

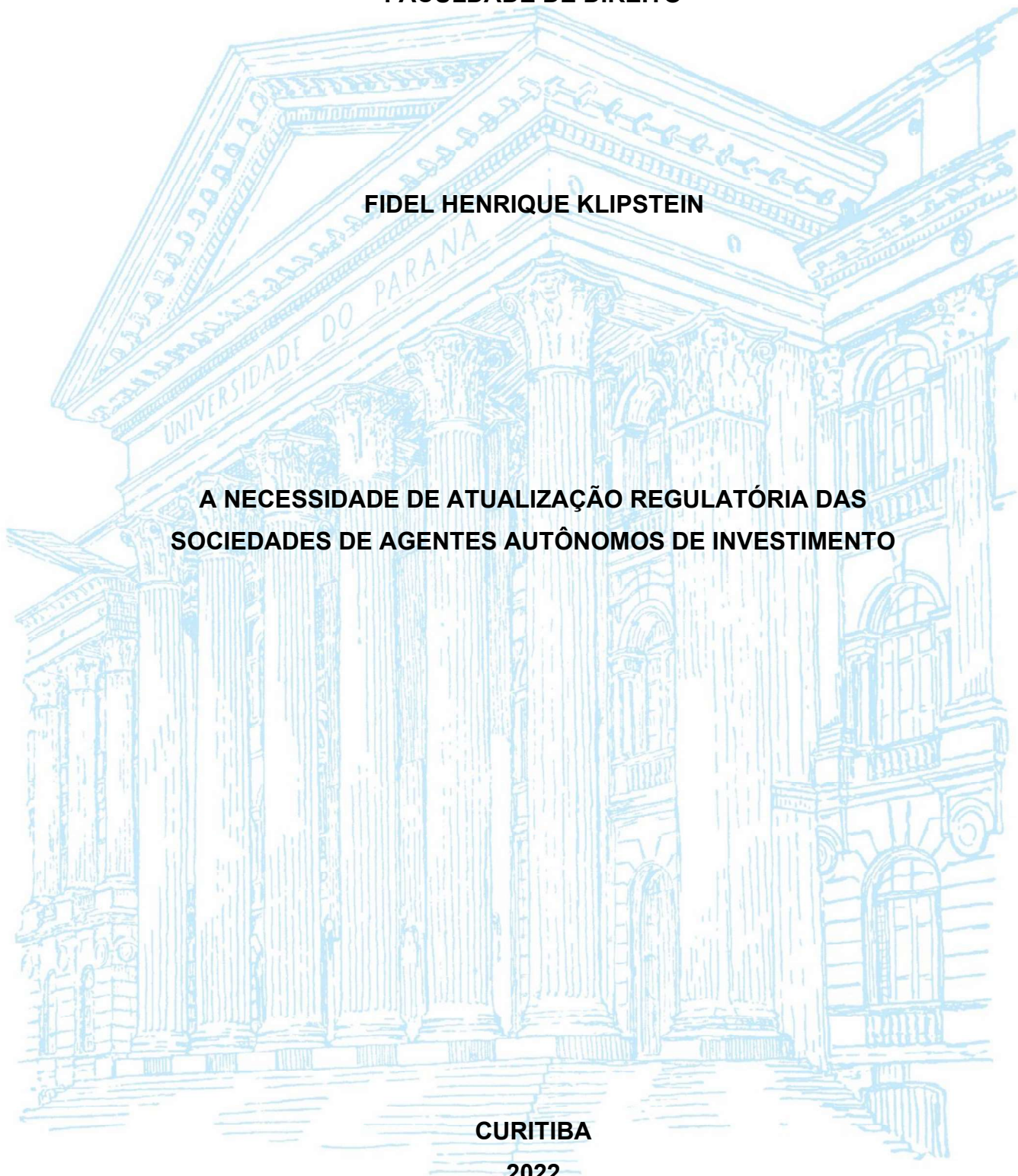
**UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SETOR DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
FACULDADE DE DIREITO**

