

São Paulo, 15 de setembro de 2021.

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM

audpublicaSDM0521@cvm.gov.br

Rua Sete de Setembro, 111 - 23.º andar

Rio de Janeiro – RJ

CEP 20050-901

Exmo. Sr.

Antônio Carlos Berwanger

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM)

Ref.: Sugestões sobre a Audiência Pública SDM N° 05/2021

Prezados Senhores,

A **BR Invest Consultoria Empresarial Ltda.** é a primeira consultoria especializada no segmento de administração, gestão, custódia, distribuição e consultoria de fundos e valores mobiliários, do ponto de vista de governança, regulação e *compliance*.

Já lideramos projetos estratégicos, criação, reestruturação, auditoria regulatória ou de fusão de mais de 70 (setenta) gestores, consultores de valores mobiliários, agentes autônomos de investimento, associações e investidores estrangeiros com ampla penetração nacional e internacional, atuantes em São Paulo, Rio de Janeiro, Luxemburgo, Ribeirão Preto, Recife, Joinville, Florianópolis, Blumenau, Salvador, Caruaru, Teresina, Curitiba, Goiânia, Brasília e Porto Alegre.

Os sócios da BR Invest têm forte “DNA de mercado”, especialmente em questões de governança, regulação e *compliance*, tendo tido relevante participação nas atividades de representação e autorregulação da indústria de fundos na ANBIMA nos últimos 20 (vinte) anos, além de ampla experiência de mercado.

1

Os principais focos de atuação da BR Invest são:

- Implementação de estruturas (da definição do foco de mercado, o *business plan*, formulação de políticas, até a habilitação junto a reguladores) de gestores, administradores, custodiantes, consultores, distribuidores, agentes autônomos de investimento, etc.;
- Criação e revisão de processo de distribuição, *suitability*, consultoria e controle de adequação a perfis de investimento;
- Regulação CVM e autorregulação ANBIMA e B3;
- Governança e processos de investimento para *Family Offices*;
- Mapeamento de fluxos operacionais, adequação às normas, avaliação de manuais e políticas com foco na geração de evidências que comprovem o atendimento das normas aplicáveis;
- Revisão e adequação de estruturas a mudanças regulatórias;
- *Due Diligence* de gestores e demais prestadores de serviço; e
- Suporte em questionamentos de reguladores e autorreguladores, bem como a estruturação de relatórios periódicos de adequação exigidos pela CVM.

Reputamos de extrema relevância o presente debate proposto pela CVM: é evidente que nos últimos anos a tecnologia, a mudança cultural (e de comportamento, hábitos e costumes) do investidor, além das taxas de juros mais baixas e o desenvolvimento de um mercado de produtos financeiros mais complexos e sofisticados vêm transformando profundamente a forma como o público considera suas finanças pessoais e seus recursos. E é absolutamente natural que as instituições se movam - de maneira criativa e eficiente - para tentar capturar as vantagens propiciadas por este cenário competitivo.

Nesse contexto, a relevância estratégica representada pelos agentes autônomos de investimentos (“AAIs”) ganhou contornos inesperados na última década: instituições focadas nesse mercado perceberam que uma oferta diferenciada não apenas de produto, mas também de educação financeira, informações, conhecimento etc., pode despertar uma demanda adormecida dos investidores por portfólios mais sofisticados.

Tal oferta - acompanhada de um processo bem estruturado de *suitability*, considerando uma relação equilibrada de “risco x retorno”, e precificada adequadamente - será capaz, no longo prazo, de trazer melhores rendimentos ao investidor.

Este movimento naturalmente gera impactos normativos: as estruturas regulatórias precisam ser reavaliadas para suprir e fazer frente a diversas questões que se consolidam, especialmente quando se traz à memória o grau de complexidade e sofisticação atingido por certas estruturas nesse segmento.

No caso dos AAIs, até não muito tempo atrás, eram considerados pouco mais que *brokers* de mesa de operações terceirizados, trabalhando muitas vezes dentro da própria corretora contratante. Bem diferente do cenário atual, em que existem empresas de AAIs contando com centenas de sócios, volumes relevantes de negócios, estruturas tecnológicas robustas, CRM, economistas, estrategistas, profissionais dedicados à análise de mercados e produtos, *marketing*, redes sociais, geração de conteúdo, eventos etc.

Diferentemente do passado, o modelo transacional se ampliou, tanto em termos de oferta (passando por produtos bancários, soluções de *investment banking*, câmbio, crédito, gestão de recursos individualizada, seguros, previdência, M&A etc.), quanto da estruturação de uma série de empresas “concatenadas” em “grupos independentes” para refletir todas as necessidades do cliente, visando a competir em todos os aspectos com instituições financeiras, de maneira segmentada.

É nesse contexto que se originou a necessidade de nova visitação ao presente tema, promovendo importantes alterações dos pontos de vista conceitual e regulatório sobre a atividade: a presente Audiência Pública (Audiência Pública SDM n.  05/2021 – “AP SDM 05/21”) foi precedida de uma “Audiência Conceitual” (Audiência Pública SDM n.  3/19¹ – “AP SDM 03/19”), realizada em 2019, na qual a CVM questionou o mercado acerca de alguns pontos principais que poderiam ser alterados na regula o dos AAIs, dentre os quais se destacavam principalmente dois, a saber: (i) a possibilidade de supressão do dever de exclusividade do AAI em rela o ao distribuidor contratante, e (ii) a possível elimina o da exigência da sociedade uniprofissional para a atividade (*i.e.*, com todos os sócios necessariamente devendo ser habilitados como AAIs).

Como resultado deste processo, a CVM agora coloca dois textos em audiência pública:

- Uma primeira minuta (“Minuta A”), que trata das alterações na regula o atual de AAIs (Resolu o CVM n.  16, de 09 de fevereiro de 2021 – “RCVM 16”); e
- A segunda minuta (“Minuta B”), que traz determina es relativas às informa es sobre remunera o e conflitos de interesse na intermedia o de opera es realizadas com valores mobiliários (editando a Resolu o CVM n.  35, de 26 de maio de 2021 – “RCVM 35”) – não apenas no caso de AAIs, mas também dos demais intermediários no mercado.

Passaremos então às nossas considera es sobre pontos específicos das normas em audiência e respectivas sugestões:

Sócios Consultores, Administradores ou que Exerçam Atividade Conflitante

Uma importante novidade trazida pela AP SDM 05/21   a possibilidade de que sócios *não habilitados como AAIs* possam participar do capital da empresa, abrindo caminho, desta forma, para que os chamados “sócios capitalistas” (*PFs ou PJs*) também possam integrá-la.²

Nesse sentido, a Minuta A traz o seguinte parágrafo, no art. 14:

“Art. 14. A entidade credenciadora deve conceder o credenciamento ao agente autônomo pessoa jurídica que:

I – tenha sede no país;

II – adote qualquer das formas societárias permitidas pela legisla o em vigor, observado o disposto no art. 34;

III – tenha como objeto social exclusivo o exercício da atividade de agente autônomo de investimento, sendo vedada a participa o em outras sociedades; e

IV – indique um diretor de controles internos e um diretor responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas por esta Resolu o, nos casos em que exigido, nos termos do art. 36.

§ 1  Da denomina o da pessoa jurídica de que trata o caput, assim como dos nomes de fantasia eventualmente utilizados, deve constar a expressão “Agente Autônomo de Investimento”, sendo vedada a utiliza o de siglas e de palavras ou expressões que induzam o investidor a erro quanto ao objeto da sociedade.

§ 2  Um mesmo agente autônomo de investimento pessoa natural não pode ser sócio, empregado ou contratado de mais de um agente autônomo de investimento pessoa jurídica.

§ 3  O agente autônomo de investimento pessoa jurídica não pode ter como titular direto ou indireto das a es ou cotas representativas de seu capital social pessoas naturais ou jurídicas que:

I – exerçam atividades conflitantes com os interesses da sociedade;

¹ V. http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0319.html

² Conceitualmente, a ideia trazida pela Minuta A   que os AAIs PJs que (1) desejem se vincular sem exclusividade, **e/ou** (2) aceitem sócios não-AAIs em seu capital, estejam sujeitos a certas restri es e devam contar com controles internos mais rígidos que os seus pares em situa o de exclusividade.

II – sejam consultores de valores mobiliários autorizados ou reconhecidos pela CVM; ou

III – sejam administradores de carteiras registrados na CVM.

