



PARECER SEI Nº 10/2019/COSFI/SUCIS/SEAE/SEPEC-ME

Audiência Pública CVM/SDM número 03 - 2019.

Processo SEI nº 10099.100429/2019-26

I. Descrição

- 1) Trata-se de audiência pública para apresentação de manifestação sobre as opções regulatórias relacionadas à modernização da norma que dispõe sobre os agentes autônomos de investimento – AAI e ao aprimoramento da atividade de distribuição de valores mobiliários.
- 2) Essa consulta não está relacionada a uma minuta de instrução específica, mas servirá como insumo para análise de impacto regulatório e, por fim, em futura proposta de alteração da Instrução CVM 497, que regulamenta as atividades dos agentes autônomos de investimento.
- 3) Os agentes autônomos de investimento são pessoas físicas ou sociedades empresárias simples, caso em que a atividade fim é desenvolvida pelos sócios, que atuam como prepostos de forma exclusiva e sob a responsabilidade dos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, os intermediários. As principais atividades desenvolvidas pelo agente autônomo são a prospecção e captação de clientes, recebimento e registro de ordens, e de prestação de informações acerca dos produtos financeiros.
- 4) Desde a edição dessa norma, o mercado de distribuição de valores mobiliários passou por uma grande mudança estrutural, dado o aumento de plataformas digitais que oferecem produtos financeiros diversos com taxas mais competitivas para os investidores. Por outro lado, conforme edital de audiência pública SDM nº 03/19, “*No universo dos intermediários independentes não pertencentes a conglomerados financeiros, por outro lado, percebeu-se expressiva concentração no vínculo dos agentes autônomos de investimento junto a uma mesma instituição integrante do sistema de distribuição*”. Outros aspectos relevantes que merecem ser mencionados são o aumento do número de agentes autônomos credenciados e o aumento de agentes autônomos pessoas jurídicas de maior porte e estrutura.
- 5) Diante dessas alterações do mercado, a CVM lançou a referida audiência pública com o objetivo de colher subsídios sobre alguns temas. O primeiro deles diz respeito à atual limitação de constituição de AAI pessoa jurídica como uma sociedade simples^[1], pois dada a expansão da atividade dos agentes autônomos, a forma de sociedade simples pode ter exaurido seu potencial em função do elevado número de sócios que podem possuir. Assim, surge a possibilidade de se admitir agentes autônomos sob a forma de sociedade empresária, também resguardando a possibilidade da atuação na forma de sociedade simples.
- 6) A sociedade empresária é um conceito mais amplo de sociedade que possibilita que os sócios não atuem na atividade fim, ou seja, a sociedade poderá ser formada por profissionais especializados em gestão, marketing, comercial, relações institucionais, entre outros. Dessa forma, espera-se uma maior profissionalização e *compliance* numa sociedade empresária. Além disso, torna-se possível a figura do sócio investidor em uma sociedade empresária, trazendo mais recursos para o setor e ampliando a concorrência.

7) O segundo ponto a ser discutido na audiência pública é a exigência de exclusividade dos agentes autônomos de investimento para com as corretoras de valores hoje vigente. A princípio a possibilidade de flexibilização dessa exigência seria recomendável porque atua como uma barreira à entrada no setor, uma vez que intermediários novos e de menor porte encontram grande dificuldade em atrair e contratar agentes autônomos; isso acontece porque os agentes autônomos são remunerados por meio de comissões proporcionais ao volume das suas operações e, dada a exigência de exclusividade, tendem a operar junto aos intermediários que proporcionam maiores ganhos esperados.

8) Finalmente, a audiência pública trata da questão da transparência, principalmente quanto à remuneração dos agentes autônomos de investimento. Os agentes autônomos recebem sua remuneração de acordo com o volume de operações de seus clientes, na forma de comissões (rebates) e isso pode gerar conflitos de interesse na atuação desse profissional. Ou seja, o agente autônomo pode ter interesse em que o cliente faça o maior número de operações possível e não necessariamente a melhor operação para o seu perfil de risco.

9) Nesse contexto se inclui a figura do consultor de investimento que é contratado diretamente pelos clientes e são remunerados por estes. Os consultores de investimento desenvolvem uma atividade que é diretamente correlacionada com a satisfação do seu cliente e a sua remuneração reflete essa característica do serviço. Ao contrário, a remuneração do AAI muitas vezes não é conhecida pelo seu cliente e essa assimetria de informação pode causar distorções na hora da escolha de qual profissional se encaixa melhor no perfil do investidor.

II. Do Impacto Concorrencial

10) Para avaliar os impactos concorrenciais é utilizada a metodologia desenvolvida pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), publicada no Guia de Avaliação de Concorrência. Um conjunto de questões é verificada na análise de impacto de políticas públicas sobre a concorrência, sendo que o impacto pode ocorrer de quatro formas: limitação no número ou variedade de fornecedores; limitação na concorrência entre empresas; diminuição do incentivo à competição; limitação das opções dos consumidores e da informação disponível.

11) Sobre o primeiro ponto, a SEAE acredita que a possibilidade de se admitir agentes autônomos sob a forma de sociedade empresária é positiva para a maior exposição dos AAI diante dos investidores e, conseqüentemente, o desenvolvimento do mercado de distribuição de valores mobiliários. Um sócio unicamente capitalista, que não exerça a atividade fim, pode agregar valor na forma de gestão, marketing, treinamento de funcionários e profissionalização em geral, das sociedades de agentes autônomos.

12) É necessário pontuar que, para evitar a concentração do mercado, deve existir a vedação de que instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários sejam admitidas como sócios capitalistas de AAI sob a forma de sociedade empresária. Vale dizer, exemplificando, que não deve ser permitido que uma corretora tenha participação societária numa sociedade de AAI. O intuito dessa vedação é evitar a verticalização nesse mercado, que hoje já opera num nível de alta concentração.