FIDEL HENRIQUE KLIPSTEIN

**A NECESSIDADE DE ATUALIZAÇÃO REGULATÓRIA DAS
SOCIEDADES DE AGENTES AUTÔNOMOS DE INVESTIMENTO**

CURITIBA

2022



UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SETOR DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
FACULDADE DE DIREITO

FIDEL HENRIQUE KLIPSTEIN

**A NECESSIDADE DE ATUALIZAÇÃO REGULATÓRIA DAS
SOCIEDADES DE AGENTES AUTÔNOMOS DE INVESTIMENTO**

Artigo apresentado na disciplina de Trabalho de Conclusão de Curso II (DV455), do curso de Direito do Setor de Ciências Jurídicas da Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Luiz Daniel Rodrigues Haj Mussi.

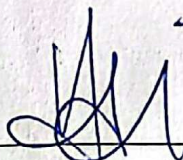
CURITIBA
2022

TERMO DE APROVAÇÃO

A NECESSIDADE DE ATUALIZAÇÃO REGULATÓRIA DAS SOCIEDADES DE AGENTES AUTÔNOMOS DE INVESTIMENTO


FIDEL HENRIQUE KLIPSTEIN

Trabalho de Conclusão de Curso aprovado como requisito parcial para obtenção de Graduação no Curso de Direito, da Faculdade de Direito, Setor de Ciências jurídicas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

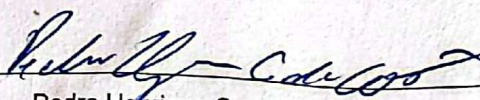


Luiz Daniel Rodrigues Haj Mussi
Orientador

Coorientador



P.P. Sabrina Maria Fadel Becue
1º Membro



Pedro Henrique Carvalho da Costa
2º Membro

AGRADECIMENTOS

O agradecimento inicial, e também o mais importante, vai aos meus queridos pais, Fidel e Suzi, que sempre me deram todo o suporte que precisei em minha jornada. Sem vocês, eu não teria chegado até aqui. Deixo registrado a minha mais profunda gratidão pelos conselhos, pelos auxílios e por todos os momentos de carinho e conforto proporcionados em sua companhia. As palavras daqui não são capazes de descrever o amor, o respeito e a admiração que tenho por vocês.

Um agradecimento especial também vai ao meu avô, Luis, e às minhas avós, Lizete e Kika, pessoas muito especiais em minha vida que me mostraram, desde a infância, um verdadeiro exemplo de amor, carinho e companheirismo que um avô ou uma avó devem ter com seu neto. Mesmo estando longe, sempre conseguiram me acariciar com seu apoio. Muito obrigado por tudo!

Também não poderia deixar de prestigiar meus incríveis amigos e colegas de sala: André Padilha, Bruno Marcolini, Christian Luan, Eduardo Real, Felipe Dellê, Leonardo Dalla Costa, Luiz Ballen, Paulo Feltrin e Vitor Pavani. Fico muito feliz em saber que a convivência em sala de aula se desenvolveu em uma amizade de confiança e companheirismo.

Um agradecimento especial também vai às minhas amigas: Mariana Keller, Sofia Riechi, Jackeline Piva, Isabella Ivankio, Kirstin Elise, Yasmin Sayuri e Brenda Dinardi. Que nossa amizade dure para sempre.

Além disso, um forte agradecimento às amizades feitas durante este período: Filipe Ballock (Bob), Felipe Moysa, Lucas Cabral, Marcus Mezzomo, Vitória Silva, Carlos Bonilha, Leandro Oss-Emer, João Ce, Marcos Reinaldet, João Kravetz, Renan Nerone, Bruno Haro, Li Yu Fang Yi, João Marcos, Ricardo Schaedler, Patrik Stein, Pedro Henrique Carvalho Costa, Gustavo Dal Cortivo, Rafael Canela, André Marra, Álif Soares, Amyr Assaf, Lorenzo Ottobelli e Samuel Zatta. Mesmo que as distrações da vida impeçam confraternizações mais frequentes, os bons tempos já vividos por si só já fizeram a amizade valer a pena.