(destaques nossos)

A vedação genérica a qualquer sócio que exerça “atividade conflitante”, em nossa visão, é algo que merece ser revisitado: dada a sua excessiva abertura, ela está sujeita a interpretações de hipóteses práticas e, conseqüentemente, pode trazer litígios ao mercado.

Tomemos apenas alguns poucos exemplos de situações em que a vedação, como está, traria dúvidas (e, mesmo riscos de potenciais discussões judiciais):

- (i) Uma pessoa física (ou jurídica), que não exerce nenhuma atividade profissional sequer relacionada ao mercado financeiro e de capitais, resolve se tornar um sócio capitalista de uma empresa de AAI. Passado algum tempo, esta pessoa física/jurídica resolve participar, como investidor, também de uma gestora de recursos, uma sociedade consultora de valores mobiliários ou mesmo em um banco ou corretora (ou, sendo uma pessoa física, vem a se empregar em qualquer uma de tais empresas). Pela redação proposta, tal sócio passaria à condição de “conflitado”, precisando então deixar a sociedade: neste caso, deveria haver uma venda forçada de suas cotas ou ações? Se sim, a que preço? Poderia nem mesmo ser de seu interesse vender tais participações nesse momento, ou que não se chegue a um valor de consenso - o que fazer nessa situação?
- (ii) Na hipótese de abertura de capital de uma empresa de AAI, haveria uma ampla zona cinzenta sobre quem poderia deter as ações ofertadas: profissionais de mercado, ou sócios de bancos, gestoras ou consultoras de valores mobiliários - ou mesmo suas tesourarias e fundos -, estariam então impedidos de participar da operação, mesmo visando apenas ao ganho de rendimentos com sua valorização? A quem caberia verificar essa restrição na prática, quando da oferta ao público? E sob qual fundamento?
- (iii) Na hipótese de uma pessoa jurídica ou física “conflitada” figurar como cotista em um FIP com mandato amplo de setores econômicos para investimento, haveria desenquadramento do fundo se o seu gestor decidisse pela participação num AAI? Seria razoável impedir a busca de maior eficiência da carteira nessas condições?
- (iv) Um banco de investimento, corretora, gestora de recursos, FIP etc. que não distribuam produtos através de corretoras ou de AAIs, e que não “concorram” em tais mercados, poderiam ser sócios de um AAI? A vedação então se aplicaria apenas a entidades que, *sendo da mesma natureza*, efetivamente se servissem de AAIs para distribuição de seus produtos? Ou ainda, os fundos de investimento por elas geridos/administrados poderiam deter cotas ou ações do AAI em uma hipótese, e na outra, não? Nesse caso, qual seria a lógica desse procedimento?
- (v) Investidores institucionais, fundos de *private equity*, bancos, corretoras, gestores etc. sediados no exterior, sem atuação no Brasil, tendo interesse meramente na valorização de sua eventual participação, poderiam então ser sócios ou cotistas de um AAI (ou em mais de um), por não terem conflito de interesse, enquanto bancos, corretoras, gestoras etc. com atividade no mercado nacional (e, por isso mesmo, “conflitados”), não poderiam? Se algum destes *players* internacionais passar a atuar no Brasil em um segundo momento, ele teria de deixar a sociedade de AAI? Caso sim, em que condições?

Poderíamos listar mais inúmeras hipóteses - e outras tantas certamente deverão surgir com o tempo -, tornando esta vedação “impessoal” e “genérica” um fator de risco de judicialização e/ou de necessidade de arbitragem recorrente da CVM, o que certamente não é desejável.

Entendemos que o espírito da norma foi de evitar relações que possam ser prejudiciais, mas ao mesmo tempo acreditamos que uma restrição dessa natureza – se mantida - precisaria ser precisa.

Conflitos de interesse existem para ser mitigados. E, da maneira genérica como foi regulado este dispositivo, pode haver interpretações distintas do que seriam as referidas “atividades conflitantes” (exceto pelos gestores e consultores, como diz a norma) – e isto tudo sem considerar que elas podem muito bem se alterar com o tempo.

Portanto, recomendamos que seja excluído o inciso I do § 3.º, no art. 14.

Em outras normas (por exemplo, as que regulam gestores, administradores de carteira, plataformas de *crowdfunding*, distribuição etc.), a CVM não restringe tipos específicos de sócios, atendo-se sempre à segregação, tratamento de ocorrências, transparência, procedimentos de *compliance* e mitigação nos eventuais conflitos de interesse.

Por esta razão, acreditamos que tanto este dispositivo, vedando genericamente “conflitados”, quanto os incisos II e III, que trazem o mesmo tratamento quanto a consultores e gestores, deveriam ser objeto de debate e flexibilização.

Instituições financeiras, por exemplo, podem atuar livre e simultaneamente em diversos setores conflitantes (v.g., gestão, consultoria e distribuição), e a regulação prudencial - estabelecendo segregação, *compliance* e diretores responsáveis - vem se mostrando altamente eficaz para limitar os riscos a tanto inerentes. Assim, a vedação proposta não nos parece atender aos melhores interesses dos investidores em um ambiente competitivo entre instituições financeiras e *players* independentes.

No que diz respeito à vedação para que gestores e consultores sejam sócios de AAIs (permitindo, porém, o inverso – isto é, AAIs sócios de gestores e consultores), a diferença de tratamento nunca nos pareceu adequada: por que, afinal, a restrição se aplicaria apenas numa direção, e não na “mão contrária”? Haveria então conflito em uma via, mas não na outra?

Este modelo restrito nos parece também prejudicial à transparência do mercado. Têm sido amplamente comuns situações de AAIs que, com o crescimento e amadurecimento de suas carteiras, enxerguem, em sua base de relacionamentos comerciais, clientes que confiariam em seus serviços inclusive se eles também desempenhassem atividades de gestão de recursos.

Ao buscar formas de desenhar este novo negócio, uma empresa de sucesso de AAIs geralmente já se depara com uma primeira discussão relevante: para a criação de uma *outra empresa* (de gestão), deverá se decidir se um dos sócios fundadores deveria deixar o AAI para ser responsável pela nova atividade (*i.e.*, a gestão), ou se se buscará profissional no mercado para tanto (seja como sócio ou funcionário); nesse caso, a (grande) dúvida que sempre fica é deixar um negócio já consolidado (por vezes já distribuindo ativos representativos até mesmo de bilhões de reais, com alta lucratividade), ou sair da sociedade para ser o diretor de gestão numa empresa iniciante (enquanto os demais AAIs irão se beneficiar como sócios da gestora): sem dúvida, algo que gera uma justificável insegurança aos envolvidos.

De outro lado, a busca no mercado por um novo profissional para ser ou um executivo ou sócio relevante no novo negócio, como diretor de gestão, nem sempre se revela atrativa se este não puder haver a sua participação no “grupo”, se beneficiando também como sócio do negócio de distribuição, com *equity* já consolidado.³

Acreditamos que não deveria haver a vedação à participação de gestores de recursos ou consultores de valores mobiliários em uma empresa de AAI, desde que estes fossem de fato *apenas sócios capitalistas*, sem atuação ou influência relevante no dia a dia das atividades do AAI, com todos os requisitos necessários de *compliance*, *chinese wall*/segregação etc.: lembramos que já ocorre assim quando uma empresa atua em gestão e consultoria, não sendo a distribuição, a nosso ver, um fator que muda conceitualmente esta configuração de conflitos potenciais e de *compliance*.

³ O mesmo ocorre se falarmos da hipótese de AAIs pensando em estruturar negócios de consultoria de valores mobiliários.

Creemos que o que se procurou consagrar no texto em audiência, foi o entendimento já esposado no Ofício Circular n.º 4/2018 – CVM/SMI (“OC 04/18”), segundo o qual **“existem sérios conflitos de interesse entre as atividades citadas [i.e., consultoria e gestão] e a distribuição de produtos de investimento. Ilustra bem a existência desse conflito a própria proibição à acumulação de registros mencionada acima.”** O documento dizia, ainda que, em função disso, **“a eventual verificação da existência de tal participação será considerada como indício de atuação nas atividades vedadas e será considerada pela SMI na priorização de regulados a inspecionar.”**⁴

A nosso ver, não faz sentido que o Ofício entenda que algo autorizado pela regulação (ou seja, AAIs como sócios de gestoras ou consultorias) seja considerado como **indício** de atuação em atividade vedada: partindo deste pressuposto, não haveria então se falar da existência de efetiva segregação e *compliance* em gestoras, consultorias e outras atividades conflitantes exercidas por seus sócios – o que, claramente, não encontra respaldo nem na regulação, nem na prática.

