

São Paulo, 15 de janeiro de 2018.

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM)
audpublicaSDM0617@cvm.gov.br

Exmo. Sr.

Antônio Carlos Berwanger

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado (SDM)

Comissão de Valores Mobiliários - CVM

Ref.: Sugestões sobre a Audiência Pública SDM n.º 06/2017

Objeto: Alteração da Instrução CVM n.º 497, de 3 de junho de 2011, que dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento (“AAI”)

Ofício 01/2018

Prezados Senhores,

A **3Fund Consult Consultoria Empresarial Ltda.** é a primeira consultoria independente especializada no segmento de administração, gestão, custódia, distribuição e consultoria de fundos de investimento e valores mobiliários, com foco em governança, regulação e *compliance*. Seus sócios têm forte “DNA de mercado”, tendo atuado nas áreas de representação e autorregulação da indústria de fundos na ANBID (Associação Nacional dos Bancos de Investimento) e na ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais), além da atuação técnica em instituições do mercado.

Nesse sentido, acreditamos que a participação no debate regulatório é uma decorrência de nossa atuação e um imperativo técnico para aqueles que se empenham em aperfeiçoar o mercado de capitais brasileiro. Desta forma, vimos, por esta, remeter à CVM a nossa contribuição sobre o assunto em referência.

A Audiência Pública em questão se insere num momento oportuno. Recentemente, a CVM, com a nova Instrução de consultores de valores mobiliários (Instrução n.º 592/17 – “ICVM 592”), fechou um ciclo importante na regulação da oferta de produtos de investimento, iniciado com mudanças na regulamentação dos AAIs (Instrução n.º 497/11 – “ICVM 497”), criação das regras de *suitability* (Instrução n.º 539/13), seguida pela revisão da regulação dos fundos de investimento (Instrução n.º 555/14), e das funções na administração de carteiras de valores mobiliários (Instrução n.º 558/15 – “ICVM 558”).

No caso dos consultores, um dos destaques foi o “**alinhamento de governança**”, com a exigência de que as empresas de consultoria formalizassem regras claras, através de *políticas internas documentais*, tratando de temas específicos listados na norma. Portanto, ganha peso a governança da *própria empresa e a descrição de suas atividades*, bem como seus controles, aproximando-os das exigências aplicáveis aos gestores e administradores na ICVM 558.

As atividades de administração, gestão e consultoria têm, agora, *identidade mínima do ponto de vista do processo de governança interna e sua transparência*, destacando-se 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 pela ANBIMA, que tem como característica clara a obrigação de políticas e manuais internos com a descrição (e, portanto, o *compromisso*) de regras de governança e de temas técnicos (*proxy voting*, crédito, liquidez, dentre outros).

A adoção desses documentos corporativos e a **sua transparência, com a divulgação nos websites das respectivas instituições**, contribuem para decisões mais seguras do público investidor, já que trazem amplo material de análise para um melhor juízo de valor sobre a credibilidade das empresas em questão e propiciam a verificação da sua adesão a *best practices* de mercado. Essa transparência - como valor imprescindível a nortear a regulação - traz dados relevantes para as decisões dos investidores.

Além desses documentos internos, acompanhados de processos operacionais que garantam a sua efetividade, a nova norma de consultoria também aprimorou a questão do **apontamento de diretores estatutários** (obedecendo a requisitos pré-estabelecidos pela regulação, e nem sempre podendo acumular funções), responsáveis por áreas específicas em suas respectivas empresas, quais sejam: (i) consultoria, (ii) controles internos e (iii) *suitability* (caso a sociedade de consultoria deseje ser responsável pelo perfil do cliente - o que, na prática, acaba sendo intrínseco à sua própria atividade).

Especificamente no caso dos AAIs, a versão corrente da ICVM 497 define a adoção de um “Código de Conduta Profissional”, emitido pela entidade certificadora.

Nesta versão da norma em audiência pública, são propostas as eliminações deste Código e das funções de supervisão, fiscalização e sanção pela entidade certificadora: esta, agora, ficaria responsável apenas pelo credenciamento, e pela definição de um Regulamento, com as regras atinentes a pedidos de concessão, suspensão ou cancelamento do credenciamento do AAI.

De acordo com a exposição de motivos da Audiência, a mudança proposta não acarretaria redução dos padrões de conduta dos AAIs, dado que a norma vigente, de certa forma, já conteria uma “sobreposição de fiscalizações”, realizadas pela entidade certificadora, pelas instituições integrantes do sistema de distribuição (contratantes responsáveis pelos AAIs) e pelas entidades administradoras de mercados organizados (B3, mediante a BMF&BOVESPA Supervisão de Mercados - BSM).

Não obstante o importante papel fiscalizatório destas entidades, sugerimos que, ao eliminar o “Código de Conduta Profissional” emitido pela certificadora, seja incorporado à nova norma **um hall mínimo de documentos e políticas internas obrigatórias à empresa de AAI**, como forma de proteção adicional ao investidor. Desta forma, haveria um maior alinhamento da regulamentação de AAIs com o padrão que vem sendo adotado pela CVM em relação a outras atividades/participantes do mercado (*i.e.*, consultores, gestores e administradores).

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

Tais obrigações não isentariam a instituição contratante de verificar a adequação e alinhamento de tais políticas às boas práticas de mercado, e a seus próprios *standards* e procedimentos - como definido no artigo 10, inciso I - bem como de fiscalizar tal agente (conforme definido no artigo 17 da ICVM 497).

Sobre a questão da governança interna aqui em debate, seria oportuna a exposição de alguns pontos da norma para análise.

A ICVM 497, em seu artigo 10, inciso I, de forma ampla, determina que o AAI observe **“regras e procedimentos estabelecidos pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado”**. Já no artigo 11, a norma estabelece que - caso o AAI deseje apresentar seu logotipo - ele só pode fazê-lo acompanhado do logotipo da instituição pela qual foi contratado, o mesmo se dando no caso da adoção de **apostilas e materiais fornecidos em palestras**.

No artigo 12, a Instrução prescreve que 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, a ICVM 497 prevê que a instituição distribuidora contratante “estenda” aos seus AAIs a aplicação das **“regras, procedimentos e controles internos por ela adotados”** (inciso I), e que ela **fiscalize** os AAIs, de modo a garantir o cumprimento da Instrução e das regras e procedimentos por ela própria estabelecidos (inciso II).

Em que pese a empresa de AAI estar intimamente vinculada à instituição contratante - que tem papel fiscalizatório fundamental - a regulação dá amplo *“grau de liberdade”* a tais agentes perante o público, já que estes podem utilizar *“marca própria”*, até mesmo fazendo palestras e distribuindo apostilas, em iniciativas de educação de investidores, posicionando-se assim como uma autêntica *“empresa de investimentos”*.

A obrigatoriedade de que a instituição distribuidora contratante seja totalmente responsável por garantir que *o processo de venda ou intermediação* de produtos financeiros (ou seja, informações do produto, procedimentos operacionais, fichas cadastrais, termos de ciência, verificação de AML, *suitability* etc.) siga os mesmos procedimentos - independentemente se feito por funcionário próprio ou por um AAI - é o **“eixo central”** do AAI como preposto de seu contratante. Portanto, a obrigação de que a contratada (AAI) atente às mesmas políticas que o contratante exige de seus próprios *“gerentes de investimento”*, bem como a sua fiscalização, é conceitual e plenamente correta, estando adequadamente tratada nos artigos 10, 11, 12 e 17, inciso II, da ICVM 497.

Porém, cremos que esta lógica geral deveria vir **acompanhada** de obrigações específicas de governança do próprio AAI pessoa jurídica, principalmente no que diz

respeito a **“regras, procedimentos e controles internos”**: como o próprio nome diz, seria mais lógico que nesse ponto efetivamente se tratasse de documentos e procedimentos afeitos (*i.e.*, “internos”) à própria sociedade de AAI em questão.

Evidentemente, continuará cabendo à instituição distribuidora contratante a obrigação de verificar o alinhamento destes com as suas próprias práticas de governança, fiscalizando essa adequação, conforme já descrito no artigo 17, inciso II. Entretanto, acreditamos que a introdução das obrigações acima contribuiria para uma elevação de padrões da própria empresa de AAI.

Nesse sentido, propomos a redação abaixo para os artigos 10 e 17 da ICVM 497:

Redação Atual	Proposta
<p>Art. 10. O agente autônomo de investimento deve agir com probidade, boa fé e ética profissional, empregando no exercício da atividade todo o cuidado e a diligência esperados de um profissional em sua posição, em relação aos clientes e à instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado.</p> <p>Parágrafo único. O agente autônomo de investimento deve:</p> <p>I - observar o disposto nesta Instrução, nas demais normas aplicáveis e nas regras e procedimentos estabelecidos pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado; e</p> <p>II - zelar pelo sigilo de informações confidenciais a que tenha acesso no exercício da função.</p>	<p>Art. 10. O agente autônomo de investimento deve agir com probidade, boa fé e ética profissional, empregando no exercício da atividade todo o cuidado e a diligência esperados de um profissional em sua posição, em relação aos clientes e à instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado.</p> <p>Parágrafo único. O agente autônomo de investimento deve:</p> <p>I - observar, no exercício de sua atividade, o disposto nesta Instrução, nas demais normas aplicáveis e nas regras e procedimentos estabelecidos pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado;</p> <p>II - manter página na rede mundial de computadores com as seguintes informações atualizadas:</p> <p>a) Formulário de Referência, cujo conteúdo deve refletir o Anexo a esta Instrução [conteúdo a definir];</p> <p>b) código de ética, de modo a concretizar os deveres previstos nesta Instrução;</p> <p>c) regras, procedimentos e descrição dos controles internos por ele elaborados para o cumprimento desta Instrução;</p> <p>d) política de negociação de valores mobiliários por seus administradores, empregados e colaboradores, e pela própria empresa.</p> <p>III - zelar pelo sigilo de informações confidenciais a que tenha acesso no exercício da função.</p>
<p>Art. 17. A instituição integrante do sistema de distribuição deve:</p> <p>I - estender aos agentes autônomos de investimento por ela contratados, diretamente ou por meio de pessoa jurídica, na forma do art. 20, a aplicação das regras, procedimentos e controles internos por ela adotados;</p> <p>(...)</p>	<p>Art. 17. A instituição integrante do sistema de distribuição deve:</p> <p>I - verificar e atestar a efetividade das regras, procedimentos e controles internos adotados pelos agentes autônomos de investimento por ela contratados, diretamente ou por meio de pessoa jurídica, na forma do art. 20;</p> <p>(...)</p>

O conteúdo do **Formulário de Referência** do AAI deveria tratar de questões equivalentes àquelas tratadas nos formulários definidos pela 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 **“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 do Capítulo de “Regras de Conduta” poderia ser objeto de novo processo de debate, e audiência pública com o mercado, em 2018, com foco nestas novas regras de governança.

Finalmente, vale notar que, na regulação em vigor, a instituição distribuidora é obrigada a apontar um “diretor responsável pelo AAI” (artigo 17, inciso VII), mas a *própria empresa de AAI* não tem obrigação de indicar diretores responsáveis por sua atividade e respectivos controles: lembramos que a indicação de dois diretores (*i.e.*, um para cada instância) tem sido característica corriqueira presente nas demais normas da CVM (especialmente nos casos de gestão, administração, distribuição e consultoria).

Propomos, assim, a obrigação de apontamento de diretores responsáveis, com a redação sugerida a seguir:

Redação em audiência Pública	Proposta
<p>Art. 8.º A entidade credenciadora deve conceder o credenciamento às pessoas jurídicas constituídas nos termos do art. 2º que:</p> <p>I - tenham sede no país;</p> <p>II - sejam constituídas como sociedades simples, adotando qualquer das formas permitidas para tal, na forma da legislação em vigor; e</p> <p>III - tenham, como objeto social exclusivo, o exercício da atividade de agente autônomo de investimento, sendo vedada a participação em outras sociedades.</p> <p>§ 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.</p> <p>§ 2º A pessoa jurídica deve ter como sócios unicamente pessoas naturais que sejam agentes autônomos, aos quais será atribuído, com exclusividade, o exercício das atividades referidas nos inc. I a III do art. 1º.</p> <p>§ 3º Sem prejuízo das responsabilidades decorrentes de sua conduta individual, todos os sócios são responsáveis, perante a CVM, perante a entidade credenciadora e perante as entidades autorreguladoras competentes, na forma do art. 22, pelas atividades da sociedade.</p> <p>§ 4º Um mesmo agente autônomo de investimento não pode ser sócio de mais de uma pessoa jurídica constituída na forma do caput.</p>	<p>Art. 8.º A entidade credenciadora deve conceder o credenciamento às pessoas jurídicas constituídas nos termos do art. 2º que:</p> <p>(...)</p> <p>IV - atribuem a responsabilidade pela atividade de agente autônomo de investimento a um diretor estatutário, o qual deve estar registrado na CVM como agente autônomo de investimento; e</p> <p>V - atribuem a responsabilidade pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e das normas estabelecidas por esta Instrução a um diretor estatutário.</p> <p>(...)</p>

Já concluindo esta correspondência, é público e notório que o modelo de AAI evoluiu e ganhou corpo. No passado, tais agentes eram prioritariamente indivíduos que atuavam na busca de clientes com foco transacional em *equity*, associados a corretoras para negociações em ambiente de bolsa de valores.

Com o avanço da arquitetura aberta e a maior sofisticação do mercado de investimentos, tais agentes agora se constituem em empresas com diversos AAIs associados e estruturas robustas e diversificadas, visando a oferecer ao investidor todo tipo de alternativa de investimento, da renda fixa à renda variável, passando por debêntures, títulos públicos, seguros, câmbio, previdência, derivativos etc., agregando não apenas empresas de AAIs propriamente ditas, mas também correspondentes bancários e corretores de seguro, por exemplo (com o uso de empresas diversas).

Logo, ainda que a Audiência Pública não tenha abordado tais questões expressamente, é importante o alinhamento regulatório, buscando sempre a proteção do investidor e o fortalecimento da atividade, evitando riscos de arbitragem regulatória, e almejando novo patamar de *best practices*, condizente com o estado de sofisticação atual do mercado. A Audiência, nesse sentido, independente de seu tema “central”, parece-nos ser uma boa sede de discussão e propostas para tais melhorias, dado que o objetivo permanente, a nosso ver, deve ser um mercado de capitais forte, seguro, sustentável e consolidado para o nosso País.

Assim, dado o contexto vigente, nos parece razoável avançar nessa direção, sobretudo quando a própria normatização da CVM vem delimitando conceitualmente as atividades de cada participante do mercado, individualizando cada vez mais seus limites de atuação e responsabilidades (como visto no aperfeiçoamento das normas de gestão, administração e consultoria).

A transparência deve ser um valor definitivo a nortear e permear a regulação do mercado, de modo que a adoção e divulgação ao público das práticas e da idoneidade de seus participantes nos parecem noções básicas e importantíssimas, especialmente no atual contexto econômico-financeiro nacional. Com o possível aumento do apetite por risco num cenário de juros decrescentes, aliado ao incremento da tecnologia e do acesso disponíveis para oferta e realização de investimentos, cremos que efetivamente não se justificaria a assimetria nos controles internos e na prestação de informações ao público - sobretudo porque o papel destes agentes *é abordar o investidor* oferecendo produtos financeiros adequados a esta nova realidade (o que reforça a necessidade de regras claras, robustas e consistentes, principalmente no *sell side* de investimentos).

Cremos que as obrigações ora propostas trazem um desejável *liability* para a empresa de AAI - nunca barreiras - e podem ser importantes indutores para o setor. No desenho atual, as responsabilidades pelos atos de um AAI ficam muito concentradas no distribuidor contratante - e pouco sob o próprio agente - de modo que ganha contexto a discussão de um processo de aprimoramento desse segmento.

Agradecemos a oportunidade de participação nesta Audiência Pública, e esperamos poder ter contribuído para o fortalecimento do ambiente regulatório nacional, desde já nos colocando à disposição para eventuais 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 ensejo da presente

para renovarmos junto a V.Sas. os nossos votos de elevada estima e distinta consideração.

Atenciosamente,

3FUND CONSULT CONSULTORIA EMPRESARIAL LTDA.

José Eduardo R. Brazuna
jb@3fundconsult.com

Euridson de Sá Jr.
es@3fundconsult.com

Raphael Velly de Castro
ph@3fundconsult.com