Enfim, a todos que participaram desta jornada, incluindo aqueles que não foram citados diretamente, deixo aqui meu enorme agradecimento pelos bons momentos. Um forte abraço.

RESUMO

O presente artigo tem como objetivo verificar as características funcionais dos escritórios de agentes autônomos de investimento, em específico o seu tipo societário e as restrições a este tipo de sociedade. Atualmente, a regulação da Comissão de Valores Mobiliários permite que os escritórios de agentes autônomos sejam constituídos apenas como sociedades simples e apenas com o ingresso de sócios credenciados como agentes autônomos de investimento. Entretanto, considerando o fato de que o número de investidores na bolsa de valores brasileira tem aumentado expressivamente nos últimos anos e, conseqüentemente, muitos escritórios de agentes autônomos têm desenvolvido internamente uma estrutura ramificada e especializada para lidar com a demanda de seus clientes, a sociedade simples acaba não sendo o modelo juridicamente mais adequado para um escritório de assessores de investimentos. Tendo isso em vista, já se discute no âmbito legislativo e no mercado eventual proposta de mudança regulatória para o tipo societário de sociedade empresária, modelo que os agentes de mercado julgam ser mais adequado para os escritórios de assessores. Isso ocorre não apenas pelo fato de que o tipo societário simples não atende as necessidades de um escritório de estrutura complexa e especializada, mas também pelo fato de que o atual modelo não permite o ingresso de sócios capitalistas no quadro societário, de modo que o próprio escritório de agentes autônomos acaba ficando operacionalmente limitado. Portanto, o presente trabalho propõe uma abordagem analítica quanto à necessidade de readequação regulatória dos agentes autônomos por parte da Comissão de Valores Mobiliários e quais os seus efeitos, em termos jurídicos, para essas sociedades.

Palavras-chave: Agente autônomo de investimento. Tipo societário. Sociedade empresária. Comissão de Valores Mobiliários. Sócio capitalista. Direito societário.

ABSTRACT

The objective of this paper is to verify the functional characteristics of the offices of autonomous investment advisors, specifically their corporate type and the restrictions to this type of incorporation. Currently, the regulation of the Brazilian Securities and Exchange Commission allows the investment advisors' offices to be constituted only as simple companies and only with the entrance of shareholders accredited as autonomous investment advisors. However, considering the fact that the number of investors in the Brazilian stock exchange has increased significantly in the last years and, consequently, many investment advisors' offices have developed a branched and specialized structure internally to deal with the demand from their clients, the simple company ends up not being the most legally adequate model for an investment advisor office. In view of this, there are already discussions in the legislative sphere and in the market about a possible proposal for a regulatory change to the corporate type of company, which is the model that market agents believe to be more appropriate for investment advisory firms. This occurs not only because the simple corporate type does not meet the needs of a firm with a complex and specialized structure, but also because the current model does not allow the entry of capitalist shareholders into the corporate structure, so that the autonomous advisor firm ends up being operationally limited. Therefore, this paper proposes an analytical approach as to the need for regulatory readjustment of the autonomous advisors by the Brazilian Securities and Exchange Commission and what its effects are, in legal terms, for these companies.

Keywords: Autonomous investment advisor. Corporate type. Company. Brazilian Securities and Exchange Commission. Capitalist shareholder. Corporate law.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AAI – Agente(s) Autônomo(s) de Investimento Pessoa Física

AAI–PJ – Agente(s) Autônomo(s) de Investimento Pessoa Jurídica

ANCORD - Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias

CC/2002 - Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

Edital 03/19 – Edital de Audiência Pública SDM nº 03/19

Edital 05/21 – Edital de Audiência Pública SDM nº 05/21

ICVM 497 - Instrução CVM nº 497, de 3 junho de 2011

Lei de SA - Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976

Res. CVM 16 – Resolução CVM nº 16, de 9 de fevereiro de 2021

Res. Minuta A – Resolução CVM da Minuta A, anexa ao Edital de Audiência Pública SDM nº 05/21