Veja-se aqui que estão sendo contrapostas categorias *diversas* (e sem relação entre si) como inconciliáveis - o que não nos parece adequado como critério definidor de uma restrição normativa, principalmente desta natureza. Apesar de inegável o potencial conflito entre atividades fiduciárias (e.g., de prestação de serviço ligada a recomendação isenta de alocação, de serviço remunerado de alocação e/ou gestão de fundos), de um lado, e atividades de distribuição, de outro, não há como se “presumir” um ilícito pela *mera detenção de participação societária* – tanto que o OC 04/18 fala *especificamente* que a existência do conflito era “bem ilustrada” pela proibição do acúmulo de **registros** entre as atividades acima mencionadas.

Se é então de **manter registros** do profissional como gestor/consultor e (ao mesmo tempo) como AAI que aqui se trata, é porque se está a cogitar do (efetivo ou potencial) **exercício** das atividades, no que está absolutamente correta a CVM, tanto em apontar o conflito como em proibir o seu (efetivo) desempenho simultâneo: o que não se pode é *estender esse aspecto* para a **mera participação societária** (mormente quando o sócio em questão, em si considerado, não é habilitado pelo regulador, não exercendo, portanto, atividade alguma que pressuponha o conflito).

Assim, pretender que “a eventual verificação da existência de tal participação será considerada como **indício de atuação** nas atividades vedadas” (destacamos) nos parece, além de incorreto, extremamente injusto: ainda que até se justifique uma fiscalização mais cuidadosa a fim de se verificar a extensão do papel e atuação de fato de sócios nessas situações, a grande verdade é que até a RCVM 16/ICVM 497 não havia *qualquer vedação* a proibir tal situação – e assim o admite o próprio OC 04/18;⁵ são, portanto, *registro, atuação* (como profissional habilitado na CVM) e (mera) *participação societária*, instâncias **inteiramente diversas entre si**, que, em nosso entender, só admitiriam a restrição da Minuta numa eventual caracterização **efetiva** do conflito.

Creemos que o mercado já está maduro para a admissão – na condição apenas *de sócios* em AAIs – de consultores ou gestores. A própria Minuta já determina a necessidade de maior governança e controles no caso de sócios não habilitados, e, a rigor, não cremos que o conflito entre distribuição e gestão/consultoria seja muito mais intenso do que aquele existente entre estas duas últimas⁶, sendo que, nesse caso, a segregação já é **totalmente consagrada** pela regulação e pela prática: o conflito, como tal, portanto, existe nas duas situações, apenas sendo “administrado” via segregação na segunda hipótese.

Veja-se que, nos casos em que haja a atividade de gestão e de consultoria em um mesmo grupo empresarial, ao consultor não é vedado recomendar a alocação em fundos de sua gestora (ou um gestor de fundos de fundos comprar fundos de sua gestora): o consultor (ou o gestor de FoFs),

⁴ Cf. OC 04/18, item 33.

⁵ OC 4/18, item 33: “(...), apesar de **não ser prevista na Instrução 497 qualquer vedação explícita a que um agente autônomo tenha participação societária em uma gestora de recursos (ou em uma consultoria PJ ou em uma casa de análise) (...)**” (grifos nossos) – a RCVM 16 basicamente repete o teor da Instrução.

em verdade, não pode é *receber rebate de gestora alguma e nem mesmo da sua* (a não ser nos casos de investidores profissionais, mediante assinatura de termo de ciência).

De outra parte, o consultor (ou gestor de FoFs) não se beneficia diretamente de sua gestora com comissões, se a escolhe para alocações; mas é inegável que ele, *sendo sócio da gestora* (ou mesmo seu mero funcionário), se beneficia, ao fim e ao cabo, dos dividendos, do resultado geral ou da valorização das ações do grupo. Tal dilema ou conflito é comum também em conglomerados financeiros, onde parte dos bônus dos profissionais depende do resultado da empresa/grupo como um todo (ou pagos em ações ou opções).

Assim, a simples vedação de participação, a nosso ver, definitivamente não seria a solução mais eficiente: o melhor seria a opção por uma maior transparência, controles e punição para casos em que se verificar que o profissional tomou decisões colocando seus interesses à frente dos interesses e serviços contratados pelo cliente.

Acreditamos que é ineficiente tentar *acabar* totalmente com o conflito do que *administrá-lo* a favor do mercado: com a maior disponibilidade de controles, tecnologia, informações etc.⁷ hoje em dia, cremos que se justificaria menos ainda a proibição da (mera) participação societária nos moldes da Minuta (sem falar na “presunção” de atuação irregular do OC 04/18). Ela inclusive motiva a busca de soluções societárias “criativas” e até mesmo mais frágeis, quando se busca agregar uma gestora ou consultoria dentro de um “grupo empresarial” que se construiu inicialmente como uma operação de AAI de sucesso.

Assim, propomos a seguinte redação nesse ponto:⁸

“Art. 14. A entidade credenciadora deve conceder o credenciamento ao agente autônomo pessoa jurídica que:

I – tenha sede no país;

II – adote qualquer das formas societárias permitidas pela legislação em vigor, observado o disposto no art. 34; e

III – indique um diretor de controles internos e um diretor responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas por esta Resolução, nos casos em que exigido, nos termos do art. 36.

§ 1º Da denominação da pessoa jurídica de que trata o caput, assim como dos nomes de fantasia eventualmente utilizados, deve constar a expressão “Agente Autônomo de Investimento”, sendo vedada a utilização de siglas e de palavras ou expressões que induzam o investidor a erro quanto ao objeto da sociedade.

§ 2º Um mesmo agente autônomo de investimento pessoa natural não pode ser sócio, empregado ou contratado de mais de um agente autônomo de investimento pessoa jurídica.

§ 3º O agente autônomo de investimento pessoa jurídica que aceitar sócios não registrados como titulares diretos ou indiretos das ações ou cotas representativas de seu capital social deverá manter regras, controles e manuais escritos que detalhem os procedimentos adotados relativos:

I - à segregação entre suas atividades e as de seus sócios diretos ou indiretos, com o objetivo de demonstrar a total independência e separação entre ambas; e

II – à confidencialidade dos dados de clientes, serviços e atividades desempenhadas, definindo as regras de sigilo e conduta adotadas, com detalhamento das exigências cabíveis, no mínimo, para os seus sócios, administradores, colaboradores e empregados.

(nossos, os trechos em negrito)

Responsabilidade dos Intermediários Contratantes

⁷ Compara-se a situação de hoje com o mercado do início dos anos 2000, contando com transações quase que exclusivamente por telefone e e-mail, e a realidade atual de plataformas com ordens e registros quase que totalmente eletrônicos, e, portanto, muito mais seguros, controláveis e auditáveis.

⁸ O art. 6.º, II, com isto, também sofreria as adaptações necessárias.

Outro ponto a merecer comentários é o teor do art. 31 da Minuta A, citado abaixo, que trata da responsabilidade de intermediários contratantes, e que, a nosso ver, se coloca de maneira difusa:

“Art. 31. A prestação dos serviços previstos no art. 3º a mais de um intermediário não afasta:

I – as responsabilidades dos intermediários contratantes previstas nesta Resolução; e

II – a necessidade de observância pelos agentes autônomos de investimento das regras, procedimentos e controles internos adotados por cada intermediário contratante, devendo sempre prevalecer as mais restritivas, quando conflitantes.

Parágrafo único. Todos os intermediários que contratarem um mesmo agente autônomo de investimentos não exclusivo respondem pelos atos por ele praticados perante clientes e terceiros, nos termos do art. 26, e pela fiscalização de suas atividades, nos termos do art. 28, II, observados os limites de acesso a informações previstos no art. 32, II.”

(destaques não são do original)

Ainda que intuitiva uma maior complexidade na “fiscalização” do AAI pelos intermediários num cenário de pluralidade de contratantes, entendemos que o comando do Parágrafo Único na sua forma atual, é dúbio e aberto, e poder ser inibidor da multiplicidade de contratações como (aparentemente) permitido pela Minuta A.

Em nosso entender, de pouco adiantariam as inovações propostas pelo texto em audiência se praticáveis apenas num cenário de tal sorte inseguro que o incentivo para as implementar se perdesse completamente, **dado o receio de responsabilização por atos ou fatos que, a rigor, dissessem respeito somente a terceiros.**

Ao prever que **“todos os intermediários que contratarem um mesmo agente autônomo de investimentos não exclusivo respondem pelos atos por ele praticados perante clientes e terceiros (...) e pela fiscalização de suas atividades”**, o Parágrafo Único parece determinar uma “solidariedade” entre os distribuidores contratantes que não encontra lugar nem na lei, nem na segurança negocial de mercado, nem na normalidade da gestão de um negócio.

