



São Paulo, 30 de agosto de 2019.

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM

SDM0319@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° 03/2019 (“AP SDM 03/19”)

Objeto: Convite para apresentação de manifestações sobre as opções regulatórias relacionadas à modernização da norma que dispõe sobre os agentes autônomos de investimento (“AAIs”) e ao aprimoramento da atividade de distribuição de valores mobiliários

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*: seus sócios têm forte “DNA de mercado”, tendo atuado por diversos anos nas áreas de representação e autorregulação da indústria de fundos na Associação Nacional dos Bancos de Investimento – ANBID (hoje Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais – ANBIMA), além da atuação técnica em diversas instituições do mercado.

Nesse contexto, reputamos de extrema relevância o debate proposto pela CVM ao mercado: 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 do mercado de produtos financeiros, vêm transformando profundamente a forma como o público considera suas finanças pessoais e seus recursos financeiros. Evidentemente, o mercado vem respondendo (e até mesmo provocando) estas mudanças, provendo soluções em atenção a estes novos tempos.

Felizmente, tais avanços foram sempre percebidos por esta D. CVM, que, como de costume, a eles tem respondido no mais alto nível e de forma adequada, com amplos debates sobre avanços regulatórios, e sendo pioneira, nos últimos 15 anos, em uma agenda que contribuiu ativamente para esta maior sofisticação do mercado de investimentos no Brasil.

Tal ciclo se iniciou nos anos 2000, quanto então a prioridade foi criar as bases para o desenvolvimento de produtos diversos, tais como (i) os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FIDCs, (ii) os Fundos de Investimento em Participações – FIPs, (iii) o (então) novo regime de ofertas públicas de valores mobiliários, (iv) a primeira regulação que consolidou o setor de fundos “tradicionais” (passando então a CVM a ser responsável pela regulação integral do segmento, antes dividida com o Banco Central do Brasil), (v) os Certificados de Recebíveis

Imobiliários – CRIs, (vi) os Fundos de Investimento Imobiliário – FIIs, até finalmente, culminar (vii) nas chamadas “Ofertas Públicas com Esforços Restritos”.¹ Encerrado tal ciclo, o mercado de capitais nacional passou a ter condições de prover produtos com diferentes graus de sofisticação, fazendo frente à demanda por portfólios também mais diversificados.

Sucedendo o ciclo de regulação de *produtos*, ficou bastante evidente a visão do regulador em passar a demarcar novas bases para as *funções/prestadores de serviço diretamente ligadas à sua estruturação, gestão e guarda*: citamos aqui (a) a definição de um conjunto de regras mais aprofundadas para os intermediários e para a negociação desses ativos, (b) a revisão geral dos conceitos ligados à sua custódia, e, finalmente, (c) a regulação com fronteiras bem delimitadas de atuação entre administradores fiduciários e gestores de carteira.² Com esta segunda série de normativos, houve uma relevante mudança de patamar, no que diz respeito à **segurança** dos produtos.

Finalmente, o terceiro período natural – iniciado durante a “segunda onda” acima mencionada, e ainda *em curso* – se caracteriza em dar maior robustez às normas relacionadas aos “**serviços ao investidor**”, o que se notabilizou primeiro com a concepção do processo de *suitability*, e depois com as novas Instruções que tratam da consultoria de valores mobiliários e da análise de valores mobiliários.³

Essa “linha do tempo” da evolução da regulação de investimentos fez bastante sentido, ou seja, primeiro (i) ela “criou” os produtos, depois (ii) reforçou o segmento responsável pela estruturação, gestão, negociação e guarda de tais ativos, e, finalmente, (iii) aperfeiçoou o regime aplicável aos diversos prestadores de serviço que atuam junto aos clientes, assim respondendo aos anseios pela adequada alocação de seus portfólios e fazendo frente à complexidade e sofisticação de nosso mercado.

Também de forma inovadora, a CVM inaugura, nesta AP SDM 03/19, uma abordagem mais aberta, com uma prévia discussão conceitual, que será sucedida por uma Audiência Pública regular de texto normativo, a ocorrer, espera-se, em 2020.

A AP SDM 03/19, em linhas gerais, primeiro desenvolve toda uma linha lógica que demonstra os princípios necessários implantados à época da ICVM 497, bem como a clara visão da CVM de que as mudanças aceleradas ocorridas nestes mercados ligados a investimentos trouxeram à mesa a necessidade de aprimoramentos: nesse sentido, a AP SDM 03/19, de forma mais objetiva, pergunta ao mercado suas opiniões específicas sobre três pontos de abordagem: (1) a questão da forma legal de constituição dos AAI; (2) a flexibilização da exclusividade; e (3) o apropriado nível de transparência das relações de remuneração.

Sentimos falta de questões específicas e de um debate direcionado junto ao mercado, com as visões da CVM sobre a função em si, ou seja, sobre qual deveria ser o “conceito” fundamental da atribuição de um AAI, considerando os “novos tempos” e os impactos das mudanças tecnológicas e

¹ Cf. respectivamente, as Instruções CVM n.º 356, de 17 de dezembro de 2001; 391, de 16 de julho de 2003; 400, de 29 de dezembro de 2003; 409, de 18 de agosto de 2004; 414, de 30 de dezembro de 2004; 472, de 31 de outubro de 2008; e 476, de 16 de janeiro de 2009.

² V., respectivamente, Instruções CVM n.º 505, de 27 de setembro de 2011 (“ICVM 505”); 542, de 20 de dezembro de 2013; e 558, de 26 de março de 2015 (“ICVM 558”) - ainda durante esse período, houve a importante reforma da norma pertinente aos AAI, com a edição da Instrução CVM n.º 497, de 03 de junho de 2011 (“ICVM 497”).

³ Respectivamente, Instruções CVM n.º 539, de 13 de novembro de 2013; 592, de 17 de novembro de 2017 (“ICVM 592”); e 598, de 03 de maio de 2018.

de comportamento (supracitadas) na definição e caracterização desses profissionais - afinal, é nítido que há lacunas nos conceitos iniciais da ICVM 497, abaixo reproduzidos:

Art. 1o Agente autônomo de investimento é a pessoa natural, registrada na forma desta Instrução, para realizar, sob a responsabilidade e como preposto de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, as atividades de:

I - prospecção e captação de clientes;

II - recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis, na forma da regulamentação em vigor; e

III - prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado.

(...)

A nosso ver, existe um *gap* no conceito acima, que é o próprio processo de investimento e decisão do investidor: entre a prospecção de um cliente, a efetiva recepção de ordens e a prestação de informações, há, evidentemente, a necessidade de se definirem os produtos de investimento adequados para cada cliente (sendo que o público investidor, em boa parte leigo na matéria, **conta** com o **auxílio** do profissional que o atende).

Logicamente, o advento da regulação de *suitability* buscou suprir essa questão, ao dispor sobre “o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente”: passou a ser “obrigação” (*i.e.*, “dever”) - e não mais mera opção - estabelecer o processo lógico de *diagnóstico do perfil do cliente* e de disponibilização de produtos a ele adequados.

Surge daí certa ambivalência, já que a ICVM 497 em nenhum momento faz uso das palavras “assessoria”, “recomendação”, “sugestão”, “indicação”, ou “aconselhamento” - e, quando menciona a palavra “consultoria”, é no sentido de veto explícito (v. art. 13, IV, da ICVM 497).

Ao mesmo tempo, a ICVM 497 - mesmo não listando a “educação” dentre as atividades autorizadas no artigo 1º - permite que o AAI ministre “cursos e palestras” (cf. art. 11, §2.º, I), condicionando a aprovação de apostilas e materiais a seu contratante: acreditamos que “ensinar”, nesses fóruns, muitas vezes se aproxima similarmente de “assessorar” (bem diferente de um ambiente “acadêmico” propriamente dito, por exemplo).

Há de se admitir que, nesses novos tempos e nas novas fronteiras de negócios e demandas por parte dos investidores, o AAI – ou qualquer agente distribuidor – precisa ter **importante papel técnico** no auxílio à busca de um portfólio adequado e a dados objetivos e sensibilidade de risco: num mercado de produtos com alta sofisticação, quem realiza esta interlocução - quando se tratar de mera distribuição – é o agente comercial de uma instituição financeira, o AAI, ou, na hipótese de busca de um serviço com perfil ainda mais avançado, é o consultor ou o gestor que assume tal papel.

Porém, não podemos descartar a realidade de que todos esses profissionais prestam serviços ao cliente com maior ou menor grau de “assessoria”, “recomendação”, “aconselhamento”, “sugestão”, “indicação” e, até mesmo, de “consultoria” (seja em bases efetivamente formais e profissionais, no caso de um consultor de valores mobiliários, ou em bases mais “incidentais”, quando se tratar de um agente comercial, AAI, ou mesmo um gestor, na definição da estratégia da carteira ou portfólio gerido).