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	7
2 NATUREZA JURÍDICA DAS SOCIEDADES.....	8
2.1 SOCIEDADE SIMPLES.....	9
2.2 SOCIEDADE EMPRESÁRIA.....	12
3 O MODELO REGULATÓRIO TRAZIDO PELA RESOLUÇÃO CVM Nº 16/2021 E AS RESTRIÇÕES DAS SOCIEDADES DE AGENTES AUTÔNOMOS.....	16
4 PROPOSTAS NORMATIVAS DE READEQUAÇÃO DA REGULAÇÃO DA CVM.....	19
4.1 EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 03/19.....	19
4.2 EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/21.....	23
5 CONCLUSÃO.....	25
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	27

1 INTRODUÇÃO

Em razão do aumento expressivo de investidores pessoa física na bolsa de valores do Brasil nos últimos anos¹, a atividade desenvolvida pelos agentes autônomos de investimentos tem sido cada vez mais requisitada pela sociedade brasileira. Tanto é assim que o número de agentes autônomos credenciados pela ANCORD e registrados na Comissão de Valores Mobiliários também tem aumentado expressivamente².

Nesse sentido, em decorrência de valores altos em suas custódias, muitos escritórios têm apresentado a necessidade de uma estrutura interna mais complexa e porte econômico maior³. Não obstante, com o desenvolvimento do mercado financeiro brasileiro e adaptação a novas demandas de clientes, algumas sociedades de AAI passaram a exercer funções cada vez mais comerciais, utilizando uma estrutura complexa de indivíduos em uma atuação competitiva e que atendessem às exigências regulatórias da CVM.

Apesar disso, a CVM, através da Resolução CVM nº 16/2021, apenas permite que as sociedades de AAI sejam constituídas como sociedades simples e uniprofissionais, de modo que apenas AAI pessoa física possam integrar o seu quadro societário.

Essas restrições acabam inviabilizando a operação desses escritórios, os quais poderiam ser equiparados a gestoras, bancos ou corretoras de valores mobiliários caso tivessem a possibilidade de alavancar seus negócios com aportes externos de capital.

Deste modo, a permissão regulatória para a escolha de quaisquer tipos societários, que estão previstos no Código Civil, para a constituição de um AAI-PJ, permitirá que essas sociedades encontrem a estrutura jurídica mais

¹ VARGAS, E. Renda fixa chega a 12 milhões de investidores, com alta de 27% em 12 meses. **Suno**, São Paulo, 1 de setembro de 2022. Disponível em: <https://www.suno.com.br/noticias/renda-fixa-investidores-alta/>. Acesso em: 15 set. 2022.

² SOARES, R. Número de agentes autônomos credenciados triplica em quatro anos. **Estadão**, São Paulo, 21 de janeiro de 2022. Disponível em: <https://einvestidor.estadao.com.br/comportamento/agentes-autonomos-investimento-aco.es>. Acesso em: 16 set. 2022.

³ SCHINCARIOL, J. Sócio capitalista impulsionará agente autônomo. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 07 de outubro de 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/10/07/socio-capitalista-impulsionara-agente-autonomo.ghtml>. Acesso em: 1º abr. 2022.

adequada às suas necessidades operacionais e formato econômico que pretendem atingir, fato que contribui para a dinamização do mercado de capitais no Brasil e que, conseqüentemente, assegurará maior competição na indústria, em benefício de todo o mercado.

Ademais, conforme será abordado mais adiante, a discussão a respeito da necessidade de flexibilização e de inovação referentes às normas que regulam a atividade do assessor de investimentos e, em especial, a estrutura jurídica do AAI-PJ, já existe há algum tempo no âmbito regulatório, como verifica-se pela audiência pública realizada pelo Edital de Audiência Pública SDM nº 03/19⁴, que foi o primeiro passo oficial, por parte da CVM, em busca da efetivação de novas opções normativas que pudessem melhor se adequar à realidade do mercado de assessoria de investimentos e de distribuição de títulos e valores mobiliários no Brasil.