13) A permissão da criação de agentes autônomos sob a forma de sociedade empresária não deve excluir a possibilidade de agentes autônomos se constituírem sob a forma de sociedade simples. A exclusão de agentes autônomos sob a forma de sociedade simples pode inviabilizar a formação e adequação de sociedades de agentes autônomos que já estão funcionando ou que pretendem entrar em funcionamento.

14) O segundo ponto levantado na audiência pública é a possibilidade da eliminação da exigência da exclusividade dos agentes autônomos. O assunto foi analisado na Nota Técnica SEI nº 28/2018/COGAC/SUPROC/SEPRAC-MF, recebida à essa CVM em 15/04/2019, conforme processo SEI 18101.100056/2018-28, a qual conclui:

“... que a vedação à manutenção de contratos de prestação de serviços por parte dos AAI com mais de uma instituição distribuidora, conforme estabelecido no art.

13, inciso I, da Instrução CVM nº 497, de 2011, impõe distorções concorrenciais ao segmento de distribuição de valores mobiliários, dificultando tanto a entrada como a expansão das empresas distribuidoras menores.”

15) Dada a argumentação da referida Nota Técnica, recomenda-se que a exigência de exclusividade seja eliminada, ressaltando que a eliminação dessa exigência não impede que um agente autônomo trabalhe com uma única intermediária. Espera-se que com essa medida aumente o dinamismo e a concorrência no mercado de distribuição de valores mobiliários, removendo uma grande barreira à entrada para os intermediários de menor porte.

16) Ressalte-se, no entanto, que a eliminação dessa exigência não deve impedir que o intermediário e o AAI definam em contrato uma cláusula de exclusividade. Afinal, há casos em que o intermediário deseja investir em formação e informação do AAI e a exclusividade pode ser uma forma de proteger este investimento.

17) Entretanto, como os agentes autônomos são remunerados por cada operação feita pelos seus clientes, um possível efeito da eliminação da exclusividade é que as intermediárias podem aumentar a remuneração das comissões para atrair os AAI e, conseqüentemente, tornar o viés em favor de mais transações ainda maior, independente de isso melhorar ou não as condições para os clientes. Outro possível problema é a dificuldade para o cliente controlar em qual corretora o seu agente está operando, em caso de fraudes ou operações erroneamente executadas.

18) Ações em linha com a terceira questão levantada pela CVM, a transparência, são indicadas para mitigar os possíveis problemas levantados. A SEAE propõe que seja obrigatória a divulgação das comissões tanto das intermediárias quanto dos agentes autônomos, para todos os produtos financeiros negociados ou ofertados para os clientes. Pretende-se atingir dois objetivos: a) diminuir o conflito de interesse que existe hoje na atuação dos agentes autônomos no sentido de maximizar o número de transações e b) diminuir a assimetria de informações que existe no mercado de distribuição de valores mobiliários. Dessa forma, os intermediários e os agentes autônomos teriam que expor explicitamente o preço dos seus serviços, abrindo a porta para uma maior competição no mercado. A SEAE também propõe que no caso dos agentes autônomos não exclusivos, todas as operações feitas em nome dos seus clientes devem ser autorizadas por meio eletrônico pelos próprios clientes. Assim, pretende-se aumentar o controle das operações evitando fraudes na relação agente autônomo, intermediária e cliente.

III. Conclusão

19) Ante o exposto, conclui-se que permitir que agentes autônomos possam constituir sociedade empresária, eliminar a exclusividade, divulgar os custos de comissões e obrigar a autorização eletrônica das operações feitas por agentes autônomos não exclusivos tem potencial para aumentar a concorrência e a transparência no mercado de distribuição de valores mobiliários, e, ao mesmo tempo, aumentar o nível de controle sobre fraudes existentes no mercado. Entretanto, sugerimos que deve ser vedada a participação de instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários como possíveis sócios capitalistas das sociedades empresárias de agentes autônomos. Finalmente, observamos que a CVM fará análise de impacto regulatório, como consta no edital desta audiência pública, das propostas que entender relevantes para o mercado.

[1] Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002, Título II, Capítulo Único.

Brasília, 27 de agosto de 2019.

Documento assinado eletronicamente

PEDRO GOMES VASCONCELOS

Chefe de Divisão da Coordenação-Geral da Concorrência no Sistema Financeiro

De acordo.

Documento assinado eletronicamente

AURÉLIO MARQUES CEPEDA FILHO

Coordenador da Coordenação-Geral da Concorrência no Sistema Financeiro

Documento assinado eletronicamente

ERICA DOMINGOS DA SILVA

Coordenadora-Geral da Coordenação-Geral da Concorrência no Sistema Financeiro

Documento assinado eletronicamente

MARCELO DE MATOS RAMOS

Subsecretário de Competitividade e Concorrência em Inovação e Serviços

Documento assinado eletronicamente

CÉSAR COSTA ALVES DE MATTOS

Secretário de Advocacia da Concorrência e Competitividade



Documento assinado eletronicamente por **Pedro Gomes Vasconcelos, Chefe de Divisão**, em 30/08/2019, às 16:36, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Aurélio Marques Cepeda Filho, Coordenador(a)**, em 30/08/2019, às 16:36, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Marcelo de Matos Ramos, Subsecretário(a) de Competitividade e Concorrência em Inovação e Serviços**, em 30/08/2019, às 19:14, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **César Costa Alves de Mattos, Secretário(a) de Advocacia da Concorrência e Competitividade**, em 30/08/2019, às 19:16, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **3714124** e o código CRC **CC3C8EAF**.