Se assim de fato se desse, lembramos, em primeiro lugar, que tecnicamente a responsabilização por atos de terceiros nesses moldes só poderia se dar em função **“de lei ou da vontade das partes”** (cf. art. 265, da Lei n.º 10.406, de 10 de janeiro de 2022, que instituiu o Código Civil Brasileiro – “CC”⁹): não há lei que o determine para os AAIs (até porque, no atual regime, a regra geral é, sim, a *exclusividade*, o que elimina o problema na prática), e, na parte contratual da Minuta A, não consta - por absolutamente óbvio - a obrigação de que tenha de existir cláusula que assim disponha na contratação do AAI (pois, se assim fosse, ficaria evidente o desincentivo).

Uma tal “solidariedade”, portanto, não poderia ser estabelecida por ato administrativo (como é o caso de uma Resolução da CVM), nos parecendo então que a Minuta deveria tratar de forma mais detalhada da (extensão da) responsabilidade de **cada** intermediário contratante.

O cenário atual de controles e a tecnologia afastaram consideravelmente os riscos de fiscalização que o mercado enfrentava no momento em que foi criada a exclusividade,¹⁰ de modo que nos parece ainda menos razoável agora que, por complexidade ou necessidade de algum nível de “simplificação”, se estabeleça um dever de solidariedade que seja inibidor, na prática, da própria inovação que a Minuta parece trazer, de fim da exclusividade obrigatória.

Ademais, até pela natureza de **preposição** que a própria relação (normativamente) encampa, é imperioso que se **individualizem** as responsabilidades – e isto *especialmente* no caso de pluralidade de contratantes: não haveria sentido algum em alguém ser responsabilizado pelos atos do preposto

⁹ CC, art. 265: “A solidariedade não se presume; resulta da lei ou da vontade das partes.”

¹⁰ Novamente, cremos que não há termo de comparação entre o início dos anos 2000 e a situação atual, no que diz respeito a tecnologia e controles.

de outra pessoa (ou agindo nessa condição, mesmo que exista contrato com terceiros, que, como tais, nada teriam que ver com esse contexto) – aliás, é a própria Minuta que, no inciso II do artigo, corretamente traz a obrigação de observação das regras de “cada intermediário contratante”, ou seja, o texto proposto no Parágrafo Único, na forma que está, nos parece encerrar uma contradição insanável, seja com a lei, com a lógica, ou com o próprio espírito da Minuta.

Assim, sugeriríamos a seguinte redação neste ponto:

“Art. 31. A prestação dos serviços previstos no art. 3º a mais de um intermediário não afasta:

I – as responsabilidades dos intermediários contratantes previstas nesta Resolução; e

II – a necessidade de observância pelos agentes autônomos de investimento das regras, procedimentos e controles internos adotados por cada intermediário contratante, devendo sempre prevalecer as mais restritivas, quando conflitantes.

Parágrafo único. Os intermediários que contratarem um mesmo agente autônomo de investimentos não exclusivo respondem:

I - pelos atos por ele praticados perante seus clientes ou terceiros, apenas quando estiverem atuando na condição de seu preposto, nos termos do art. 26; e

I - pela fiscalização de suas atividades, nos termos do art. 28, II, observados os limites de acesso a informação previstos no art. 32, II.”

(destacamos)

Ainda nesse sentido, temos também o art. 32, que determina o seguinte:

“Art. 32. Em relação à confidencialidade de informações pertinentes a dados cadastrais, comunicações e a operações de clientes, devem ser observadas as seguintes regras:

I – os intermediários devem ter acesso a todas as comunicações que envolvam oferta de produtos e serviços relacionados a valores mobiliários por parte do agente autônomo de investimento;

II – os intermediários não podem ter acesso ao cadastro, às ordens ou às operações de clientes dos demais intermediários que mantenham contrato com o agente autônomo de investimento; e

III – compete ao agente autônomo de investimento instituir regras, procedimentos e controles internos próprios, nos termos da seção III deste capítulo, para assegurar o cumprimento simultâneo dos incisos I e II, principalmente no que diz respeito ao arquivamento de registro de dados cadastrais, ordens e gravação de diálogos com clientes.

Parágrafo único. O intermediário que venha a ter conhecimento do descumprimento do disposto neste artigo deve comunicar o fato à CVM, na forma do inciso III do caput do art. 28.”

(negritos nossos)

O texto também nos parece oferecer riscos no caso de um mesmo AAI contratado por diversos intermediários, ao obrigar, em seu inciso I, que intermediários tenham acesso, indistintamente, a *todas* as comunicações que envolvam oferta de produtos e serviços, de maneira geral.

O adequado seria explicitar que esse acesso só poderia se dar em relação a comunicações que envolvam ofertas dos produtos e serviços de cada intermediário - e não de todos indiscriminadamente entre si -, dado que pode haver detalhes e práticas comerciais particulares a cada um dos contratantes do AAI (além do próprio sigilo bancário, comercial e aspectos pertinentes à Lei n.º 13.709, de 14 de agosto de 2018, que estabeleceu a proteção de dados pessoais – LGPD).

Creemos que o beneficiário primordial da transparência pretendida aqui, no caso, deveria ser o cliente do intermediário, e não tanto os demais contratantes do AAI: não se deveria “estimular” a eventual maior eficiência fiscalizatória entre as contrapartes de um AAI por meio de um acesso forçado a melhorias e aperfeiçoamentos a que não se fez jus - se a norma está sendo atualizada partindo do pressuposto de que os AAIs têm se estruturado em empresas de grande porte, e que agora terão, nos casos aplicáveis, diretores responsáveis e políticas internas de *compliance* e segurança da

9

informação pertinentes, nada mais lógico que caiba justamente a estes cuidar desta governança, seleção de dados e de seu fornecimento segregado nas hipóteses de fiscalização.

A nosso ver, o inciso I do art. 32, bem como o Parágrafo Único do art. 31, já citado, trazem insegurança jurídica e podem terminar por desestimular a contratação coletiva de um mesmo AAI por diversas instituições: cremos ser pouco provável que um intermediário esteja disposto a compartilhar a responsabilidade de outros contratantes de maneira indistinta, bem como aceitar a hipótese de dados de seus clientes (ou produtos, informações negociais, estratégicas etc.) serem potencialmente acessados por concorrentes, apenas pelo fato da contratação do AAI também por outros distribuidores.

Veja-se que *o próprio artigo*, em seu inciso II, separa corretamente as informações acessíveis *a cada intermediário* no caso de cadastros, ordens ou operações, por exemplo: não vemos por que isso não possa se dar, *da mesma forma*, no caso de informações relativas aos processos de oferta de produtos ou serviços dos AAIs.

Propomos, portanto, a seguinte redação:

“Art. 32. Em relação à confidencialidade de informações pertinentes a dados cadastrais, comunicações e a operações de clientes, devem ser observadas as seguintes regras:

I – os intermediários devem ter acesso a todas as comunicações que envolvam a oferta de seus produtos e serviços relacionados a valores mobiliários por parte do agente autônomo de investimento, sendo vedado o acesso a tais informações por parte de intermediários estranhos à sua relação com o agente autônomo de investimento;

II – os intermediários não podem ter acesso ao cadastro, às ordens ou às operações de clientes dos demais intermediários que mantenham contrato com o agente autônomo de investimento; e

III – compete ao agente autônomo de investimento instituir regras, procedimentos e controles internos próprios, nos termos da seção III deste capítulo, para assegurar o cumprimento simultâneo dos incisos I e II, principalmente no que diz respeito ao arquivamento de registro de dados cadastrais, ordens e gravação de diálogos com clientes.

Parágrafo único. O intermediário que venha a ter conhecimento do descumprimento do disposto neste artigo deve comunicar o fato à CVM, na forma do inciso III do caput do art. 28.”