Por fim, considerando ser um tópico a ser discutido e analisado pelo direito societário, busca-se com o presente trabalho verificar quais os tipos societários que poderiam readequar as sociedades de AAI à atual realidade do mercado, bem como indicar quais as propostas normativas já existentes para efetivar essa inovação regulatória.

2 NATUREZA JURÍDICA DAS SOCIEDADES

Atualmente, segundo o art. 2º da Res. CVM 16, os AAI podem exercer suas atividades por meio de sociedade ou firma individual constituída exclusivamente para este fim. Entretanto, considerando a proposta do presente artigo, não serão especificadas as possibilidades de atuação de AAI através de firma individual, apenas na modalidade de sociedade, visto que este é meio dominante de atuação de assessores de investimentos no mercado⁵.

⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. **Edital de Audiência Pública SDM Nº 03/19, de 1º de julho de 2019**. Convite para apresentação de manifestações 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. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0319.html. Acesso em: 28 mar. 2022.

⁵ SCHINCARIOL, J. Op. cit.

Ademais, conforme redação do art. 4º da mesma resolução, o AAI-PJ só terá seu registro concedido para o exercício da atividade de agente autônomo de investimento se for devidamente credenciada pela ANCORD nos termos da própria Res. CVM 16. Para ser credenciada, nos termos do art. 8º, inciso II, desta resolução, um dos requisitos é de que o AAI-PJ obrigatoriamente seja constituída como sociedades simples, adotando qualquer das formas legais permitidas para tal. Outro requisito, nos termos do art. 8º, §2º, da Res. CVM 16 é de que o AAI-PJ possua em seu quadro societário apenas AAI pessoa física credenciados para a atividade profissional.

Portanto, por exigência regulatória, as sociedades de AAI-PJ possuem sua constituição societária limitada, podendo apenas se estruturarem como sociedades de natureza simples, tendo em sua composição societária apenas assessores de investimentos credenciados pela ANCORD e registrados na CVM.

A razão pela qual a CVM estabeleceu esse critério se deu pelo fato de que, segundo a autarquia, este tipo societário está intimamente associado à visão de AAI-PJ formadas exclusivamente por sócios que sejam pessoas naturais credenciadas para o exercício da atividade, por ser atividade intelectual⁶.

Deste modo, serão abordadas adiante as características gerais dos modelos de sociedades simples e empresárias, visto que o primeiro é o único modelo permitido para a constituição de um AAI-PJ e o segundo é o modelo que, em decorrência da amplitude e das possibilidades de sua estrutura societária, acaba sendo o mais adequado para a atual realidade do mercado de assessoria de investimentos.

2.1 SOCIEDADE SIMPLES

Conforme disposto no Código Civil, as sociedades podem ser simples ou empresárias. Seguindo a lógica dos artigos 966 e 982 do referido diploma legal, a sociedade será simples quando esta não tiver por objeto a exploração de atividade própria de empresário, ou seja, o exercício profissional de atividade econômica organizada para a produção ou circulação de bens ou serviços.

⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Op. cit.

Portanto, a sociedade que exercer as demais atividades profissionais, como aquelas de natureza intelectual, científica, literária ou artística, salvo se esse exercício não constituir elemento de empresa, serão consideradas sociedades simples⁷.

Segundo a doutrina de Gonçalves Neto⁸, o fator determinante para diferenciar uma sociedade simples de uma sociedade empresária é seu objeto, visto que, conforme exposto, as sociedades simples devem possuir como objeto exclusivo o exercício de atividade intelectual, que é excluída da atividade econômica própria de empresário.

No mesmo entendimento, Campos⁹ afirma que é a natureza da atividade explorada pela sociedade empresária que a diferenciará da sociedade simples, de modo que, mesmo a sociedade explore atividade intelectual de maneira organizada e com finalidade lucrativa, ela não será uma sociedade empresária, pois não podem ser considerados empresários aqueles que exercem profissão intelectual, de natureza científica, literária ou artística.