Creemos, portanto, que há um grande desafio na redação do “Artigo 1º” da eventual nova Instrução, conceituando adequadamente esse AAI - que, inclusive, a nosso ver, faz uso de uma denominação algo equivocada, que induz a entendimento errôneo sobre seu *status* (afinal,

“autonomia”, aqui, rigorosamente falando, *não há*, dada a vinculação **exclusiva** à instituição contratante e o conflito de interesse na remuneração).⁴

Portanto, procuramos, neste preâmbulo, ressaltar a importância do tema em questão, encerrando importante ciclo de regulação das funções ligadas a investimentos, e, nesse sentido, reforçar a importância da **clara definição deste personagem**: ainda, por uma questão de **equidade**, o que é um princípio **sempre** enfaticamente defendido pela **BR Invest Consult**, as obrigações regulatórias, em termos de **compliance**, transparência e governança, deveriam ser – **de forma graduada – equivalentes (e devidamente adaptadas às diversas realidades)** entre os distribuidores (sejam estes funcionários de instituições financeiras ou AAIs), analistas de valores mobiliários, consultores de valores mobiliários e administradores de carteiras de valores mobiliários (mais especificamente os gestores).⁵

Passaremos então às questões centrais diretamente elencadas pela CVM na AP 03/19:

5.1. Constituição de AAI pessoa jurídica restrita a sociedades simples

- a) quais medidas deveriam acompanhar eventual permissão para que os agentes autônomos pessoa jurídica adotem formas de sociedades empresárias, considerando os fatores que levaram a CVM a adotar tal restrição, sobretudo a atuação de pessoas não credenciadas como agentes autônomos na atividade fim?
- b) como essa medida se coaduna com a condição de preposição que os AAI têm em relação ao intermediário, considerando que tal condição foi crucial para a determinação do regime de responsabilidades atualmente vigente?
- c) caberia segmentar os participantes, isto é, eliminar a restrição hoje existente somente para determinado segmento? Em caso afirmativo, qual o critério mais apropriado para se estabelecer tal segmentação?
- d) quais outras possíveis vantagens e desvantagens espera-se que possam decorrer da eventual flexibilização do tipo societário?

A discussão a respeito do aprimoramento da “estrutura jurídica” de um AAI, passando de sociedade simples à sociedade empresária, nos parece ser a que melhor reflete a dimensão do crescimento atual desses profissionais: tais empresas rapidamente avançaram de quase “terceirizados” de corretoras a, agora, empresas com “*marcas próprias*”, que se posicionam como plataformas independentes de “investimento”, “assessoria financeira”, “*private banking*”, “assessoria em investimento” ou mesmo de “*wealth management*” (ou diversas outras terminologias usuais).

Para o investidor médio – e, por natureza, *leigo* – é complexa a devida compreensão formal da intrincada relação legal de “preposição” da figura do AAI: em sua percepção, ele obviamente fixa as referidas “*marcas próprias*” com a instituição “principal” da qual efetivamente recebe a prestação de serviço ao realizar seus investimentos.

A obrigação corrente da ICVM 497, de que o AAI precisa apresentar, junto à sua “marca”, a identificação de seu distribuidor contratante (ou seja, “AAI da instituição Y”), na visão do investidor leigo, não coloca o AAI em posição equivalente ao seu gerente do banco, por exemplo (o que se pretenderia com a “preposição”): o “nome fantasia” e a “marca” têm costumeiramente ganhado mais destaque na comunicação visual do que a longa (e algo “misteriosa”, para o investidor) expressão

⁴ Totalmente mitigável, porém reconhecidamente existente, como em qualquer atividade econômica baseada em comissionamento pela venda de produtos.

⁵ Afinal, tais agentes são aqueles que mais se aproximam dos investidores, e - pelo privilégio de exercício de tão nobre função regulada – **precisam ser exigidos** em níveis razoáveis no tocante a temas de governança.

“Agente Autônomo de Investimentos” – a instituição contratante do AAI, por vezes, ainda que acompanhando a denominação deste último, parece figurar ali, aos olhos de investidor médio, mais como um “custodiante”, cabendo ao AAI a interface primária com o “cliente” (ou seja, podendo causar uma certa confusão, no investidor, acerca da “empresa de investimentos” com a qual ele está efetivamente lidando).

Boa parte destas estruturas vem se posicionando de forma a tentar atender *todo tipo de demanda* que um investidor tenha em termos de investimento, seguros, financiamentos, planejamento financeiro, tributário, sucessório etc. - ou seja, a ideia muitas vezes é assistir este cliente em *todo o seu ciclo financeiro* (da pessoa física ou também de sua empresa), tornando-se a cada dia mais usuais estruturas que *se iniciaram como AAIs*, e que passam depois a agregar, em empresas distintas, gestão de recursos, corretoras de seguros, correspondentes bancários, consultorias de valores mobiliários ou consultorias “genéricas”⁶ – e, até mesmo, em estágios mais avançados, estruturação de soluções de mercado de capitais e mercado imobiliário, passando pela assessoria em emissão de dívidas, crédito de diversas naturezas, financiamento imobiliário e securitização (notadamente quando são clientes empresariais).