(destacou-se)

Governança e Controles internos

Como resultado do fim da obrigação da sociedade uniprofissional na forma simples – ou seja, quando admissíveis sócios *não-AAIs* (PFs ou PJs), a sociedade deverá se revestir da condição de *empresária* (i.e., podendo ser limitada ou anônima) -, a Minuta A determina que os AAIs nessas condições implementem controles internos mais rígidos, com vistas a evitar que sócios não habilitados exerçam atividades para as quais estejam proibidos.¹¹

Para tanto, a Minuta A prescreve a obrigação de designar diretores estatutários responsáveis pela atividade e pelos controles internos da empresa, estabelecendo, inclusive, toda uma série de obrigações de controles, envios de relatórios anuais à sua própria alta direção etc., praticamente replicando, nesse aspecto, medidas similares às da RCVM 35.

“Art. 34. Os agentes autônomos de investimento não exclusivos ou que admitam sócios não registrados devem ser constituídos sob a forma de sociedades empresárias, nos termos da legislação em vigor.

Art. 35. Os agentes autônomos de investimento não exclusivos ou que admitam sócios não registrados devem adotar e implementar:

I – regras adequadas e eficazes para o cumprimento do disposto na presente Resolução; e

¹¹ O mesmo se dando em relação aos AAIs que atuem de forma não-exclusiva.

II – Procedimentos e controles internos com o objetivo de verificar a implementação, aplicação e eficácia das regras mencionadas no inciso I.

§ 1º As regras, os procedimentos e os controles internos de que trata este artigo devem:

I – ser escritos;

II – ser passíveis de verificação; e

III – estar disponíveis para consulta dos intermediários pelos quais tenha sido contratado, da CVM e da entidade autorreguladora, se for o caso.

§ 2º São consideradas descumprimento do disposto nos incisos I e II do caput não apenas a inexistência ou insuficiência das regras, procedimentos e controles ali referidos, como também a sua não implementação ou a implementação inadequada para os fins previstos nesta Resolução.

§ 3º São evidências de implementação inadequada das regras, procedimentos e controle internos:

I – a reiterada ocorrência de falhas; e

II – a ausência de registro de aplicação de forma consistente e passível de verificação.

§ 4º Sem prejuízo da responsabilidade dos diretores referidos nos incisos I e II do caput do art. 36, cabe aos órgãos de administração dos agentes autônomos de investimento não exclusivos ou que admitam sócios não registrados:

I – aprovar as regras e procedimentos de que trata o caput; e

II – supervisionar o cumprimento e efetividade dos procedimentos e controles internos de que trata o caput.

Art. 36. Os agentes autônomos de investimento não exclusivos ou que admitam sócios não registrados devem indicar:

I – um diretor estatutário, necessariamente agente autônomo de investimento registrado conforme o art. 4º, responsável pelas atividades previstas no art. 3º e pelo cumprimento das normas estabelecidas por esta Resolução; e

II – um diretor estatutário responsável pela supervisão dos procedimentos e controles internos previstos no inciso II do caput do art. 35.

§ 1º A nomeação ou a substituição dos diretores estatutários a que se referem os incisos I e II deve ser informada à entidade credenciadora e aos intermediários pelos quais tenha sido contratado, no prazo de 7 (sete) dias úteis.

§ 2º As funções a que se referem os incisos I e II do caput não podem ser desempenhadas pelo mesmo diretor estatutário.

§ 3º Os diretores referidos nos incisos I e II devem agir com probidade, boa fé e ética profissional, empregando, no exercício de suas funções, todo cuidado e diligência esperados de um profissional em sua posição.

§ 4º O diretor de controles internos deve encaminhar relatório aos órgãos de administração do agente autônomo de investimento não exclusivo ou que admita sócios não registrados, até o último dia útil do mês de abril de cada ano, contendo, no mínimo:

I – descrição detalhada e atualizada:

a) dos controles internos implantados, informando os tipos de controles existentes e as atividades e operações abrangidas;

b) da metodologia aplicada para a escolha e realização dos exames, indicando, por exemplo, mecanismos de monitoramento, parâmetros utilizados para verificação de anormalidades ou falhas, bem como critérios estabelecidos para a seleção de amostras; e

c) dos procedimentos realizados para análise das deficiências encontradas;

II – detalhamento dos testes realizados e das conclusões obtidas quanto à eficiência e eficácia dos controles internos para garantir o cumprimento desta Resolução;

III – recomendações quanto às eventuais deficiências que tenham sido identificadas no exercício de referência do relatório pelo agente autônomo de investimento não exclusivo ou que admita sócios não registrados, pela CVM, pelos intermediários que o tenham contratado, e por entidades autorreguladoras, com o estabelecimento de planos de ação e de cronogramas de saneamento para correção, quando for o caso;

IV – avaliação de riscos para o agente autônomo de investimento não exclusivo ou que admita sócios não registrados em relação aos seus controles internos; e

V – manifestação do responsável pelas atividades previstas no art. 3º a respeito das deficiências encontradas, contendo, no mínimo:

a) em relação a cada uma das deficiências que tenham sido identificadas no exercício anterior, incluindo as identificadas pela CVM e por entidades autorreguladoras, bem como a informação sobre o andamento ou sobre a eventual conclusão das ações planejadas para saná-las;

b) em relação às deficiências apontadas nos relatórios anteriores, informar se os cronogramas de saneamento foram implementados e o resultado das ações adotadas para sanar as deficiências;

c) avaliação fundamentada sobre a evolução do agente autônomo não exclusivo ou que admita sócios não registrados no cumprimento das exigências desta Resolução durante o período de competência do relatório.

§ 5º Todas as atividades mencionadas no inciso II do § 4º devem constar no relatório anual, ainda que não sejam aplicáveis aos processos internos do agente autônomo não exclusivo ou que admita sócios não registrados, sejam de pequena relevância ou ofereçam baixo risco no contexto das atividades do agente autônomo não exclusivo ou que admita sócios não registrados, devendo ser apenas apresentado o motivo que justifica a ausência de menção às conclusões dos testes realizados nesses casos.

§ 6º O relatório de que trata o § 4º deve ficar disponível na sede do agente autônomo não exclusivo ou que admita sócios não registrados para consulta da CVM, dos intermediários pelos quais tenha sido contratado, não sendo necessário seu envio, exceto quando solicitado pela CVM e pelas entidades mencionadas neste parágrafo.

Art. 37. O agente autônomo não exclusivo ou que admita sócios não registrados deve manter as regras, procedimentos e descrição de seus controles internos, nos termos desta Seção, atualizados em sua página na rede mundial de computadores.”

(trechos em negrito são nossos)

Então, vejamos: o AAI não-exclusivo (e/ou que admite sócios não habilitados) deveria, pelo menos, (i) seguir as políticas e controles internos de seu(s) contratante(s); (ii) designar diretores estatutários próprios (pela atividade de AAI e por controles internos), responsáveis perante a CVM; (iii) preparar um relatório anual aos moldes do documento similar da RCVM 35; e (iv) elaborar e implementar também políticas internas *próprias*, com vistas a, principalmente, impedir que pessoas inabilitadas exerçam a atividade.

Ainda que corretas várias dessas medidas do ponto de vista conceitual - e vimos opinando no sentido de maior governança para os AAIs há bastante tempo, inclusive com a obrigação de elaboração de *políticas próprias* -, a verdade é que se trata de contexto bem mais complexo do que o atual, e que, se não corretamente adequado, tenderá a, novamente, *inibir* a maior liberdade de atuação propalada (ao menos em teoria) pela Minuta A.

Que o AAI deva seguir políticas e controles de seu(s) contratante(s) está fora de dúvida: sua própria condição de *preposto* condiciona a essa situação, dado que estaria falando *em nome* de seu(s) distribuidor(es), sendo, portanto, absolutamente razoável que se lhe apliquem as normas e controles daquele(s) que representa perante clientes e potenciais clientes (e a prerrogativa de pluralidade de contratantes, nesse aspecto, a rigor, só estaria a demandar maiores controles internos *por parte do próprio AAI* – como, aliás, também vimos falando de há muito -, e não uma simples aplicação por *proxy* das políticas de quem o contrata).

O problema, em verdade, estaria *no conteúdo* de tais controles, e aí cremos que há instâncias e situações do dia-a-dia do AAI que absolutamente não se confundem com os problemas diuturnamente enfrentados pelos seus distribuidores contratantes: sendo instituições que se dedicam a atividades que *são de fato diversas entre si* (ainda que digam respeito, ambas, à distribuição de valores mobiliários), e, muitas vezes, sendo entidades de portes (bem) diferentes, cremos que a Minuta A não andou muito bem em determinar o conteúdo do relatório anual agora incumbente ao AAI, ao textualmente aproximá-lo do teor da RCVM 35 (aplicável primordialmente a bolsas, bancos, DTVMs e corretoras, que efetivamente processam e operacionalizam as transações sob custódia/negociação).