Outra característica importante é que sociedade simples pode ser vista como uma sociedade de pessoas, a qual, conforme afirma Fábio Ulhoa Coelho¹⁰, se estabelece pelo alto grau de dependência da sociedade em relação às qualidades pessoais dos sócios. Se a realização do objeto social depender dos atributos pessoais, como a qualidade técnica e intelectual e reputação no mercado dos sócios, estamos diante de uma sociedade de pessoas. Assim, pode-se afirmar que neste tipo de sociedade, as qualidades pessoais dos sócios são fatores decisivos para o exercício da atividade econômica explorada¹¹.

Neste sentido, percebe-se que a CVM, ao exigir que a sociedade de AAI seja constituída apenas como sociedade simples, entende que a atividade

⁷ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, n. 8, 11 de jan. 2002. Seção 1, p.1. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 8 set. 2022.

⁸ GONÇALVES NETO, A. de A. **Direito de empresa**: comentários aos artigos 966 a 1.195 do Código Civil. 9. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2019, p. 118-119.

⁹ CAMPOS, A. F. A natureza das sociedades limitadas: tratamento jurídico conferido às sociedades empresárias e às sociedades simples. In: LUPION, R. **Sociedades Limitadas**: Estudos em comemoração aos 100 anos. Porto Alegre: Editora Fi, 2019, p. 76.

¹⁰ COELHO, F. U. **Curso de direito comercial**. 22. ed. vol. 2. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2019, p. 23.

¹¹ CAMPOS, A. F. Op. cit., p. 92.

própria de AAI é uma atividade de caráter intelectual, a qual, nos termos do art. 1º, §1º, da Res. CVM 16, inclui: 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; 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 o AAI tenha sido contratado.

Além disso, o art. 8º. inciso II, da Res. CVM 2016, indica que o AAI-PJ poderá adotar quaisquer formas legais permitidas para a constituição de uma sociedade simples.

Neste caso, o art. 983 do CC/2022 aduz que as sociedades simples podem se constituírem em regime próprio, presente nos artigos 997 a 1.038 do Código Civil, ou segundo um dos tipos societários regulados nos artigos 1.039 a 1.087 do mesmo diploma legal, a saber: sociedade em nome coletivo, sociedade em comandita simples e sociedade limitada.

Importante destacar que as sociedades simples não podem escolher o tipo societário de quaisquer sociedades por ações, pois, por expressa disposição do art. 982, parágrafo único, do CC/2002, estas são consideradas sociedades empresárias.

Cumprе ressaltar também que, em que pese a CVM permitir essa discricionariedade na adoção do tipo societário para a sociedade simples de AAI, hoje a maioria dos AAI-PJ são constituídas como sociedades limitadas¹², em decorrência das características deste tipo societário.

Segundo Gonçalves Neto¹³, a sociedade limitada possui responsabilidade ilimitada em relação a suas obrigações sociais, bem como aduz que a expressão "limitada" é referente à responsabilidade dos sócios, a qual é efetivamente limitada ao valor de suas respectivas quotas na sociedade. Rubens Requião¹⁴ também sobre as sociedades limitadas, defendia que elas eram sociedades de

¹² COTIAS, A; CUNTO, R. D; RIBEIRO, M. Nova regra para agente autônomo está próxima. **Valor Econômico**, São Paulo, 11 de fevereiro de 2022. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/02/11/nova-regra-para-agente-autonomo-esta-proxima.ghtml>. Acesso em: 2 abr. 2022.

¹³ GONÇALVES NETO, A. de A. Op. cit., p. 300.

¹⁴ REQUIÃO, R. **Curso de direito comercial**. 24. ed. vol. 1. São Paulo: Saraiva, 2000, p. 413.

pessoas, ressalvando, no entanto, a possibilidade de os sócios, no contrato social, darem “cunho capitalístico” à sociedade, ao permitir a cessão de quotas a estranhos sem que se fizesse necessário o consentimento dos demais sócios.

Em decorrência disso, os assessores de investimento que forem sócios de um AAI-PJ possuem sua responsabilidade limitada, de modo que não respondem pelas obrigações assumidas pelo escritório (na forma de AAI-PJ) no qual empreende a atividade de AAI. No mercado, esta é a principal razão pela qual o modelo de sociedade simples limitada é o preferido pelos assessores de investimento que constituem um AAI-PJ.

Não obstante, mesmo que opte pela escolha de enquadramento como sociedade limitada, o AAI-PJ ainda estará submetida às normas aplicadas às sociedades simples, principalmente no que diz respeito ao registro e à insolvência civil. Deste modo, o AAI-PJ deverá ter seu ato constitutivo registrado no Registro Civil de Pessoas Jurídicas, ao invés da Junta Comercial da circunscrição da sede da sociedade, bem como não se sujeitará ao regime falimentar da Lei nº 11.101/2005, que só se aplica às sociedades empresárias, aos empresários individuais e aos produtores rurais.

Portanto, nota-se que, em que pese estar de acordo com a natureza da profissão do AAI, que exerce uma atividade intelectual, o modelo regulatório de sociedade simples instituído pela CVM apresenta limitações operacionais, visto que, como as sociedades de AAI-PJ ficam restringidas a ter em sua composição societária apenas sócios AAI, a alavancagem do AAI-PJ fica inviabilizada sem aportes externos de um eventual sócio capitalista. Tal fato não prejudica apenas os AAI, mas o mercado como um todo, em decorrência da competitividade negativamente afetada.

2.2 SOCIEDADE EMPRESÁRIA

Em linha com o que foi exposto anteriormente, são sociedades empresárias aquelas que possuem como objeto o exercício de atividade própria de empresário sujeito a registro, sendo esta a atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços, nos termos dos artigos 966 e 982 do CC/2002. Conforme afirma Gonçalves Neto, é toda sociedade que

exerça atividade econômica que não se inclua na profissão intelectual ou rural¹⁵. Ainda, segundo Fábio Ulhoa Coelho¹⁶, a sociedade empresária é uma das formas jurídicas que revestem a realização de investimentos comuns para a exploração de atividade econômica.

Ademais, conforme disposto no art. 983 do Código Civil, a sociedade empresária deve obrigatoriamente se constituir em um dos tipos societários regulados nos artigos 1.039 a 1.092 do mesmo diploma legal, sendo eles: sociedade em comandita simples, sociedade em comandita por ações, sociedade em nome coletivo, sociedade limitada e sociedade anônima.

Fábio Ulhoa Coelho¹⁷ indica que a sociedade em comandita simples, a sociedade em comandita por ações e a sociedade em nome coletivo correspondem a tipos societários que não são largamente utilizados e que hoje possuem apenas o sentido de registro formal do direito positivo, quase uma curiosidade histórica. Por tal razão, novamente, a fim de conservar o objetivo do presente artigo, esses tipos societários serão expostos de maneira breve e posteriormente será dado um enfoque maior na sociedade limitada e na sociedade anônima.

As sociedades em comandita podem ser de dois tipos: simples ou por ações. A sociedade em comandita simples é composta por sócios de duas categorias: os comanditados, necessariamente pessoas físicas com responsabilidade solidária e ilimitada pelas obrigações sociais, e o comanditário, pessoa física ou jurídica com responsabilidade limitada ao valor de sua quota¹⁸. Já a sociedade em comandita por ações possui seu capital social dividido em ações, sendo que os sócios que administram essa sociedade possuem responsabilidade pelas obrigações sociais da empresa¹⁹.

Há também a sociedade em nome coletivo, na qual todos os sócios são pessoas físicas e responsáveis solidários pelas obrigações sociais²⁰.

Passa-se agora a abordar os tipos societários mais utilizados pelas

¹⁵ GONÇALVES NETO, A. de A. Op. cit., p. 119.

¹⁶ COELHO, F. U. Op. cit., p. 19.

¹⁷ Ibid., p. 450.

¹⁸ Ibid., p. 452.

¹⁹ COELHO, F. U. Op. cit., p. 453.

²⁰ COELHO, F. U. Op. cit., p. 454.

sociedades empresárias brasileiras, a saber, a sociedade limitada e a sociedade anônima.

Conforme exposto anteriormente, a sociedade limitada atualmente é o modelo predominante na escolha de constituição de um AAI-PJ²¹, apesar de que nesse caso trata-se de sociedades simples limitadas.

De todo modo, a sociedade empresária limitada, ao contrário da sociedade simples, pode ser classificada tanto como uma sociedade de pessoas quanto como uma sociedade de capital²². Conforme redação do art. 1.053 do Código Civil, as sociedades empresárias limitadas podem ser regidas supletivamente ou pelas normas aplicáveis às sociedades simples ou pelas normas aplicáveis às sociedades anônimas. Para Tomazette²³, se os sócios estabelecerem a regência supletiva das regras aplicáveis às sociedades simples, a sociedade será classificada como sociedade de pessoas. Caso a regência seja das regras que regulamentam as sociedades anônimas, a sociedade será de capital. Assim, na hipótese de adoção da posição do mencionado autor, seria possível que uma sociedade empresária fosse classificada como sociedade de pessoas²⁴.

Ademais, a sociedade empresária limitada possui seu capital social, o qual, na definição de Gonçalves Neto²⁵, representa a somatória dos valores em dinheiro das contribuições que os sócios trazem para formar o patrimônio da sociedade. Conforme aduz o art. 1.055 do CC/2002, o capital social da sociedade limitada é dividido em quotas, cabendo uma ou diversas a cada sócio, os quais possuem responsabilidade restrita ao valor de suas quotas, seguindo o entendimento do art. 1.052 do mesmo diploma legal.

Por óbvio, as sociedades simples limitadas também possuem capital social, o qual é dividido em quotas para seus sócios. Entretanto, a diferença reside no fato que, a depender da estruturação do contrato social da sociedade empresária limitada, ela poderá aceitar sócios capitalistas e que não

²¹ COTIAS, A; CUNTO, R. D; RIBEIRO, Op. cit.

²² CAMPOS, A. F. Op. cit., p. 101.

²³ TOMAZETTE, M. **Curso de direito empresarial**: teoria geral e direito societário. 3. ed. vol. 1. São Paulo: Atlas, 2011, p. 338-339.

²⁴ CAMPOS, A. F. Op. cit., p. 95.

²⁵ GONÇALVES NETO, A. de A. Op. cit., p. 309.

necessariamente possuam vínculo pessoal ou direto com a atividade econômica, de forma mais dinâmica²⁶.

Com relação à sociedade anônima, pode-se dizer que é uma sociedade de capital, ou seja, as aptidões, a personalidade e o caráter dos sócios são irrelevantes para o sucesso da empresa explorada pela sociedade, sendo a contribuição material de cada sócio para o capital social algo muito mais importante para o êxito da empresa²⁷. Na sociedade anônima, o interesse dos sócios é voltado para o resultado econômico que ela pode gerar, ou seja, o retorno do investimento realizado pelo sócio na companhia²⁸

Conforme redação do art. 1º da Lei de SA, a sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas²⁹.

Para Rubens Requião³⁰, a sociedade anônima, ao apresentar uma estrutura econômica e jurídica peculiar, possui a destinação natural de aglutinar capitais, o que as torna adequadas a configurar as grandes empresas brasileira. Nota-se, portanto, que o diferencial da sociedade anônima é que sua estrutura permite o recebimento de grandes aportes de capital³¹.

Desta maneira, a sociedade anônima demonstra-se como uma excelente alternativa jurídica para estruturar o AAI-PJ, visto que, caso fosse possível constituir ou transformar a sociedade de AAI em uma sociedade anônima, a possibilidade de obtenção de capital para aprimoramento do AAI-PJ seria perfeitamente viável e de efetiva execução.

Por fim, percebe-se que a sociedade empresária, considerando os modelos de sociedade limitada e sociedade anônima, apresenta-se como uma solução viável para atender à atual demanda do mercado de AAI, que exige uma estrutura societária mais adequada à realidade e ao funcionamento interno dos AAI-PJ, as quais em alguns casos se tornaram sociedades gigantescas em

²⁶ CAMPOS, A. F. Op. cit., p. 96-97.

²⁷ COELHO, F. U. