia, que indaga sobre a pertinência de ser eliminado o atual regime de exclusividade daqueles participantes.

## B. AS MEDIDAS QUE DEVEM ACOMPANHAR A PERMISSÃO PARA CONSTITUIR SOCIEDADES EMPRESÁRIAS DE AGENTES AUTÔNOMOS DE INVESTIMENTO

A Autarquia solicita que os participantes da Audiência Pública SDM nº 03/2019 sugiram medidas que deverão acompanhar a eventual permissão para constituir sociedades empresárias de agentes autônomos de investimento, *“considerando os fatores que levaram a CVM a adotar tal restrição, sobretudo a atuação de pessoas não credenciadas (...) na atividade fim”*<sup>1</sup>.

A sociedade é o contrato por meio do qual pessoas físicas e/ou jurídicas se vinculam para a exploração de atividade com finalidade econômica, visando a obtenção e a repartição de lucros entre elas.

O artigo 982 do Código Civil estabelece que, salvo as exceções expressas, *“considera-se empresária a sociedade que tem por objeto o exercício de atividade própria de empresário sujeito a registro (art. 967); e, simples, as demais”*. Ou seja, o ordenamento jurídico brasileiro consagrou 2 (duas) espécies de sociedade, cuja distinção decorre de seu objeto<sup>2</sup>.

As simples são aquelas constituídas por profissionais liberais, para o exercício de atividade intelectual, de natureza científica, literária ou artística em que estiver ausente o elemento de empresa (artigo 966 do Código Civil). Isto é, os próprios sócios são responsáveis por desenvolver **diretamente** o objeto social<sup>3</sup>. Nesse sentido, inclusive, admite-se que contribuam para a formação do capital social por meio da prestação de serviços (artigo 997, inciso V).

---

<sup>1</sup> Edital da Audiência Pública SDM nº 03/2019, p. 11. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2019/sdm0319\\_Edital.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2019/sdm0319_Edital.pdf)>. Acesso em 26.08.2019.

<sup>2</sup> A distinção entre sociedades simples e empresárias também pode decorrer do tipo societário adotado, tendo em vista que o artigo 982, parágrafo único, do Código Civil dispõe que: *“independentemente de seu objeto, considera-se empresária a sociedade por ações; e, simples, a cooperativa”*.

<sup>3</sup> JOSÉ EDWALDO TAVARES BORBA. **Direito Societário**. 13ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 17.

Nas sociedades empresárias, a atividade econômica é explorada de forma profissional, empregando-se uma **estrutura organizacional** que resulta da ordenação do trabalho, capital e tecnologia<sup>4</sup>.

A atuação dos agentes autônomos de investimento era regida pela Instrução CVM nº 434/2006, cujo artigo 8º tratava dos requisitos necessários à obtenção de registro por parte das pessoas jurídicas constituídas para o desempenho daquela atividade.

Tal dispositivo não lhes impunha a adoção de qualquer espécie ou tipo societário específico. No entanto, constava do §1º que poderiam ter como sócios terceiros não autorizados a atuar como agentes autônomos, desde que sua participação no capital social e nos lucros não excedesse 2% (dois por cento), nem exercessem função de gerência ou de administração ou, ainda, atividades relacionadas ao objeto social.

Quando da edição da Instrução CVM nº 497/2011, a Autarquia tinha especial preocupação em assegurar que se tornasse mais clara a relação de preposição existente entre os agentes autônomos e as instituições intermediárias. Com isso, visava a evitar discussões que eram recorrentes e que estavam relacionadas notadamente à matéria de responsabilidade<sup>5</sup>.

Nesse contexto, impôs-se a obrigação de as sociedades de agentes autônomos adotarem a espécie simples (artigo 8º, inciso II), além de ter-se limitado a participação em tais entidades a pessoas naturais registradas como agentes autônomos de investimento (artigo 8º, §2º).

---

<sup>4</sup> SÉRGIO CAMPINHO. *O Direito de Empresa à Luz do Código Civil*. 12ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 41.

<sup>5</sup> Edital da Audiência Pública SDM nº 03/2010, p. 1-3. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2010/sdm0310-edital.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2010/sdm0310-edital.pdf)>. Acesso em 26.08.2019.

Sobre o assunto, foi destacado no Edital da Audiência Pública SDM nº 03/2010, que precedeu a edição do ato normativo atualmente vigente, que:

*“A mudança mais importante diz respeito à vedação à participação, no capital social, de terceiros não registrados como agentes autônomos de investimento. (...) Esta alteração foi motivada (i) pelos diversos relatos recebidos pela CVM, de que esse regime vem permitindo o desenvolvimento de atividades exclusivas de agentes autônomos por pessoas que **não foram aprovadas** nos correspondentes exames e (ii) pelo fato de que a sociedade deve ter **objeto exclusivo**.”<sup>6</sup> (grifamos)*

Já no Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 03/2010 restou consignado que:

*“Como acima esclarecido, ante a proliferação de agentes autônomos pessoas jurídicas que se apresentam como os verdadeiros intermediários, gerando não apenas confusão para os clientes, como também dificuldades do ponto de vista da responsabilização, optou-se por um modelo bem mais restritivo para tais pessoas jurídicas e fiel, ademais, ao propósito original da própria Instrução CVM nº 434, de 2006.*

*Assim, elas podem ser constituídas para permitir uma mais adequada operacionalização das atividades dos agentes autônomos, mas é importante evitar que elas sejam usadas de forma inadequada. 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.*

---

<sup>6</sup> Edital da Audiência Pública SDM nº 03/2010, p. 4. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2010/sdm0310-edital.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2010/sdm0310-edital.pdf)>. Acesso em 26.08.2019.

*Quanto às demais sugestões recebidas, referentes à estrutura das pessoas jurídicas, a CVM entende que elas fogem ao escopo da presente audiência pública. **Optou-se, porém, por deixar reforçado que elas devem ter sede no país e organizar-se sob a forma de sociedades simples.***<sup>7</sup> (grifamos)

Conforme se depreende da evolução do modelo regulatório, a exigência constante do artigo 8º, inciso II, da Instrução CVM nº 497/2011 decorreu da necessidade, então vislumbrada pela CVM, de que participassem como sócios das sociedades de agentes autônomos de investimento apenas pessoas naturais autorizadas a exercer tal atividade.

Na lógica adotada pelo regulador, a fim de (i) assegurar a exploração de negócio único; (ii) impedir o exercício da atividade por pessoas não autorizadas; e (iii) evitar equívocos quanto à função desempenhada pelos agentes autônomos, dever-se-ia assegurar a prevalência da atuação pessoal de seus sócios. Logo, a constituição de sociedade empresária seria incoerente com o regime de atividade desses participantes.

Nesse sentido, consta do Edital da Audiência Pública SDM nº 03/2019 que:

*“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).***<sup>8</sup> (grifamos)

<sup>7</sup> Relatório da Audiência Pública SDM nº 03/2010, p. 46. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2010/sdm0310-relatorio.doc](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2010/sdm0310-relatorio.doc)>. Acesso em 26.08.2019.

<sup>8</sup> Edital da Audiência Pública SDM nº 03/2019, p. 7. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2019/sdm0319\\_Edital.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2019/sdm0319_Edital.pdf)>. Acesso em 26.08.2019.

Diante do exposto, eventual permissão para constituir sociedades empresárias de agentes autônomos deve ter como consequência lógica a autorização para que tenham como sócios terceiros não registrados na Autarquia.

Destaque-se que o artigo 981, parágrafo único, do Código Civil, incluído no capítulo de disposições gerais aplicáveis a todas as sociedades, prevê que a atividade econômica por elas explorada pode abranger um ou mais negócios determinados. Portanto, a exploração de objeto único **não** implica a natureza de sociedade simples, podendo tal restrição ser legalmente imposta inclusive às sociedades empresárias.

Cabe registrar, ademais, que as sociedades de agentes autônomos de investimento exercem função eminentemente **comercial**. Algumas delas dispõem de uma estrutura complexa de pessoas e de sistemas operacionais, com vistas a atuar de forma competitiva e a atender a todas as exigências regulatórias que lhes são pertinentes.

Ou seja, a constituição das sociedades de agentes autônomos de investimento na espécie empresária é **compatível** com a (i) exigência prevista no artigo 8º, inciso III, da Instrução CVM nº 497/2011<sup>9</sup> e (ii) atividade econômica explorada por tais entidades.

Quando da edição do atual ato normativo, não havia clareza quanto ao escopo de atuação desses participantes, conforme destacado no Edital da Audiência Pública SDM nº 03/2010<sup>10</sup>. Contudo, o desenvolvimento do mercado de

---

<sup>9</sup> "Art. 8º Para o credenciamento de pessoas jurídicas constituídas nos termos do art. 2º, a entidade credenciadora deve exigir que estas: (...) III – tenham, como objeto social exclusivo, o exercício da atividade de agente autônomo de investimento, sendo vedada a participação em outras sociedades."

<sup>10</sup> Edital da Audiência Pública SDM nº 03/2010, p. 1-3. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2010/sdm0310-edital.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2010/sdm0310-edital.pdf)>. Acesso em 26.08.2019.

capitais brasileiro e os aprimoramentos regulatórios implementados pela própria CVM tornaram esses limites mais nítidos.

A Instrução CVM nº 497/2011, por exemplo, teve o mérito de enumerar os serviços que estão compreendidos no trabalho dos agentes autônomos de investimento (artigo 1º), o que facilita a implementação de mecanismos de controle e de responsabilização em relação ao seu desempenho. Além disso, o referido ato normativo definiu claramente a distribuição da responsabilidade administrativa entre tais agentes e as instituições integrantes do sistema de distribuição, atribuindo a essas últimas o dever de fiscalização (artigos 8º, §3º, 15 e 17).

O desenvolvimento do mercado em relação a essa atividade pode ser comprovado pela análise de dados numéricos. Existem, atualmente, 8.290 agentes autônomos pessoas físicas. Conforme o quadro abaixo, trata-se de um **crescimento de 329%** comparativamente a dezembro de 2011<sup>11</sup>:

Agentes Autônomos – Pessoas Físicas				
Registro obtido até 2011	Registro cancelado até 2011	Registro ativo até 2011	Registro ativo até julho de 2019	Crescimento (dezembro de 2011 até julho de 2019)
3.319	1.386	1.933	8.290	329%

Nesse contexto, os abusos que eram cometidos no passado tendem a ser neutralizados, uma vez que os agentes autônomos (e seus clientes) já têm notório conhecimento dos limites de sua atuação, bem como a CVM e a BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (“BSM”) dispõem de melhores condições de fiscalizar, identificar e punir eventuais desvios.

<sup>11</sup> A Instrução CVM nº 497/2011 entrou em vigor em janeiro de 2012. Conclusões extraídas de informações constantes do site da CVM. Disponíveis em: <[http://sistemas.cvm.gov.br/cadastro/SPW\\_ADM\\_CONS.ZIP](http://sistemas.cvm.gov.br/cadastro/SPW_ADM_CONS.ZIP)>. Acesso em 31.07.2019.

Assim, caso constatada a prática de atividade típica de agente autônomo de investimento por parte de pessoa não registrada como tal, caberia a responsabilização administrativa daquele que agiu em violação ao artigo 3º da Instrução CVM nº 497/2011, bem como da instituição intermediária contratante, se comprovada sua culpa no descumprimento do dever de fiscalização previsto no artigo 17, inciso II.

De todo modo, algumas medidas adicionais podem ser impostas pelo regulador a fim de fortalecer os mecanismos de controle das atividades exercidas pelos agentes autônomos de investimento, tais como:

**(i) Reforço dos controles dos intermediários**

Atribuição à instituição intermediária de responsabilidade à prévia verificação do histórico de conduta da sociedade de agentes autônomos, com questões específicas sobre o tratamento das relações com sócios não regulados (*due diligence*).

Além disso, pode constar das políticas objeto do artigo 17, inciso I, da Instrução CVM nº 497/2011 a descrição dos procedimentos relativos à atuação de sócios não registrados como agentes autônomos, abrangendo, inclusive, sua segregação física e informacional, devendo os intermediários monitorar a sua implementação.

**(ii) Auditorias *in loco***

Atribuição à BSM e às instituições intermediárias de competência para realizar visitas de auditoria *in loco*, permitindo mais facilmente a identificação de eventuais infrações às regras e aos procedimentos acima descritos.

### (iii) Centros de imputação de responsabilidade

Atualmente, as sociedades de que trata o artigo 8º da Instrução CVM nº 497/2011 **não** são consideradas, elas próprias, agentes autônomos de investimento, recaindo tal qualidade **somente** sobre as pessoas físicas registradas para o exercício da atividade.

Essa opção regulatória decorre da visão então acolhida pela Autarquia de que a atuação dos agentes autônomos de investimento deveria ser marcada pelo caráter pessoal. As pessoas jurídicas seriam, assim, meramente instrumentais, propiciando a criação de uma organização mínima a auxiliar os profissionais nelas reunidos no desempenho de suas funções.

Essa opção tem implicação direta no regime de responsabilidade administrativa, que deve recair **apenas** sobre as pessoas físicas que causaram danos ou agiram em violação às normas que lhes são aplicáveis, nos termos do artigo 8º, §3º, da Instrução CVM nº 497/2011<sup>12</sup>.

Com a constituição de sociedade empresária, os agentes autônomos de investimento poderão atuar por meio de uma verdadeira estrutura empresarial, na qual são empreendidos esforços de organização de pessoas, capital e tecnologia. Nesse cenário, é mitigado o traço da personalidade, deixando a sociedade de ser uma mera via instrumental, assumindo papel de destaque na

---

<sup>12</sup> Essa questão foi tratada nos votos proferidos pelo Diretor Gustavo Borba no âmbito dos Processos Administrativos Sancionadores CVM nºs SP2012/374, Rel. Dir. Gustavo Borba, j. em 19.07.2016, e RJ2015/1034, Rel. Dir. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 23.08.2016. Cabe, porém, destacar oportuna ressalva feita por aquele Diretor nessas ocasiões: “*Não se deve, contudo, confundir essa situação com aquela em que o ato é da sociedade, mas que o diretor que a ‘representou’ (rectius, ‘presentou’) ou responsável técnico podem ser punidos em virtude da violação dos seus deveres (fiduciários ou de outra natureza), hipóteses em que haveria duas condutas sujeitas a punição (ato em si e violação do dever fiduciário ou técnico). No presente caso, repise-se, os atos não são da sociedade, mas sim do AAI pessoa física, inexistindo ainda qualquer obrigação legal ou regulatória de fiscalização por parte da sociedade uniprofissional, e nem mesmo previsão de regras sobre centros de imputação de responsabilidade*”.

exploração da atividade econômica. Conseqüentemente, será possível a responsabilização administrativa da própria pessoa jurídica.

O artigo 2º, §1º, da Instrução CVM nº 497/2011 estabelece que a constituição de sociedade não elide as obrigações e responsabilidades aplicáveis aos agentes autônomos que a integram. Ou seja, **todos** os sócios respondem subjetivamente na esfera administrativa.

Desse modo, é recomendável a extensão, a esses participantes, do regime jurídico que já se aplica a outras atividades reguladas, determinando-se que apontem administradores encarregados pela atividade-fim perante a Autarquia.

De acordo com o artigo 4º, inciso III, da Instrução CVM nº 558/2015, conforme alterada pelas Instruções CVM nºs 593/2017, 597/2018 e 604/2018 (“Instrução CVM nº 558/2015”), as gestoras, por exemplo, devem indicar um ou mais diretores encarregados pela área de administração de carteira de valores mobiliários. No desempenho de suas funções, esses executivos contam com o auxílio de um departamento técnico, o qual pode, inclusive, ser composto por pessoas que não possuem registro junto à Autarquia.

Portanto, independentemente da regra atualmente em vigor de que devem ser credenciados todos aqueles que atuam **diretamente** na atividade-fim da sociedade, a sugestão é a de que sejam constituídos “centros de imputação de responsabilidade”, que estimulam a adoção de condutas diligentes por parte dos executivos<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> Sobre o assunto, ver Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2010/9129, Rel. Dir. Otávio Yazbek, j. em 09.08.2011; Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2010/13301, Rel. Dir. Luciana Dias, j. em 23.10.2012; e Processo Administrativo Sancionador CVM nº 01/2010, Rel. Dir. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 09.07.2013.

Atendidas essas sugestões e sendo constatada infração ao artigo 3º da Instrução CVM nº 497/2011, além do sócio não credenciado e da instituição intermediária, poder-se-ia responsabilizar administrativamente também a própria sociedade e/ou o(s) seu(s) administrador(es) indicado(s) como responsável(eis) pela atividade-fim, a depender de cada caso concreto, à semelhança do que já se verifica em relação a outros participantes do mercado.

**(iv) Limitação à participação de terceiros não credenciados**

É possível impor limitações à participação de terceiros não credenciados nas sociedades empresárias de agentes autônomos de investimento. Nesse sentido, a sociedade poderia ter como controladores somente pessoas registradas para o exercício daquela atividade.

**C. A COMPATIBILIDADE ENTRE A CONSTITUIÇÃO DE SOCIEDADES EMPRESÁRIAS E A CONDIÇÃO DE PREPOSIÇÃO DOS AGENTES AUTÔNOMOS DE INVESTIMENTO PERANTE AS INSTITUIÇÕES INTERMEDIÁRIAS**

A Autarquia solicita que os participantes da Audiência Pública SDM nº 03/2019 esclareçam como a permissão para constituir sociedades empresárias *“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”*<sup>14</sup>.

Conforme o artigo 1º da Instrução CVM nº 497/2011, os agentes autônomos atuam como prepostos dos intermediários.

---

<sup>14</sup> Edital da Audiência Pública SDM nº 03/2019, p. 11. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2019/sdm0319\\_Edital.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2019/sdm0319_Edital.pdf)>. Acesso em 26.08.2019.

Ao estabelecer a condição de preposição, a Autarquia visa a assegurar que as instituições intermediárias possam desempenhar devidamente o seu papel de *gatekeepers* do sistema de distribuição de valores mobiliários, respondendo, nessa condição, pelos atos praticados pelos agentes autônomos por elas contratados, na forma do artigo 15 da Instrução CVM nº 497/2011.

Com efeito, o artigo 2º da antiga Instrução CVM nº 434/2006, de forma semelhante ao que se verifica no regime atual, estabelecia que o agente autônomo exercia atividade de distribuição “*sob a responsabilidade e como preposto de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários*”.

Por sua vez, o artigo 17 do mesmo ato normativo previa que:

***“Art. 17. 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.***

***§1º A instituição intermediária é responsável pelos atos praticados pelo agente autônomo na condição de seu preposto.***

***§2º A responsabilidade administrativa da instituição intermediária decorrerá de eventual falta em seu dever de supervisão sobre os atos praticados pelo agente autônomo.”*** (grifamos)

Em razão da redação adotada no *caput*, eram comuns os casos em que os intermediários defendiam a responsabilização direta dos agentes autônomos, notadamente em face de pleitos de investidores no âmbito do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos – MRP, administrado pela BSM. No entanto, o §1º do mesmo dispositivo já determinava a responsabilidade das instituições integrantes do sistema de distribuição pelos atos praticados pelos agentes autônomos por elas contratados.

Ou seja, nesse particular, a Instrução CVM nº 497/2011 **não** implementou alteração material. Na realidade, a Autarquia visou apenas a **esclarecer** o regime de distribuição de responsabilidades entre os participantes do mercado, alterando a redação até então adotada de modo a não dar margem a discussões. Esse entendimento constou **expressamente** do Edital da Audiência Pública SDM nº 03/2010:

*“Já no regime atual, os autônomos agem sob a responsabilidade da instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários para a qual prestam serviços, seja porque atuam na qualidade de prepostos dos intermediários contratantes, seja porque eles estão expressamente colocados sob um regime de fiscalização de suas atividades por parte daqueles intermediários.*

*(...)*

*Desta maneira, e como muitas das dificuldades no trato com a matéria vêm surgindo de interpretações diversas adotadas para o art. 17 da norma em vigor, a CVM decidiu reformular a redação dos comandos que tratam de responsabilização dos agentes autônomos de investimento e dos intermediários. O objetivo da nova redação é esclarecer que os intermediários são responsáveis por todos os seus clientes igualmente e que a responsabilidade dos agentes autônomos é perante o intermediário.”<sup>15</sup> (grifamos)*

Vale relembrar que o artigo 8º da Instrução CVM nº 434/2006 admitia a constituição de sociedades empresárias, bem como que nelas figurassem como sócios pessoas não credenciadas. **Independentemente** disso, a Autarquia determinava que os agentes autônomos atuassem como prepostos das instituições intermediárias, respondendo essas pelos atos praticados por aqueles.

---

<sup>15</sup> Edital da Audiência Pública SDM nº 03/2010, p. 6. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2010/sdm0310-edital.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2010/sdm0310-edital.pdf)>. Acesso em 26.08.2019.

Não se trata de uma particularidade do mercado brasileiro. O artigo 4º da Diretiva nº 2014/65/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, complementada pelo Regulamento Delegado nº 2017/565/EU da Comissão, estabelece, por exemplo, que:

*“1. Para efeitos da presente diretiva, as seguintes definições são aplicáveis:*

*(...)*

*29) «Agente vinculado»: uma pessoa singular ou coletiva que, **sob a responsabilidade total e incondicional de uma única empresa de investimento em cujo nome atua, promove serviços de investimento e/ou serviços auxiliares junto de clientes ou clientes potenciais, recebe e transmite instruções ou ordens de clientes relativamente a serviços de investimento ou instrumentos financeiros, coloca instrumentos financeiros ou presta um aconselhamento aos clientes ou clientes potenciais relativamente a esses instrumentos ou serviços financeiros.**” (grifamos)*

Isto é, os agentes vinculados – cujas atividades correspondem, em grande medida, às dos agentes autônomos com vínculo de exclusividade – também atuam sob a condição de preposição, respondendo por seus atos as instituições intermediárias contratantes, à semelhança do que dispõe a Instrução CVM nº 497/2011.

Por sua vez, o Código dos Valores Mobiliários de Portugal determina que:

*“Artigo 294.º-B*

*Exercício da atividade*

*1 - O exercício da atividade do agente vinculado depende de contrato escrito, celebrado entre aquele e o intermediário financeiro, que estabeleça expressamente as funções que lhe são*

*atribuídas, designadamente as previstas na alínea b) do n.º 1 do artigo anterior.*

**2 - A atividade do agente vinculado é exercida:**

**a) Por pessoas singulares, estabelecidas em Portugal, não integradas na estrutura organizativa do intermediário financeiro;**

**b) Por sociedades comerciais, com sede estatutária em Portugal, que não se encontrem em relação de domínio ou de grupo com o intermediário financeiro.” (grifamos)**

Assim, a condição de preposição dos agentes vinculados **coexiste** com a possibilidade de constituição de sociedades comerciais, as quais podem ser equiparadas às sociedades empresárias brasileiras<sup>16</sup>.

Ou seja, (i) a instituição da preposição tem como principal implicação a possibilidade de responsabilização dos intermediários e (ii) esse regime de repartição de responsabilidades **não** é incompatível com a organização dos agentes autônomos de investimento por meio de sociedades empresárias.

Na realidade, tal regime **seria reforçado**, na medida em que haveria a (i) ampliação dos mecanismos de controles dos intermediários em relação aos agentes autônomos, aumentando, portanto, a extensão de sua responsabilidade; e (ii) criação de incentivos para a adoção de postura vigilante não somente por parte (a) daqueles indicados como encarregados pelo desempenho da atividade-fim, mas, também, (b) de todos os sócios, que poderiam sofrer as consequências indiretas de eventual responsabilização da pessoa jurídica, conforme exposto na seção “B” desta manifestação.

---

<sup>16</sup> Em Portugal, as sociedades dividem-se entre civis e comerciais, enquadrando-se nessa última espécie as que “*tenham por objecto a prática de actos de comércio e adoptem o tipo de sociedade em nome colectivo, de sociedade por quotas, de sociedade anónima, de sociedade em comandita simples ou de sociedade em comandita por acções*” (artigo 1º, 2, do Código das Sociedades Comerciais de Portugal).

#### **D. A INEXISTÊNCIA DE RAZÕES QUE JUSTIFIQUEM A SEGMENTAÇÃO ENTRE AS SOCIEDADES SIMPLES E EMPRESÁRIAS DE AGENTES AUTÔNOMOS DE INVESTIMENTO**

A Autarquia solicita a manifestação no âmbito da Audiência Pública SDM nº 03/2019 sobre a pertinência de – uma vez admitida a constituição de sociedades empresárias de agentes autônomos de investimento – *“segmentar os participantes, isto é, eliminar a restrição hoje existente somente para determinado segmento”*<sup>17</sup>.

Conforme acima exposto, a diferença central entre as sociedades simples e empresárias reside no elemento de empresa, que está ausente nas primeiras e presente nas segundas. Isto é, se os negócios são explorados por meio do emprego de estrutura empresarial, na qual se encontram ordenados pessoas, tecnologia e capital, a sociedade será – salvo determinação legal ou regulatória em sentido contrário –, empresária.

Não se justifica a imposição de segmentação entre os participantes. Recomenda-se que se retorne, nesse particular, à lógica do regime anterior, em que os administrados eram livres para organizar o exercício de sua atividade da maneira que melhor atendesse aos interesses particulares de seus negócios – observadas, no entanto, novas atribuições que reforçariam a responsabilidade dos intermediários, conforme seção “B” acima.

---

<sup>17</sup> Edital da Audiência Pública SDM nº 03/2019, p. 11. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2019/sdm0319\\_Edital.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2019/sdm0319_Edital.pdf)>. Acesso em 26.08.2019.

## **E. OS BENEFÍCIOS DECORRENTES DA CONSTITUIÇÃO DE SOCIEDADES EMPRESÁRIAS DE AGENTES AUTÔNOMOS DE INVESTIMENTO**

A Autarquia solicita que os participantes da Audiência Pública SDM nº 03/2019 indiquem *“quais outras possíveis vantagens e desvantagens espera-se que possam decorrer da eventual flexibilização do tipo societário”*<sup>18</sup>.

Desde a edição da Instrução CVM nº 497/2011, tem-se observado significativo aumento do número de sociedades de grande porte atuando nesse setor. Os dados numéricos sobre a composição de tais pessoas jurídicas, apresentados no Edital da Audiência Pública SDM nº 03/2019<sup>19</sup>, não deixam dúvida de que, no atual estágio de maturidade do mercado de capitais brasileiro, a exploração das atividades típicas de agentes autônomos de investimento também ocorre mediante a adoção de complexa estrutura organizacional, a qual constitui elemento de empresa.

A profissionalização da estrutura de atuação desses participantes é uma tendência internacional e decorre de uma demanda dos próprios investidores por novas alternativas de investimento<sup>20</sup>. Portanto, admitir que essas sociedades se organizem sob a espécie empresária representa a necessária conformação das normas regulatórias à realidade vigente.

Conforme exposto, a obrigatoriedade de que as sociedades de agentes autônomos de investimento constituam-se sob a espécie simples decorreu

<sup>18</sup> Edital da Audiência Pública SDM nº 03/2019, p. 11. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2019/sdm0319\\_Edital.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2019/sdm0319_Edital.pdf)>. Acesso em 26.08.2019.

<sup>19</sup> Edital da Audiência Pública SDM nº 03/2019, p. 9-10. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2019/sdm0319\\_Edital.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2019/sdm0319_Edital.pdf)>. Acesso em 26.08.2019.

<sup>20</sup> Desde a entrada em vigor da Instrução CVM nº 497/2011 – isto é, em janeiro de 2012 – **quadruplicou** o número de pessoas físicas registradas como agentes autônomos. Conclusão extraída de informações constantes do site da CVM. Disponíveis em: <[http://sistemas.cvm.gov.br/cadastro/SPW\\_ADM\\_CONS.ZIP](http://sistemas.cvm.gov.br/cadastro/SPW_ADM_CONS.ZIP)>. Acesso em 31.07.2019.

do entendimento da Autarquia de que somente pessoas credenciadas poderiam nelas deter participação. Como igualmente observado, no atual estágio de evolução do mercado de capitais brasileiro – inclusive dos instrumentos regulatórios de que dispõe a CVM e dos meios de fiscalização que foram desenvolvidos pelos intermediários –, não subsistem razões que justifiquem essa vedação.

Nesse contexto, eventual permissão para que os agentes autônomos de investimento constituam sociedade empresária deve ter como consequência lógica a autorização para que tenham como sócios terceiros não credenciados.

Os principais benefícios que poderiam decorrer dessa opção regulatória estão relacionados à nova realidade que se instaurou desde a edição da Instrução CVM nº 497/2011. À semelhança de outras atividades reguladas, verificou-se a “modernização” da atuação dos agentes autônomos de investimento, a qual, porém, veio acompanhada de novos desafios.

Com efeito, em decorrência do desenvolvimento e do crescimento do mercado, é cada vez mais frequente que se imponha aos agentes autônomos a adequação de seu estabelecimento comercial, a contratação de sistemas operacionais, a realização de investimentos em *marketing*, dentre outros. Ou seja, para permitir a expansão dos negócios com a segurança e controle devidos, é necessário comprometer recursos.

No regime ora em vigor, os agentes autônomos de investimento dependem, em sua grande maioria, do capital de terceiros para expandir suas atividades, permanecendo “à mercê” das condições bancárias. Daí a vantagem de serem admitidos sócios investidores, que não teriam qualquer participação na atividade-fim desempenhada por essas sociedades, limitando-se a contribuir para o financiamento das operações, com vistas à obtenção de lucros.

A propósito, destaque-se que os sócios capitalistas, por passarem a integrar o risco do negócio, teriam todo interesse em se assegurar de que as sociedades investidas dispõem de estruturas capazes de atender satisfatoriamente às exigências regulatórias. Isto é, para que os agentes autônomos pudessem atrair esses recursos e usufruir dos benefícios deles decorrentes, precisariam comprovar a existência de sólida estrutura de governança.

Ademais, as pessoas jurídicas de agentes autônomos de investimento – notadamente as de grande porte – necessitam de serviços “acessórios” que são, na realidade, fundamentais à consecução de seu objeto social, como, por exemplo, de consultoria jurídica, de tecnologia da informação, de *compliance* e de *marketing*.

Por meio do Ofício-Circular nº 04/2018/CVM/SMI, de 14.12.2018, a Autarquia esclareceu que tais sociedades podem contratar funcionários para desempenhar funções técnicas. No entanto, é praxe em outros participantes do mercado brasileiro, como em administradores de carteira de valores mobiliários, que os referidos profissionais sejam admitidos como sócios, independentemente de possuírem registro junto à CVM.

A regra constante do artigo 8º, §2º, da Instrução CVM nº 497/2011 impede que as pessoas responsáveis pelas áreas não relacionadas à atividade-fim participem da expansão dos negócios sociais. Considerando que a mesma vedação não se aplica a outros regulados, o modelo em vigor dificulta a atração de colaboradores pelos agentes autônomos de investimento. Desse modo, outra vantagem associada à alteração ora proposta seria tornar essas contratações mais atraentes e menos dispendiosas, facilitando a captação de profissionais.

A regulação não deve servir como um entrave ao desenvolvimento do mercado financeiro. Além da preocupação com a proteção aos investidores, ela

deve orientar-se pela eficiência do mercado, inclusive visando a assegurar a adequada competição entre os seus participantes<sup>21</sup>.

Ao contrário, ao permitir a constituição de sociedades empresárias de agentes autônomos e, assim, a impulsão de seus negócios, a Autarquia estará assegurando maior competição na indústria, em benefício de todo o mercado. Com efeito, o reconhecimento dessa tendência e a sua adequada regulamentação permitiriam uma profissionalização ainda maior da atuação dos agentes autônomos de investimento, sem que fossem postas em xeque as salvaguardas criadas pela CVM para o sistema de distribuição<sup>22</sup>.

Por fim, cabe ressaltar, uma vez mais, que as normas editadas por esta Autarquia já admitem que pessoas jurídicas sujeitas a registro se constituam como empresárias, bem como que tenham sócios não autorizados a exercer a atividade-fim. É o caso, por exemplo, das sociedades de administradores de carteira, consultoria e análise de valores mobiliários, reguladas pelas Instruções CVM nºs 558/2015 (artigo 4º), 592/2017 (artigo 4º) e 598/2018 (artigo 11).

Como demonstrado, não mais subsistem razões para, nesse particular, estabelecer distinções entre a regulação da atividade dos agentes autônomos de investimento e dos demais participantes do mercado. Dessa forma, a modernização ora recomendada também tem o mérito de propiciar **tratamento isonômico** a todos eles, em consonância com os princípios que informam a atuação da Administração Pública, inclusive desta CVM.

---

<sup>21</sup> NELSON EIZIRIK, ARIÁDNA B. GAAL, FLÁVIA PARENTE e MARCUS DE FREITAS HENRIQUES. **Mercado de Capitais: regime jurídico**. 3ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 20-24.

<sup>22</sup> A propósito, cabe esclarecer que, em decorrência do disposto no artigo 983 do Código Civil, as sociedades simples podem adotar o tipo de sociedade limitada. Nesse caso, que é bastante comum na prática, seus sócios não respondem subsidiariamente pelas dívidas da sociedade. Portanto, a permissão à constituição de sociedades empresárias de agentes autônomos de investimento não importaria em redução da proteção atualmente conferida aos investidores e às corretoras (em caso de exercício do seu direito de regresso). Sobre o assunto, ver GUSTAVO TEPEDINO, HELOISA HELENA BARBOZA e MARIA CELINA BODIN DE MORAES. **Código Civil Interpretado Conforme a Constituição da República**. v. 3, Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 45.

**F. A IMPERTINÊNCIA DE SE FLEXIBILIZAR, NESTE MOMENTO, A REGRA QUE DETERMINA O VÍNCULO DE EXCLUSIVIDADE ENTRE OS AGENTES AUTÔNOMOS DE INVESTIMENTO E A INSTITUIÇÃO INTERMEDIÁRIA**

No item 5.2 do Edital da Audiência Pública SDM nº 03/2019, a Autarquia sinalizou a possibilidade de modificar o artigo 13, inciso I, da Instrução CVM nº 497/2011.

A CVM indaga sobre a pertinência de flexibilização da regra que veda aos agentes autônomos de investimento manter contratos para a prestação de serviços com mais de uma instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, *“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”*<sup>23</sup>.

Há 2 (duas) possibilidades para acomodar as implicações decorrentes da eventual extinção do vínculo de exclusividade: a (i) manutenção do atual regime de preposição, com o significativo e injustificável aumento dos riscos dos intermediários; ou (ii) alteração do regime de distribuição de responsabilidades entre os intermediários e os agentes autônomos, criando novos custos regulatórios para esses participantes.

Muitas dificuldades decorrem dessas opções regulatórias, inclusive no que tange à capacidade de fiscalização da CVM e da BSM para lidar com as modificações aventadas.

---

<sup>23</sup> Edital da Audiência Pública SDM nº 03/2019, p. 13. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2019/sdm0319\\_Edital.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2019/sdm0319_Edital.pdf)>. Acesso em 26.08.2019.

**(i) Cenário 1: manutenção do vínculo de preposição e significativo e injustificável aumento dos riscos dos intermediários**

Conforme consta do próprio Edital da Audiência Pública SDM nº 03/2019, uma das principais razões que justificaram a imposição da exclusividade relaciona-se à amplitude do dever de fiscalização dos intermediários (artigo 17 da Instrução CVM nº 497/2011)<sup>24</sup>. Isto é, como eles devem estender aos agentes autônomos contratados seus próprios controles e procedimento internos, não se pode admitir a possibilidade de haver incompatibilidades entre as regras de cada corretora com a qual aqueles participantes mantêm relação jurídica.

Com efeito, a inexistência de vínculo de exclusividade tornaria muito mais complexa a tarefa de monitorar a atuação dos agentes autônomos.

No regime ora em vigor, as corretoras têm acesso à totalidade das operações realizadas pelos seus contratados, inclusive das negociações feitas por eles por conta própria, nos termos do artigo 25, *caput*, da Instrução CVM nº 505/2011, conforme alterada pelas Instruções CVM nºs 526/2012 e 581/2016 (“Instrução CVM nº 505/2011”). Em razão disso, conseguem apurar mais facilmente eventuais irregularidades em suas operações.

Nesse sentido já se manifestou, inclusive, a BSM:

***“A referida vedação [constante do artigo 25, caput, da Instrução CVM nº 505/2011] se justifica, pois a realização de operações de pessoas vinculadas por intermédio de outro Participante (i) impede que o intermediário fiscalize a conduta de seu preposto e atue, de forma ativa, no controle e na***

---

<sup>24</sup> Edital da Audiência Pública SDM nº 03/2019, p. 6. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2019/sdm0319\\_Edital.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2019/sdm0319_Edital.pdf)>. Acesso em 26.08.2019.

*prevenção de eventos que possam afetar o mercado, o que prejudica o desempenho de sua função de gatekeeper e (ii) implica potencial conflito de interesses, tendo em vista que o preposto poderá negociar por intermédio de outro Participante depois de ter tido acesso a informações e estratégias de operações definidas pelo intermediário a que esteja vinculado ou por seus clientes.”<sup>25</sup> (grifamos)*

A título de exemplo, durante a realização de auditorias de ordens, são por vezes identificados indícios de ilícitos, como a prática de *churning*, cabendo, nesse caso, ao intermediário confirmar com os investidores a sua proveniência. Se as operações dos agentes autônomos pudessem ser diluídas entre várias corretoras, não tendo cada uma delas acesso aos registros das ordens transmitidas às outras, essa fiscalização seria prejudicada, visto que os intermediários sequer seriam capazes de aferir a existência de giro excessivo da carteira.

A propósito, cabe destacar que grande parte das reclamações de investidores no âmbito do MRP não está relacionada aos registros de ordens existentes junto às corretoras, mas ao momento anterior, isto é, à transmissão das ordens pelos agentes autônomos de investimento aos sistemas dos intermediários. O fim do regime de exclusividade também poderia criar, nessas situações, ampla discussão sobre qual seria a corretora responsável por indenizar eventuais prejuízos.

Outra hipótese que ilustra as dificuldades de fiscalização decorrentes da extinção do vínculo de exclusividade é a observância das regras de *suitability*. De acordo com o artigo 1º da Instrução CVM nº 539/2013, com as alterações introduzidas pela Instruções CVM nºs 554/2014, 593/2017 e 604/2018, os integrantes do sistema de distribuição não podem **recomendar** produtos sem

---

<sup>25</sup> Processo Administrativo Sumário nº 22/2017, j. em 21.03.2018. No mesmo sentido, ver Processo Administrativo Sumário nº 26/2013, j. em 30.10.2014; Processo Administrativo Sumário nº 03/2018, j. em 31.07.2018; e Processo Administrativo Sumário nº 13/2018, j. em 11.01.2019.

verificar sua adequação ao perfil dos clientes. Ora, se não houvesse vínculo de exclusividade, qual dos intermediários com os quais o agente autônomo mantém relação contratual seria responsável por eventual violação à Instrução CVM nº 539/2013?

Por sua vez, em caso de violação às normas que lhe são aplicáveis, a CVM e a BSM necessitariam de uma estrutura apta a identificar para qual corretora o agente autônomo estava agindo na qualidade de preposto, sob pena de se configurar a inadmissível responsabilidade objetiva das instituições com as quais ele mantém vínculo contratual.

Verifica-se que, além de terem de despender ainda mais recursos na atividade de fiscalização, os intermediários estariam aumentando significativa e injustificavelmente sua exposição a riscos. Nesse cenário, é provável que eles **não** vislumbrem incentivos para contratar sociedades de agentes autônomos de menor porte, preferindo fortalecer os seus departamentos internos de “assessores de investimento”, ou, ainda, estabelecer relação com as entidades mais estruturadas.

Portanto, ao contrário do que sustentam aqueles favoráveis à flexibilização do artigo 13, inciso I, da Instrução CVM nº 497/2011, tal alteração pode **não** fortalecer a concorrência no segmento. Ao revés, essa medida tende a provocar uma concentração de sociedades de agentes autônomos de maior porte, em prejuízo de todo o mercado – tendo em vista, inclusive, a importante função desempenhada por esses participantes de permitir o alargamento da base de clientes em regiões mais afastadas dos grandes centros urbanos, onde se concentram as corretoras. Não bastasse isso, a medida demandaria da própria Autarquia significativo aumento de sua capacidade de fiscalização.

A propósito, vale ressaltar que a hipótese ora em análise em muito se difere da de outras situações reguladas em que não vigora o regime de

exclusividade, como no caso dos emissores de valores mobiliários em relação aos coordenares líderes de ofertas públicas (Instrução CVM nº 400/2003), dos gestores de fundos de investimento em relação aos administradores fiduciários (Instrução CVM nº 555/2014) e da distribuição de cotas de fundos de investimento (artigo 13, §2º, da Instrução CVM nº 497/2011).

Conforme exposto, as instituições intermediárias respondem pelos atos praticados pelos agentes autônomos a elas vinculados, que atuam como seus prepostos (artigo 15 da Instrução CVM nº 497/2011). Em razão disso, não cabe ao agente autônomo, mas à própria corretora manter uma complexa estrutura de *compliance*, indicando diretor responsável por essa área, elaborando políticas e procedimentos internos a serem observados por seus contratados e assegurando **ampla** fiscalização das atividades por eles desempenhadas (artigo 17, incisos I, II e VII, da Instrução CVM nº 497/2011).

Por sua vez, as funções atribuídas aos coordenadores líderes visam essencialmente a assegurar a regular realização da oferta pública específica que foram contratados para intermediar. Assim, incluem-se dentre as suas principais responsabilidades a apresentação do pedido de registro, a elaboração do prospecto e a divulgação de anúncio sobre o início da distribuição dos valores mobiliários (artigos 7º, 37, 38, 52 e 56, § 1º, da Instrução CVM nº 400/2003). A instituição financeira, nesse caso, **não** tem o dever de fiscalizar ostensivamente as operações dos emissores, podendo, inclusive, confiar em declarações recebidas de especialistas para atestar a veracidade das informações financeiras e jurídicas prestadas ao mercado, conforme já decidiu a CVM<sup>26</sup>.

Com relação à indústria de fundos de investimento, deve-se destacar que os gestores são obrigados a manter estrutura própria de *compliance*, sendo atribuído aos administradores fiduciários um dever genérico de supervisão (artigo

---

<sup>26</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/10276, Rel. Diretor Pablo Renteria, j. em 11.07.2017.

4º da Instrução CVM nº 558/2015 e artigo 82, §2º, da Instrução CVM nº 555/2014). Ademais, diferentemente do que se verifica em relação a outros ativos – ações, opções, derivativos –, as cotas de fundos de investimento **não** podem ser utilizadas para a prática de ilícitos como manipulação de preços, operações fraudulentas e *insider trading*. Desse modo, o monitoramento das operações envolvendo esses valores mobiliários – que, muitas vezes, limitam-se a aplicações e resgates – é menos complexo.

Verifica-se que a extensão do dever de supervisão das corretoras relativamente aos agentes autônomos contratados é bastante **superior** à dos demais participantes do mercado que também desempenham papel de *gatekeepers*. Em razão disso, não se sustenta o argumento invocado por aqueles que defendem o fim da regra de exclusividade constante do artigo 13, inciso I, da Instrução CVM nº 497/2011 no sentido de que tal limitação não seria coerente com as normas da Autarquia aplicáveis a outras atividades reguladas.

**(ii) Cenário 2: extinção do vínculo de preposição e aumento dos custos regulatórios dos agentes autônomos de investimento**

Outra “solução” para acomodar o fim da exclusividade seria a **extinção** da condição de preposição prevista na Instrução CVM nº 497/2011, modificando-se, assim, o regime de distribuição de responsabilidades entre agentes autônomos e intermediários.

Considerando que a inexistência de vínculo de exclusividade tornaria mais complexa a tarefa das instituições intermediárias, da Autarquia e da BSM de monitorar a atuação dos agentes autônomos que mantêm vínculos com outras instituições, a CVM poderia determinar que esses participantes passassem a agir em nome próprio. O cliente estabeleceria, assim, 2 (dois) vínculos distintos, um com

o agente autônomo (responsável pelo relacionamento comercial) e outro com o(s) intermediário(s) (responsável(eis) pela execução das ordens e custódia dos ativos).

Consequentemente, os próprios agentes autônomos teriam de manter estrutura de (i) cadastramento de clientes e *know your client*; (ii) verificação de *suitability*; (iii) segurança e sigilo de informações e (iv) *compliance*, o que hoje cabe inteiramente à instituição intermediária. Para tanto, precisariam desenvolver todas as políticas internas relacionadas a essas atividades, realizar treinamentos, bem como dispor de recursos operacionais e humanos necessários à sua execução e fiscalização, inclusive apontando diretores encarregados pelas áreas de *Compliance* e Controles Internos, *Suitability* e Prevenção e Combate à Lavagem de Dinheiro (especificamente com relação a procedimentos de *know your client*).

O enquadramento do investidor como cliente direto do agente autônomo também afetaria as suas estratégias comerciais. Com efeito, em decorrência da extinção da condição de preposição, o material divulgado – incluindo informações constantes do *website* do agente autônomo e os relatórios econômicos e financeiros por ele elaborados – **não** poderia se sujeitar à prévia aprovação do intermediário, como se verifica no regime atual.

Ou seja, a instituição intermediária **não** seria responsável pelo conteúdo desses documentos, não podendo, assim, sua marca ser utilizada pelos agentes autônomos por ela contratados.

Ademais, esses participantes também passariam a responder civil e administrativamente – inclusive no âmbito do MRP – por danos que seus atos causassem a terceiros, **sem** a responsabilidade solidária ou subsidiária das corretoras, que poderiam ser responsabilizadas apenas em relação às suas atribuições (execução e custódia).

**(iii) Remuneração: potencialização dos conflitos de interesses**

Os agentes autônomos são remunerados de acordo com os produtos financeiros vendidos e o número de operações realizadas pelos investidores. Independentemente da manutenção, ou não, da condição de preposição, o fim do vínculo de exclusividade potencializaria, em função desse sistema de remuneração, situações de conflitos de interesses, pois os agentes autônomos poderiam escolher – de acordo com suas conveniências pessoais – as operações em que atuariam vendendo produtos de uma ou de outra corretora.

Ainda que viesse a ser implementada regra de transparência, abordada no item 5.3 do Edital da Audiência Pública SDM nº 03/2019<sup>27</sup>, de modo a impor-se a divulgação da remuneração dos agentes autônomos pelos produtos distribuídos, esse conflito de interesses **não** seria eliminado.

Com efeito, os participantes estariam sujeitos a diferentes condições de remuneração em cada um dos intermediários com os quais mantivessem vínculo contratual – relativamente aos mesmos produtos ou a produtos distintos –; por outro lado, o *disclosure* abrangeria apenas informações sobre operações realizadas. Sendo assim, os clientes não teriam como efetivamente avaliar se os agentes autônomos agiram motivados por seus interesses pessoais em detrimento dos interesses dos próprios clientes, gerando grande insegurança jurídica no mercado.

---

<sup>27</sup> Edital da Audiência Pública SDM nº 03/2019, p. 15. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2019/sdm0319\\_Edital.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2019/sdm0319_Edital.pdf)>. Acesso em 26.08.2019.

**(iv) Conclusão: fim da exclusividade vs. permissão à constituição de sociedades empresárias**

No cenário da manutenção da relação de preposição, os intermediários continuariam responsáveis pelos atos praticados pelos agentes autônomos, mas **umentariam** sua exposição a riscos, já que se tornaria mais complexa a tarefa de fiscalizar aqueles que mantêm vínculo com mais de uma corretora. Conforme exposto, isso tende a levar à **concentração** dos agentes autônomos em poucas sociedades de maior porte, em prejuízo de todo mercado.

No cenário da extinção da preposição, os agentes autônomos passariam a ter vínculo **direto** com os investidores, respondendo pelos prejuízos a que derem causa. Consequentemente, teriam de desenvolver complexa estrutura de (i) cadastramento de clientes e *know your client*; (ii) verificação de *suitability*; (iii) segurança e sigilo de informações; e (iv) *compliance*, além de estarem impedidos de utilizar a marca da instituição intermediária.

Verifica-se, assim, que a extinção da condição de preposição aumentaria **significativamente** os custos a serem incorridos pelos agentes autônomos. Essa opção regulatória, portanto, também criaria uma tendência de concentração dos agentes autônomos em sociedades de maior porte, as únicas que dispõem de recursos suficientes para arcar com esses custos adicionais.

Ademais, considerando que a esmagadora maioria desses participantes – mesmo os de maior porte – **não** dispõe de recursos financeiros comparáveis aos dos intermediários, a limitação da responsabilidade das corretoras às suas próprias atribuições (execução e custódia) poderia implicar, em muitos casos, proteção insuficiente aos investidores.

Dentre outros fatores, a existência de clareza no mercado quanto à possibilidade de responsabilização do intermediário (resultado que se atingiu após a edição da Instrução CVM nº 497/2011) permitiu o crescimento do número de agentes autônomos em atividade no Brasil<sup>28</sup>. Isto é, esses participantes passaram a gozar de maior credibilidade, a qual é reforçada, perante os investidores, em decorrência do uso da marca das corretoras contratantes.

Por todo exposto, resta claro que a extinção da condição de preposição poderia **inviabilizar** as atividades dos agentes autônomos, ou, no mínimo, colocar seus clientes em posição de maior vulnerabilidade.

Além disso, em quaisquer das opções vislumbradas para lidar com o fim da exclusividade, a CVM e a BSM teriam de empreender maiores esforços na fiscalização da atuação **individual** de todos os agentes autônomos registrados – seja para identificar para qual corretora eles estariam agindo ao desempenhar todas as suas atividades (no caso do cenário 1), seja para fiscalizar o cumprimento das novas obrigações que seriam atribuídas aos agentes autônomos (no caso do cenário 2).

Em qualquer desses dois 2 (dois) cenários analisados acima, existiria, ainda, uma potencialização dos conflitos de interesses, face à existência de diferentes condições de remuneração, o que também demandaria atuação mais enérgica dos órgãos regulador e autorregulador.

Hoje, os profissionais da CVM e da BSM concentram seu trabalho de supervisão nas **69** (sessenta e nove) corretoras existentes no país. Esses órgãos teriam de passar a acompanhar, de perto, a atuação de mais de **8.000** (oito mil)

---

<sup>28</sup> Desde a entrada em vigor da Instrução CVM nº 497/2011, em janeiro de 2012, **quadruplicou** o número de pessoas físicas registradas como agentes autônomos. Conclusão extraída de informações constantes do site da CVM. Disponíveis em: <[http://sistemas.cvm.gov.br/cadastro/SPW\\_ADM\\_CONS.ZIP](http://sistemas.cvm.gov.br/cadastro/SPW_ADM_CONS.ZIP)>. Acesso em 31.07.2019.

peças físicas e 1.150 peças jurídicas registradas como agentes autônomos junto à Autarquia<sup>29</sup>.

Conforme exposto na seção “B”, entendemos que o mercado brasileiro está suficientemente maduro para que volte a ser admitida a constituição de sociedades empresárias de agentes autônomos de investimento, uma vez que (i) já estão claros os limites de atuação desses participantes; e (ii) é possível estabelecer medidas específicas e razoáveis a serem adotadas pelas instituições intermediárias com vistas a assegurar que as atividades elencadas no artigo 1º da Instrução CVM nº 497/2011 não sejam exercidas por terceiros não credenciados.

O fortalecimento dos mecanismos de controle, na hipótese de admissão da constituição de sociedades empresárias, **não** implicaria a necessidade de maiores esforços da CVM e da BSM no sentido de aumentar sua capacidade de pessoal e de recursos empregados na tarefa fiscalizatória, tampouco aumentaria consideravelmente a exposição a riscos por parte das corretoras e os custos regulatórios dos agentes autônomos de investimento.

Todavia, no caso da extinção da regra que determina o vínculo de exclusividade, a Autarquia e a BSM teriam de fortalecer sua área técnica responsável, para que fossem capazes de fiscalizar **cada** contrato celebrado entre os agentes autônomos de investimento e os intermediários. Tais órgãos **não** dispõem de estrutura suficiente para empreender tarefa dessa abrangência e, assim, certificar-se de que não haverá danos aos investidores nem ao desenvolvimento do mercado em geral<sup>30</sup>.

<sup>29</sup> Informações constantes do site da CVM. Disponível em: <[http://sistemas.cvm.gov.br/cadastro/SPW\\_ADM\\_CONS.ZIP](http://sistemas.cvm.gov.br/cadastro/SPW_ADM_CONS.ZIP)> e <[http://sistemas.cvm.gov.br/cadastro/SPW\\_DEMAIS\\_PARTIC.ZIP](http://sistemas.cvm.gov.br/cadastro/SPW_DEMAIS_PARTIC.ZIP)>. Acesso em 31.07.2019.

<sup>30</sup> A CVM conta, atualmente, com 503 (quinhentos e três) colaboradores, sendo que **apenas 47** (quarenta e sete) deles estão alocados na Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI. Já a BSM tem 130 funcionários, sendo **28** (vinte e oito) deles alocados na Superintendência de Acompanhamento de Mercado – SAM. Dados disponíveis, respectivamente, no Informe de Recursos Humanos da CVM de junho de 2019 (<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso\\_informacao/servidores/informe/2019/Informe-GAH-06-de-2019.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/servidores/informe/2019/Informe-GAH-06-de-2019.pdf)>) e no Relatório Semestral de Supervisão Baseada em Risco de janeiro-junho de

Registre-se, por fim, que a alteração do regime de exclusividade **não** acarretaria benefícios significativos para os clientes.

Diante do acima exposto, é recomendável que, neste momento, seja **mantida** a regra constante do artigo 13, inciso I, da Instrução CVM nº 497/2011, sem prejuízo de que a questão venha a ser novamente discutida no futuro, quando o mercado brasileiro já tiver mais maturidade para lidar com a liberdade de vínculos entre agentes autônomos de investimento e corretoras.

Sendo essas as considerações que entendemos oportunas, permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,



Nelson Eizirik



Andrea Braga



Renata Moritz Serpa Coelho



Giovanna Rennó Duque