Portanto, a nova legislação deveria refletir o que - *na prática* – frequentemente vem acontecendo, ou seja, que *o AAI possa adotar a maior sofisticação permitida pelo modelo de sociedade empresária*, com sócios capitalistas, funcionários de áreas diversas, e até mesmo o exercício de diversas atividades em uma mesma pessoa jurídica, desde que **mediante segregação**. Tal prática já é naturalmente autorizada e usual para gestores, administradores e consultores.

Porém, fica aqui também a necessidade de autorizar – por uma questão de *equidade* e com a *devida segregação* – que gestores e consultores de valores mobiliários *também possam ser sócios de AAIs*, permitindo que também estes evoluam nestas estruturas de “plataformas independentes”, hoje cada vez mais comuns.

Sobre a sociedade *empresária* de AAIs, seria importante também proceder a certo “**alinhamento de governança**”, similarmente ao que já se implementou há bastante tempo em empresas de gestão e, mais recentemente, para os analistas da ICVM 598 e aos consultores da ICVM 592, mediante exigência, às empresas pertinentes, de formalização de regras claras - através de *políticas internas documentais* - tratando de temas específicos listados nas respectivas normas. Portanto, ganhariam peso e destaque a governança da empresa e seu controle, aproximando-as das exigências aplicáveis aos gestores, administradores, consultores e analistas.

Assim, de uma forma geral, nossa proposta é (i) pela **necessidade, sim, da ampliação do grau de liberdade dos AAIs** – em diversos sentidos, e, dentre eles, da possibilidade de adoção da sociedade *empresária* –, bem como (ii) do reconhecimento conceitual, na nova norma, do seu **efetivo papel de “assessoria” ao cliente na busca das melhores condições de investimento** - tudo isso, com o **adequado e devido grau de transparência ao investidor**.

Sendo bastante realistas, a nosso ver, o vínculo de preposição junto a uma instituição distribuidora **não é justificativa para tal isenção de regras internas**: tais agentes obviamente são, *do ponto de vista do investidor* (que é o mais importante), bem distintos dos funcionários da instituição financeira (*i.e.*, a contratante do AAI) que os poderia atender diretamente.

Nesse sentido, reportamo-nos inclusive *às sugestões que fizemos, à época da Audiência Pública SDM 06/17 (“AP SDM 06/17”)*,⁷ e que, no relatório da referida Audiência Pública,

⁶ P. ex., execução de planejamento financeiro, e busca de soluções de planejamento tributário e sucessório com o auxílio de advogados.

⁷ À época, nossa consultoria adotava a denominação social “3Fund Consult”, para referência da proposta publicada no site da CVM: v. http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2017/sdm0617.html e

terminaram por não ser acatadas (dado não estarem no escopo central daquela Audiência), porém, com o reconhecimento da CVM de que eram questões relevantes, conforme reproduzimos abaixo, nos trechos contidos nas páginas 8, 9 e 11 do Relatório de Análise da AP SDM 06/17 (destaques em amarelo são nossos):

No regime da Instrução CVM no 497, de 2011, o agente autônomo atua sob a responsabilidade da instituição integrante do sistema de distribuição com quem ele estabelece contrato para a prestação dos serviços autorizados pela norma.

A norma atribui à instituição integrante do sistema de distribuição o dever de fiscalizar as atividades dos agentes autônomos por ela contratados e de aplicar a esses agentes a regras e procedimentos de compliance por elas adotados.

Ressalta-se que a atuação do agente autônomo por meio de pessoa jurídica constituída para o exercício dessa atividade também não afasta a responsabilidade individual de todos os sócios de observarem o disposto na Instrução CVM no 497, de 2011.

Não obstante, o crescimento que vem sendo observado no porte de algumas dessas pessoas jurídicas pode justificar a implantação de controles adicionais para algumas dessas sociedades.

No entanto, o assunto foge do escopo da audiência e também se compreende que a conveniência de modificar a norma nesse sentido deve ser analisada em novo projeto de estudo normativo, propiciando uma maior discussão prévia com o mercado.

Assim, a sugestão não foi acatada.

As sugestões trazidas pelo participante, embora pertinentes em muitos sentidos, não foram acatadas. Conforme comentado em relação à sugestão anterior do mesmo participante, o assunto foge do escopo da audiência e a CVM entende que a conveniência de modificar a norma nesse sentido, o que, inclusive, importaria aos jurisdicionados uma carga adicional de custos de observância, deve ser analisada em novo projeto de estudo normativo, propiciando uma maior discussão prévia com o mercado.

Acreditamos que, na atual Audiência, o tema ganha relevância, e propomos aqui, então, sugestões similares às enviadas a esta D. CVM em 2018, por ocasião da AP SDM 06/17.

Lembramos também que as atividades de administração, gestão e consultoria, têm, agora, identidade do ponto de vista do processo técnico e de governança interna, destacando os seguintes pontos de intersecção: **(i) código de ética; (ii) regras, procedimentos e descrição dos controles internos; (iii) política de negociação de valores mobiliários por administradores, empregados e colaboradores e pela própria empresa; e (iv) Formulário de Referência.**

Essa mesma tendência é consolidada na autorregulação do segmento de gestão e administração de fundos, patrocinada ANBIMA, que tem como característica clara a obrigação de elaboração políticas e manuais internos com a descrição (e portanto o **compromisso**) de regras de governança e de temas técnicos (*proxy voting*, crédito, liquidez etc.).

A adoção desses documentos corporativos, e a sua transparência, com a divulgação no *website* da instituição, contribuem para a decisão mais segura do investidor, já que trazem amplo material que pode ser analisado, e, a partir deste, propiciar melhor juízo de valor sobre a credibilidade da empresa em questão, e se ela adota as *best practices* do mercado: a transparência sempre traz dados importantes para a decisão.

Além desses documentos internos, acompanhados de processos operacionais que garantam a sua efetividade, houve também o aprimoramento, na ICVM 592, do apontamento de diretores

http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2017/sdm0617Relatorio_d_e_analise.pdf

estatutários (obedecendo a requisitos pré-estabelecidos pela regulação, nem sempre podendo acumular funções), responsáveis por áreas específicas, quais sejam: (i) consultoria, (ii) controles internos e (iii) *suitability*.

A recente nova redação da ICVM 497 eliminou a adoção do “Código de Ética” da entidade credenciadora, e da sua obrigação de fiscalização: a entidade credenciadora fica agora responsável apenas pelo *credenciamento em si*, e pela definição de um Regulamento, com as regras atinentes a pedidos de concessão, suspensão ou cancelamento do credenciamento do AAI.

Tal mudança não acarretaria redução dos padrões de conduta dos AAIs, já que a norma antiga, de certa forma, trazia uma “sobreposição de fiscalizações”, que até então seria feita tanto pela própria entidade credenciadora, mas também sob a responsabilidade das respectivas instituições integrantes do sistema de distribuição (contratantes e responsáveis pelos AAIs), e das entidades administradoras dos mercados organizados (notadamente a B3 - que fiscaliza “os negócios” nestes mercados).

Porém, acreditamos que seria oportuno criar a obrigação de formalização de regras e padrões de conduta da empresa de AAI como forma de proteção do investidor, indo além da percepção de que a nova proposição da ICVM 497 manteria os padrões de conduta via “fiscalização” pela instituição contratante do AAI e pelas das entidades administradoras dos mercados organizados.

Assim, recomendamos que, em substituição ao papel antes destinado à entidade credenciadora – isto é, de definição de padrões de conduta - ,que se incorpore à nova norma **um hall mínimo de políticas internas obrigatórios à empresa de AAI.**

Sobre a questão da governança interna aqui em debate, gostaríamos ainda de expor alguns pontos da norma atual para análise.

A ICVM 497, em seu artigo 10, inciso I, de forma ampla e abrangente, determina que o AAI precisa observar “*regras e procedimentos estabelecidos pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado*”.

E, em seu artigo 11, §2.º, inciso I, a ICVM 497 permite que o AAI apresente seu logotipo, acompanhado do logotipo da instituição pela qual foi contratado, e autoriza ainda que este faça **uso de apostilas, e materiais em palestras.**

No artigo 12, a regulamentação determina que a “*a atividade de prestação de informações pelo agente autônomo de investimento deve estar sujeita às mesmas regras estabelecidas para os demais profissionais que atuam na instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual ele tenha sido contratado.*”

E, finalmente, em seu artigo 17, inciso I, a norma determina que a instituição integrante do sistema de distribuição contratante “estenda”, aos AAIs contratados, a aplicação de “*regras, procedimentos e controles internos por ela adotados*”, além de *fiscalizar* tais AAIs.

A obrigatoriedade de que a instituição contratante seja totalmente responsável em garantir que o processo de venda ou intermediação de produtos financeiros (informações do produto, procedimentos operacionais, fichas cadastrais, termos de ciência, verificação de *anti-money laundering* - AML, *suitability* etc.) siga os mesmos procedimentos - seja ele feito por um funcionário próprio, seja por um AAI - é totalmente justificável, e é o “eixo central” do AAI como preposto de seu contratante: a obrigação de que atente ao processo de venda, prestação de informações e fiscalização destes, assim, é plenamente correta.

Porém, esta lógica geral deveria vir acompanhada de *obrigações específicas* de governança da *própria sociedade de AAI*: a obrigação contida no artigo 17 faz sentido quando se trata de **fiscalizar**, porém, no que diz respeito a **controles internos**, como o próprio nome diz, faria mais sentido que fosse algo de fato “interno” *da sociedade de AAI em questão*.

Portanto, frisamos novamente, nossa sugestão é que o futuro normativo exija que **a própria empresa de AAI possua tais regras, procedimentos e controles internos formais**, logicamente cabendo à instituição distribuidora contratante a obrigação de verificar o alinhamento das regras, procedimentos e controles internos do AAI com as suas próprias práticas de governança, e fiscalizá-los eficientemente.

Logo, a empresa de AAI - de forma análoga *ao que já ocorre* com gestores, administradores e consultores – deveria formalizar: **(i) código de ética; (ii) regras, procedimentos e descrição dos controles internos; (iii) política de negociação de valores mobiliários por administradores, empregados e colaboradores e pela própria empresa; e (iv) Formulário de Referência.**

O conteúdo do **Formulário de Referência** do AAI deveria tratar de questões similares às tratadas nos Formulários definidos pelas ICVM 558 e 592, porém evidentemente adaptados ao contexto da atividade de AAI.

Sugerimos também que, futuramente, se pense na criação de capítulo específico sobre as exigências de **“Regras de Conduta”**, de forma análoga ao Capítulo V da ICVM 592, com conteúdo descritivo de boas regras de conduta que norteiem o Código de Ética da empresa de AAI.

O conteúdo do Formulário de Referência e dos Capítulos de “Regras de Conduta” poderiam ser objeto de novo processo de debate e Audiência Pública com o mercado no futuro, com foco nestas novas regras de governança.

Finalmente, vale notar que, na regulamentação em vigor, a instituição distribuidora é obrigada a apontar um “diretor responsável pelo AAI” (artigo 17, inciso VII), porém, *a própria empresa de AAI não tem obrigação de indicar diretores responsáveis* por sua atividade e controles.

A indicação de dois diretores, objetivando a responsabilidade central pela “atividade-fim” e seu controle, tem sido característica presente na regulação sobre gestão, administração, distribuição e consultoria.

Propomos a adoção de tal obrigação de apontamento de diretor responsável pela atividade-fim em si e pelos respectivos controles, de forma análoga ao apontado para gestores, administradores, consultores e analistas. É patente a necessidade de *alinhamento regulatório*, buscando sempre o fortalecimento da atividade, mas em um novo patamar de *best practices*.

Tais obrigações aqui propostas trazem um desejável *liability* para a empresa de AAI, e podem ser importantes indutores para o setor, já que, no desenho atual, as responsabilidades por maus atos de um AAI ficam muito concentradas em sua entidade contratante, sendo importante iniciar um processo de aprimoramento deste segmento, que tem ganho sensível relevância para o investidor.

A criação de políticas internas e a adoção de diretores responsáveis são importantes indutores para a melhora de qualidade para os AAIs, para os investidores e para o mercado. **Nesse sentido, a adoção de estruturas societárias mais flexíveis, acompanhadas de um grau maior de governança, são bastante aceitáveis.**

5.2 Exclusividade

e) é pertinente e oportuna a eventual flexibilização da exclusividade para os agentes autônomos, considerando, de um lado, a potencial redução da concorrência no mercado de intermediação, e, de outro, a atuação dos intermediários como “gatekeepers” de sua atuação?

f) no extremo oposto do espectro regulatório, é pertinente e oportuno estender a exclusividade entre agentes autônomos e intermediários para a distribuição de cotas de fundos de investimento (eliminando a diferenciação entre distribuição de cotas de fundos de investimento e a de outros valores mobiliários)? Nesse sentido, pedimos considerações que levem em conta tanto o aspecto concorrencial quanto a proteção ao investidor.

g) que salvaguardas deveriam ser adotadas para mitigar os eventuais efeitos negativos que adviriam da eliminação do comando de exclusividade (por exemplo, determinação de estrutura de controles internos, indicação de diretores responsáveis, elaboração de regras, procedimentos e controles internos, medidas a serem adotadas para a preservação do sigilo das operações dos clientes ou estabelecimento de capital mínimo)?

h) em um eventual cenário no qual os AAI sejam liberados do requisito de exclusividade e, em decorrência disso, passem a suportar uma carga regulatória maior, a que tipo e abrangência de disclosures (informações disponibilizadas ao público investidor, ainda que também compartilhadas com o regulador) este participante deveria estar sujeito?

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

j) de que forma poderia se dar o rearranjo de responsabilidades decorrente de tal flexibilização? O que caberia aos intermediários e aos AAI que não estivessem sob o regime da exclusividade?

k) como poderiam se dar a supervisão e o acompanhamento pelos intermediários quanto aos atos praticados pelos AAI por eles contratados em um ambiente sem exclusividade? Como determinar o limite do que é responsabilidade de um e de outro intermediário? A relação entre administradores fiduciários e gestores pode servir como referência?

l) como o mecanismo de ressarcimento de prejuízo funcionaria em um cenário de ausência de exclusividade, considerando a possibilidade de o agente autônomo realizar uma série de operações prejudiciais ao cliente diluídas no tempo e entre vários intermediários e a possibilidade de não se conseguir identificar somente um intermediário responsável pelo seu prejuízo?

Sobre este tema, acreditamos que, considerando nossa visão anteriormente defendida, de que faz sentido a maior robustez das estruturas de governança de AAIs – com maior equidade *vis-à-vis* os demais participantes do mercado –, a discussão da regra de exclusividade, como instrumento de fiscalização e controle “vertical” do AAI, perde um pouco a relevância.

Pensando no investidor/consumidor, a tendência natural, em qualquer mercado, é de que quanto maior a competição, maior a possibilidade de ofertas, e a possibilidade de oferta de múltiplos produtos tenderia a gerar maiores benefícios - para tanto, bastaria a comparação com setores como o de seguros, em que corretores podem oferecer alternativas diversas, na busca da melhor relação custo-benefício (ou mesmo *no próprio caso dos AAIs*, em que a oferta simultânea de fundos de investimento de diversas instituições já é autorizada).

A mesma comparação poderia ser extrapolada para setores quaisquer de uma economia aberta, adequadamente regulados e fiscalizados.

Por outro lado, deve-se ponderar que a restrição imposta atualmente pela ICVM 497 basicamente atinge *valores mobiliários* (“ex-fundos de investimento”), portanto, a grosso modo, estamos falando da atividade transacional de compra e venda de ações, debêntures, COEs etc.: em geral, em ofertas significativas de debêntures, CRIs ou CRAs, por exemplo, estas acabam sendo distribuídas por diversas instituições (a própria estruturação de COEs também tem sido bastante disseminada, ou seja, quando surgem temas de investimento que são uma tendência, eles tendem a ser oferecidos em diversas instituições).

Logo, nos modelos atuais das “Plataformas” - às quais tais AAIs vêm se vinculando crescentemente -, acaba sendo bastante reduzido o número de produtos “não disponíveis” nestes que são verdadeiros “supermercados de investimentos”: há de se reconhecer que faz parte inclusive da

própria estratégia de uma “Plataforma de Investimento” oferecer a maior abrangência possível de produtos, dentro do modelo de arquitetura aberta.

Mas a restrição regulatória, mesmo que tênue (valores mobiliários), acaba induzindo a um processo de “fidelização” e de condições contratuais entre instituição contratante e AAI, que poderia sofrer uma quebra de inércia importante com o fim da exclusividade.

Em nosso entender, não deveria haver segmentação entre sociedades de AAIs, mas sim a adoção do *mesmo critério de gestores e consultores*, onde é autorizado o exercício da atividade na pessoa física (com grau menor de exigências legais) ou na pessoa jurídica (com o apontamento de diretores e políticas internas) – o setor de fundos, por exemplo, nunca se notabilizou por segmentar gestores com licenças distintas por segmento de atuação (Fundos 555, FII, FIDC, FIP etc.). Assim, *não acreditamos que se deveria propor uma segmentação de obrigações regulatórias entre AAIs que atuam exclusivamente com uma instituição, ou com diversas.*

Finalmente, na hipótese de AAIs vinculados a diversas instituições, além dos reforços regulatórios já propostos, acreditamos que cabe, além da analogia proposta pela CVM (*i.e.*, relação entre administradores fiduciários e gestores), atentar ao aumento da importância da dinâmica dos processos operacionais, de *suitability* e de prevenção à lavagem de dinheiro (PLD/KYC), principalmente. Nesse sentido, caberiam, na nova regulamentação, os mesmos apontamentos contidos na ICVM 558, quando autorizou gestores a distribuírem seus próprios fundos (destaques em amarelo são nossos):

Art. 30. O administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa jurídica, pode atuar na distribuição de cotas de fundos de investimento de que seja administrador ou gestor, desde que:

I – observe as seguintes normas específicas da CVM:

- a) normas de cadastro de clientes, de conduta e de pagamento e recebimento de valores aplicáveis à intermediação de operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários;*
- b) normas que dispõem sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente;*
- c) normas que dispõem sobre a identificação, o cadastro, o registro, as operações, a comunicação, os limites e a responsabilidade administrativa referentes aos crimes de “lavagem” ou ocultação de bens, direitos e valores; e*
- d) normas que dispõem sobre a troca de informações entre distribuidor e administrador de fundos de investimento; e*

Notadamente os maiores desafios serão os processos de *suitability*, que naturalmente precisam ser centralizados, e buscar uma forma pragmática de implementação de controles adequados entre instituição contratante e AAI, no que diz respeito aos requisitos solicitados pela ICVM 505.

Especificamente em relação ao processo centralizado de *suitability*, ele traz junto consigo também a mitigação de conflitos de interesse. Com a oferta mais ampla de instituições e produtos, pode haver maiores conflitos de remuneração – ou seja, **mais um motivo** para que os AAIs **tenham de implementar políticas internas similares a de gestores e consultores**, e contar com **diretores responsáveis tanto pela atividade-fim, quanto por controles/compliance**, com especial cuidado em relação à questão dos conflitos de interesse.

Porém, acreditamos que, se a vinculação de um AAI a mais de uma instituição gera maior complexidade operacional, pode também trazer a vantagem de *maior fiscalização*, já que haverá *mais de uma instituição* cumprindo com suas obrigações sobre o AAI, seu preposto.

No que diz respeito aos mecanismos de controle e de ressarcimento de prejuízos, não enxergamos o cenário aventado pela CVM de que as operações poderiam ficar “diluídas”, seja no

tempo, seja entre intermediários. É necessário lembrar que o cenário operacional atual é bastante distinto do de anos atrás, notadamente porque a maior parte das operações se dá através de aplicativos (de celular ou *websites*), com mecanismos de senha, *push* etc., ou através de mensagens de e-mail amplamente verificadas.

Logo, uma hipótese de má conduta, ou mesmo de fraude, seria certamente muito mais *auditável* do que no passado: numa única instituição, ou em diversas, sempre caberá o devido processo de análise dos controles e falhas ocorridos, seja para a adequada responsabilização legal, seja para o acionamento dos mecanismos de ressarcimento.

5.3. Transparência

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

n) como estimular a atuação dos consultores de valores mobiliários em parceria com os intermediários e plataformas digitais de distribuição de produtos financeiros, sem desvirtuar sua atuação alinhada aos melhores interesses de seus clientes?

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

No que diz respeito a este tema, será de grande relevância para o desenvolvimento desse segmento que haja a sua linear aplicação tanto para AAI quanto para qualquer estrutura de distribuição equivalente. Ou seja, não faz sentido que se criem regras de transparência aplicáveis, por exemplo, ao AAI que atenda um cliente como preposto de uma instituição, e não se aplicar tal regra a um cliente atendido diretamente por um funcionário *da mesma instituição*.

E, além disso, a medida também deve ser aplicada de forma indistinta no mercado, de forma que não haveria razão para a existência de clientes mais esclarecidos que outros sobre as relações de remuneração que envolvem seus investimentos (pela mera diferença de serem ou não clientes de um AAI).

Logo, recomendamos que as novas regras de transparência façam referência à distribuição de valores mobiliários, e não apenas uma obrigação ética de um AAI.

Recomendamos também que, segundo o exemplo aplicável a gestores e consultores, também os AAIs tenham que dar informações robustas, a seus clientes, da natureza legal do seu modelo de negócio (no caso dos gestores, estas informações estão contidas no produto - regulamento do fundo e demais documentos acessórios -, ou estão no contrato de gestão de carteiras; no caso de consultores, tal relação é regida pelo contrato de consultoria).

No caso de AAIs, basicamente estes procedem de forma muito parecida a um “gerente de banco”, ou seja, o processo de abertura é similar, porém, não se explica a “natureza” do agente.

Logicamente, não há como pressupor que o investidor “não sabia” que as relações comerciais envolvem remuneração, já que isso é usual em qualquer setor econômico em que ocorre “venda”, “distribuição” ou “prestação de serviço” - porém, seria relevante tratar primeiro da natureza legal da relação, em documento a ser definido, em que o AAI explicaria tal relação, e, de forma uniforme no mercado, dar transparência nas relações de distribuição, do ponto de vista de remuneração.

Acreditamos que, inicialmente, este aumento da transparência poderia se dar com avisos concernentes aos tipos de remuneração recebidos, e à sua maior explicação e detalhamento, explicitando que há rebates, comissões, spreads etc., e seu funcionamento.

E, no longo prazo, poder-se-ia dar continuidade à discussão do tema, via autorregulação, estabelecendo-se uma agenda indutora para avançar para a “transparência numérica” de tais relações, dentro de medidas operacionalmente viáveis.

A **BR Invest Consult** 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 o que nos cumpre para o momento e contando com a habitual atenção de V.Sas. na avaliação de nossas sugestões, renovamos pela presentes os nossos votos de elevada estima e distinta consideração, subscrevendo-nos,

Atenciosamente,

BR INVEST CONSULTORIA EMPRESARIAL LTDA.

José Eduardo Ribeiro Brazuna

Raphael Velly de Castro