Atualmente, a atividade do AAI é de cunho comercial e técnico, no sentido de recomendar produtos financeiros de maneira assemelhada àquela de um “consultor” (embora potencialmente

“conflitado” pela sua preposição e comissionamento):¹² hoje ele tem muito mais um papel de abordagem educacional, apresentação pormenorizada de produtos, coleta de dados para o diagnóstico do *suitability*/perfil, seleção e explicação dos produtos adequados ao perfil, e, finalmente, sua execução e monitoramento da carteira ao longo do tempo, com sugestões de balanceamento e/ou realocação.

Logo, os aspectos a serem efetivamente enfocados, no que diz respeito a *compliance*, deveriam tangenciar muito mais situações de relacionamento com o cliente, orientação sobre produtos ou serviços, qualificação e treinamento de profissionais, ética, tratamento sobre conflitos de interesses, correta orientação sobre perfil de risco e sua alocação e realocação (*suitability*), componentes de risco dos produtos, serviços e mercados etc.

A figura mais lógica a suscitar a analogia no que diz respeito a *compliance* seria exatamente a do *consultor de valores mobiliários*, e não tanto a de uma instituição intermediária regulada pela RCVM 35, cujo conteúdo tem ainda grande foco na infraestrutura de execução, fluxos de ordens, intermediação, registros de comitentes, ritos de liquidação, cadastro, estrutura tecnológica, proteção contra ataques cibernéticos, rastreabilidade de informações, transmissão de ordens, gravações, execução de ordens, prazo de validade de ordens, identificação de comitentes, repasse de operações, pagamentos de valores, dentre outros fatores.

Esses aspectos da RCVM 35 são integralmente atendidos pela instituição intermediária contratante, que provê a “infraestrutura” das operações do cliente, mas não tão importantes para determinar a extensão, matéria e número de documentos e controles *próprios* de um AAI (*i.e.*, condizentes com a *sua própria realidade negocial cotidiana*).

Não se deve esquecer aqui que o mencionado relatório anual, embora não remetido à CVM, *deve ficar à disposição da autarquia para eventual auditoria e consulta*: se o conteúdo for praticamente idêntico ao relatório anual da RCVM 35 (ou mesmo assemelhado a este), cremos que o seu teor seria de relativamente pouca valia tanto para a direção do AAI (por não priorizar os aspectos que *de fato impactam* a atividade da empresa, na abordagem do investidor), quanto para a própria CVM: ele praticamente “repetiria” o que *já compete aos intermediários* fazer, uma vez que é a *estes* que operacionalmente competem tais aspectos (*i.e.*, liquidação de operações, recepção e execução das ordens etc.), e não ao AAI – ou seja, em muitos casos, trata-se de temas para os quais é o *intermediário* que tem dados para tal, não o AAI.

Sugerimos aproximar o *compliance* do AAI ao de um *consultor de valores mobiliários*, inclusive com a elaboração de um Código de Ética e de uma Política de Investimentos Pessoais, além da já prevista Política de Controles Internos.

Esse arcabouço – desde que devida e evidentemente adaptado à realidade de um AAI, poderia ser mais eficiente, e se revelar de maior proveito para todos os interessados.

Acreditamos que o Relatório Anual, também derivado dos conceitos da RCVM 35, representará uma sobreposição dos dados apresentados pela instituição intermediária, não devendo ser requisito obrigatório para AAIs, da mesma forma que não o é para consultores de valores mobiliários.

Apontamento de Diretores, Políticas e Relatório de *Compliance* em Situação Específica (Distribuição Somente de Fundos de Investimento)

¹² E até menos do que qualquer outro aspecto ou atividade transacional no sentido de recepção, processamento, custódia e liquidação, que são da natureza do intermediário, e hoje em dia se dão intensivamente de maneira eletrônica, perdendo relevância e peso frente à antiga atividade de execução, de “mesa de operação” (regulada pela RCVM 35 em seus aspectos profundamente operacionais).

Também há novo aspecto relevante que impactará indevidamente o nicho de AAI's dedicados exclusivamente à distribuição de fundos de investimento, vinculados a diversas instituições intermediárias (notadamente administradores fiduciários de fundos): trata-se do segmento tipicamente voltado às ofertas de fundos para investidores institucionais.

Como já lembrado, a lógica do texto em audiência vincula o apontamento de diretor responsável pela atividade aos AAI PJs que admitirem sócios não credenciados como AAI's ("sócios capitalistas"), e/ou que pretendem se vincular a mais de uma instituição intermediária.

A segunda hipótese *já é o caso* dos citados AAI's, que atualmente distribuem apenas fundos de investimento, e que não possuem sócios não credenciados como AAI's em seu capital: ou seja, estes não terão alteradas *em absolutamente nada* as suas situações atuais; porém, prevalecendo o texto em Audiência, eles poderão ser impactados com a obrigatoriedade de apontamento de diretores e com a criação de políticas e controles internos, as quais, a rigor, não se aplicariam àqueles AAI's que pretendessem "permanecer como estão".

Esta obrigação nova para tais AAI's fere a lógica defendida na Audiência, segundo a qual se passaria a exigir mais, em termos de governança, somente para aqueles que fizerem uso dessas duas novas prerrogativas (v.g., a "polivinculação" – na distribuição ilimitada de ativos - e a atração de "sócios capitalistas"). Logo, acreditamos ser justo que, no caso de AAI's que atuem com mais de uma instituição intermediária, *exclusivamente para a distribuição de fundos*, não sejam obrigatórios os apontamentos de diretores e a criação de políticas internas e relatório anual.

Creemos que a hipótese lógica da norma, de vincular o apontamento de diretores responsáveis, apenas quando da opção por sócios não AAI's ("sócios capitalistas") e/ou quando da vinculação de um AAI a mais de uma instituição intermediária, denota uma sinalização de *não alterar* as obrigações correntes de AAI's que desejem permanecer como "monovinculados" (no que diz respeito a intermediários), tendo apenas AAI's como seus sócios.

A bem da verdade, nos pareceu natural que não mais se tratasse a distribuição de fundos de investimento como exceção à obrigatoriedade de exclusividade, já que, agora, um AAI pode pactuar sua contratação *para qualquer valor mobiliário* de forma livre (aí sim, gerando a obrigação de apontamento de dois diretores – um pela atividade em si e outro pelo *compliance*).

Porém, no caso de AAI's dedicados *apenas à distribuição de fundos*, para os quais *já há a prerrogativa* da "polivinculação", não há nada que justifique a mudança de seu status regulatório: tais AAI's *já tem contratos com diversas instituições intermediárias* (notadamente administradores fiduciários de fundos), e, ao menos em princípio, *não pretendem abrir suas portas para sócios capitalistas*.

A nosso ver, esta hipótese passou a estar sujeita a um reforço regulatório que não se pretendia: ou seja, mesmo não alterando em nada sua configuração negocial atual, eles passariam, *sem qualquer mudança que assim justificasse*, a uma maior rigidez de controles e procedimentos, ao ter que apontar dois diretores estatutários e criar dispositivos e políticas internas.

Não nos parece que o objetivo da CVM tenha sido que tais instituições – exceções ao mercado tradicional de AAI's – passassem a um novo patamar (mais gravoso) de *compliance*. Por este motivo, acreditamos que seria razoável que, para esses AAI's, não se aplicassem as novas obrigações de apontamento de diretores e de *compliance*, dado que permanecerão rigorosamente como estão (ou seja, sem sócios capitalistas, apenas "polivinculados" **exclusivamente** para fundos de investimento).

Segue abaixo nossa sugestão de alinhamento do art. 35, com os conteúdos de *compliance* exigidos analogamente aos de um consultor de valores mobiliários, e a recomendação da supressão dos parágrafos 4.º a 6.º, não aplicáveis aos consultores, já amplamente explorados pelos intermediários no cumprimento da RCVM 35: haveria grande probabilidade de redundância com a

sua execução também por AAIs, que replicariam dados similares, indo assim de encontro ao esforço da CVM na questão dos custos de observância.

Também recomendamos a supressão do art. 37, e adequação da redação do antigo inciso III do parágrafo 1.º do art. 35, que tratava de tema similar, e que agora segue como novo parágrafo 3º.

E, finalmente, introduzimos novo parágrafo tratando da dispensa de apontamento de diretores e da formulação de políticas internas de *compliance*, na hipótese de distribuição exclusivamente de fundos por AAI PJ vinculado a mais de uma instituição intermediária:

“Art. 35. Os agentes autônomos de investimento não exclusivos ou que admitam sócios não registrados devem garantir, por meio de regras, procedimentos e controles internos adequados, o permanente atendimento às normas, políticas e regulamentações vigentes referentes às diversas modalidades de investimento, à própria atividade e aos padrões ético e profissional.

§ 1º As regras, procedimentos e os controles internos mencionados no caput devem ser escritas, passíveis de verificação, e, suficientes e adequados para:

I – assegurar que todos os profissionais que desempenhem funções ligadas à atividade de agente autônomo de investimento atuem com atenção às devidas diligência, lealdade e transparência perante clientes e potenciais clientes;

II – impedir que seus interesses comerciais, ou aqueles dos clientes, influenciem seu trabalho;

III – identificar, administrar e mitigar eventuais conflitos de interesses;

IV – diante de uma situação de conflito de interesses, informar ao cliente o potencial conflito de interesses e as fontes desse conflito, antes de efetuar uma recomendação de investimento ou indicação de produto;

V – assegurar a existência de testes periódicos de segurança para os sistemas de informações, em especial para os mantidos em meio eletrônico.

§ 2º A remuneração do diretor responsável previsto no inciso II do art. 36 desta Resolução não pode estar diretamente associada ao desempenho comercial do agente autônomo de investimentos.

§ 3º As regras, procedimentos e os controles internos mencionados no caput devem estar disponíveis para consulta em sua página da rede mundial de computadores.

§ 4º São consideradas descumprimento do disposto neste artigo não apenas a inexistência ou insuficiência das regras, procedimentos e controles ali referidos, como também a sua não implementação ou a implementação inadequada para os fins previstos nesta Resolução.

§ 5º São evidências de implementação inadequada das regras, procedimentos e controle internos:

I – a reiterada ocorrência de falhas; e

II – a ausência de registro de aplicação de forma consistente e passível de verificação.

§ 6º Sem prejuízo da responsabilidade dos diretores referidos nos incisos I e II do caput do art. 36, cabe aos órgãos de administração dos agentes autônomos de investimento não exclusivos ou que admitam sócios não registrados:

I – aprovar as regras e procedimentos de que trata o caput; e

II – supervisionar o cumprimento e efetividade dos procedimentos e controles internos de que trata o caput.

§ 7º Os agentes autônomos de investimento não exclusivos dedicados exclusivamente à distribuição de fundos de investimento, desde que não admitam sócios não registrados, estão dispensados da formalização de regras, procedimentos e controles internos previstos neste artigo.

Art. 36. Os agentes autônomos de investimento não exclusivos ou que admitam sócios não registrados devem indicar:

I – um diretor estatutário, necessariamente agente autônomo de investimento registrado conforme o art. 4º, responsável pelas atividades previstas no art. 3º e pelo cumprimento das normas estabelecidas por esta Resolução; e

II – um diretor estatutário responsável pela supervisão dos procedimentos e controles internos previstos no inciso II do caput do art. 35.

§ 1º A nomeação ou a substituição dos diretores estatutários a que se referem os incisos I e II deve ser informada à entidade credenciadora e aos intermediários pelos quais tenha sido contratado, no prazo de 7 (sete) dias úteis.

§ 2º As funções a que se referem os incisos I e II do caput não podem ser desempenhadas pelo mesmo diretor estatutário.

§ 3º Os diretores referidos nos incisos I e II devem agir com probidade, boa fé e ética profissional, empregando, no exercício de suas funções, todo cuidado e diligência esperados de um profissional em sua posição.

§ 4º Os agentes autônomos de investimento não exclusivos dedicados exclusivamente à distribuição de fundos de investimento, desde que não admitam sócios não registrados, estão dispensados da indicação de diretores listados nos incisos I e II do caput.”

(negritos nossos)

Indicação da Possibilidade de Atuação com Mais de um Intermediário em Contrato

Uma das grandes inovações do texto em audiência é a possibilidade de pluralidade de contratantes, não mais apenas na oferta de cotas de fundos de investimento.¹³ O debate exposto na AP SDM 03/19 trouxe elementos importantes (e legítimos) pelos participantes do segmento, traduzidos agora, então, na prerrogativa de exclusividade (e não mais na sua obrigação).

Porém, o art. 30 passa a estabelecer o seguinte:

“Art. 30. O contrato entre o intermediário e o agente autônomo de investimento pessoa jurídica **deve indicar expressamente se é admitida a possibilidade de que o agente autônomo de investimento celebre contrato com outros intermediários para prestação dos serviços previstos no art. 3º.**

Parágrafo único. Na hipótese do caput, cada um dos intermediários que tenha contratado o agente autônomo de investimento deve adotar as providências necessárias para assegurar o cumprimento do disposto nos incisos I e II do caput do art. 28.”

(destacamos)

Há nesta questão dois aspectos a serem considerados.

O primeiro é que já existem AAIs PJs dedicados exclusivamente à distribuição de fundos de investimento, e que, fazendo uso da prerrogativa autorizada pela RCVM 16 (cf. art. 18, § 2.º), possuem contratos com diversas instituições financeiras, notadamente administradores fiduciários de fundos de investimento.

Cremos não fazer sentido a imposição, a estes, da necessidade de esforço operacional na revisão completa de contratos *já assinados* no âmbito da “pluralidade de contratação” antes aceita para fundos de investimentos, para introduzir um dispositivo *já sabido* pelos administradores, ou seja, de que tal AAI poderia possuir contratos com diversas instituições financeiras: se *nada muda* nessa dinâmica do mercado – dado que já se trabalhava sem a questão da exclusividade –, não haveria, por este motivo, razão alguma a motivar a revisão dos contratos, para assim introduzir um novo dispositivo atestando algo de que as instituições intermediárias já *têm plena ciência* que ocorre, isto é, admitindo a possibilidade de o AAI fazer o que ele *atualmente já faz*.

O segundo ponto é de cunho comercial, e até mesmo de defesa da própria natureza “libertária” do fim da obrigatoriedade de exclusividade entre AAIs e instituições intermediárias: trata-se da obrigação de que os contratos indiquem – expressamente – a admissão da possibilidade de que o AAI celebre contrato com outros intermediários.

A questão é que essa dinâmica dá à instituição contratante a possibilidade de “não aceitar” tal cláusula, podendo assim, portanto, até mesmo inviabilizar o uso, pelo AAI, deste novo atributo normativo.

¹³ Os AAIs que exercerem as suas atividades apenas na pessoa física, entretanto, continuam sujeitos à exclusividade obrigatória, nos termos do art. 5.º, I, da Minuta A.

Creemos que esse aspecto deveria ser de natureza puramente negocial entre as partes, sendo legítimo, sim, que haja uma obrigação de o AAI *meramente comunicar* aos intermediários da hipótese de celebrar novos contratos com outras instituições intermediárias.

Desta forma, uma instituição intermediária que avalie que este novo perfil de (risco) do AAI não a deixa confortável, e que não mais pretenda com ele atuar quando lhe for dada transparência da pluralidade de contratações, poderá tomar sua decisão sem que haja interferência na liberdade do AAI de gerenciar suas decisões empresariais.

Ou, se o intermediário quiser se prevenir de tal dinâmica inesperada, ele poderá até eventualmente negociar a inclusão da cláusula indicando que a possibilidade de polivinculação deve lhe ser previamente comunicada, ou que ele deve autorizá-la etc., mas jamais dispendo de tal prerrogativa via uma nova *norma* (a qual, algo ironicamente, teria vindo justamente para dar mais “liberdade” contratual ao AAI).

Propomos, então, a redação abaixo, considerando tais pontos:

“Art. 30. O agente autônomo de investimento que celebre contrato com novos intermediários, para a prestação dos serviços previstos no art. 3º deve comunicar, aos intermediários com os quais já possui contrato, esta nova contratação.

Parágrafo único. Na hipótese do caput, cada um dos intermediários que tenha contratado o agente autônomo de investimento deve adotar as providências necessárias para assegurar o cumprimento do disposto nos incisos I e II do caput do art. 28.”

(negritos nossos)

Qualificação do AAI

A exposição de motivos da Minuta A questiona se seria conveniente elevar o requisito de escolaridade mínima de uma pessoa física qualificável como AAI, de ensino médio para conclusão de ensino superior.

Acreditamos que esta questão não é de fato uma balizadora real: nas normas que regulam a administração de carteiras e a consultoria de valores mobiliários, a exigência de ensino superior, mesmo se fazendo presente, admite exceções mediante análise prévia do mérito pela CVM (considerando experiência, notório saber etc.).

Assim, a questão do ensino superior, se decidido como requisito essencial, deveria igualmente admitir exceções em que se poderia pleitear a sua dispensa, mediante comprovação específica de experiência profissional, promovendo assim a igualdade de tratamento entre todas as atividades.

Extratos

Outra proibição que perdeu eficácia na minuta em questão é o impedimento, pelo AAI, de confecção e envio para os clientes de extratos contendo informações sobre as operações realizadas ou posições em aberto.

Esse fator novo nos parece um tanto perigoso: um aspecto seria o AAI criar relatórios, análises, consolidações de carteira de natureza gerencial etc., dando transparência de que *não seriam documentos “oficiais”*; outro, bem diferente, é o tratamento destes como efetivos “extratos”, que deveriam ser de exclusividade das instituições financeiras contratantes, sujeitas a robusto controle e a sistemas que homologam tais documentos.

Creemos que o ideal seria deixar claro que os AAIs podem produzir relatórios, análises e consolidações desta natureza, desde que acompanhadas dos devidos *disclaimers*, e ressaltando que aqueles não preconizam “extratos” propriamente ditos, podendo embutir riscos de erros ou critérios

distintos daqueles efetivamente utilizados pelas instituições a que os AAIs estão vinculados - enfim, que não seriam fontes “oficiais” de informações de investimentos aos clientes.

Minuta B

A Minuta A tem mérito em criar um Termo de Ciência, que será assinado pelo investidor no seu cadastro, em que são explicitados os seus direitos e o perímetro de atuação de um AAI, tais como os limites dessa atuação, suas vedações e potenciais conflitos de interesse. Na negativa de assinatura deste termo, as ordens do investidor *não poderão ser executadas*.

Na norma anterior, cabia ao intermediário apenas comunicar ao investidor o regime de atuação dos AAIs.

Um grande aprimoramento trazido pela Minuta B nesse sentido foi a edição de regras específicas de divulgação de remuneração e conflito de interesse dos intermediários (entre eles, os AAIs).

Assim, uma nova obrigação agora incumbente ao AAI sobre transparência é que, sempre que solicitado por clientes, ele será obrigado a descrever a forma como é remunerado pelos produtos e serviços oferecidos, além de estar obrigado ao envio de extratos trimestrais aos clientes.

Consideramos extremamente salutar a medida, porém, acreditamos que se faz necessário uniformizar a localização de tais informações: já é obrigatório, para instituições aderentes à autorregulação da ANBIMA, dar a devida transparência sobre como ocorrem as relações de remuneração, ainda que de maneira mais conceitual (não obrigando, por exemplo, aos extratos quantitativos trimestrais). Porém, recentemente realizamos pesquisa ampla em sites de instituições aderentes a tais obrigações, e constatamos que por vezes é bastante dificultosa a obtenção de tais informações em seus *websites*.

Nossa recomendação aqui, então, seria no sentido de deixar claro que tais informações (tanto conceituais quanto quantitativas) precisariam estar disponíveis no MESMO ambiente de que o investidor faz uso para realizar aplicações, resgates, compras, vendas, ou analisar seus investimentos. E que, inicialmente, seja obrigatório também o envio (eletrônico ou físico) do termo qualitativo – no início do relacionamento como investidor (ou quando alterado).

Desta forma, evita-se a prática comum de tais informações até existirem, porém com acesso por vezes tão difícil que acabam não cumprindo seu importante papel educativo.

Considerações Finais

Gostaríamos de salientar que a Br Invest realizou amplos esforços na direção do debate e da contribuição técnica com entidades representativas dos mercados aqui envolvidos. Nesse sentido, compartilhamos inclusive nossas sugestões prévias, como forma de fomento a este excelente intercâmbio de experiências, bem como participamos ativamente de alguns fóruns, levando nossas ideias.

Sempre salientamos a todos a total liberdade de uso de partes, ou mesmo da integralidade de nossas contribuições, que poderiam ser livremente incorporadas a propostas de outras entidades ou instituições. Logo, aproveitamos aqui para comunicar a esta D. CVM que pode haver um saudável alinhamento das ideias aqui sugeridas em outras propostas encaminhadas por tais entidades a V.Sas.

A **Br Invest Consultoria Empresarial Ltda.** reforça aqui seu compromisso em contribuir com o desenvolvimento dos mercados ligados à gestão, administração, custódia, distribuição e consultoria de investimentos, e reitera a importância de iniciativas como a presente patrocinada pela CVM, na busca do aprimoramento e modernização dos mercados.

Agradecemos a oportunidade de participação nesta Audiência Pública, e esperamos poder ter contribuído para o fortalecimento do ambiente regulatório, nos colocando desde já à disposição para os esclarecimentos que se fizerem necessários, através dos contatos abaixo indicados.

Sendo então o que nos cumpria para o momento, e contando com a habitual atenção de V.Sas. na avaliação de nossas sugestões, aproveitamos o presente ensejo para renovarmos perante esta D. CVM os nossos votos de elevada estima e distinta consideração, subsrevendo-nos,

Atenciosamente,

BR INVEST CONSULTORIA EMPRESARIAL LTDA.

José Eduardo Ribeiro Brazuna

Raphael Velly de Castro

BR Invest AAI - AP 2021.pdf

Documento número #424cc68f-56c0-48fa-9983-1afcfe5ad22a

Hash do documento original (SHA256): 8ce270bf2bdf999d59145c17eac8deaef774577c910d77dcbbb1164f188264e2

Assinaturas

✓ **Raphael de Velly Castro**
CPF: [REDACTED]
Assinou em 15 set 2021 às 21:57:06
Emitido por Clicksign Gestão de documentos S.A.

✓ **José Eduardo Ribeiro Brazuna**
CPF: [REDACTED]
Assinou em 15 set 2021 às 21:56:57
Emitido por Clicksign Gestão de documentos S.A.

Log

- 15 set 2021, 21:56:03 Operador com email [REDACTED] na Conta 6d979998-9027-45ca-b18b-3afd16c4e2fb criou este documento número 424cc68f-56c0-48fa-9983-1afcfe5ad22a. Data limite para assinatura do documento: 15 de outubro de 2021 (21:55). Finalização automática após a última assinatura: habilitada. Idioma: Português brasileiro.
- 15 set 2021, 21:56:26 Operador com email [REDACTED] na Conta 6d979998-9027-45ca-b18b-3afd16c4e2fb adicionou à Lista de Assinatura: [REDACTED], para assinar, com os pontos de autenticação: email (via token); Nome Completo; CPF; endereço de IP. Dados informados pelo Operador para validação do signatário: nome completo Raphael de Velly Castro.
- 15 set 2021, 21:56:27 Operador com [REDACTED] na Conta 6d979998-9027-45ca-b18b-3afd16c4e2fb adicionou à Lista de Assinatura: [REDACTED], para assinar, com os pontos de autenticação: email (via token); Nome Completo; CPF; endereço de IP. Dados informados pelo Operador para validação do signatário: nome completo José Eduardo Ribeiro Brazuna.
- 15 set 2021, 21:56:58 José Eduardo Ribeiro Brazuna assinou. Pontos de autenticação: email [REDACTED] (via token). CPF informado [REDACTED]. IP: 177.32.153.41. Componente de assinatura versão 1.139.0 disponibilizado em <https://app.clicksign.com>.
- 15 set 2021, 21:57:06 Raphael de Velly Castro assinou. Pontos de autenticação: email [REDACTED] (via token). CPF informado: [REDACTED] IP: 177.173.65.179. Componente de assinatura versão 1.139.0 disponibilizado em <https://app.clicksign.com>.
- 15 set 2021, 21:57:06 Processo de assinatura finalizado automaticamente. Motivo: finalização automática após a última assinatura habilitada. Processo de assinatura concluído para o documento número 424cc68f-56c0-48fa-9983-1afcfe5ad22a.



Para validar este documento assinado, acesse <https://validador.clicksign.com> e utilize a senha gerada pelos signatários ou envie este arquivo em PDF.

As assinaturas digitais e eletrônicas têm validade jurídica prevista na Medida Provisória nº. 2200-2 / 2001

Este Log é exclusivo ao, e deve ser considerado parte do, documento número 424cc68f-56c0-48fa-9983-1afcfe5ad22a, com os efeitos prescritos nos Termos de Uso da Clicksign disponível em www.clicksign.com.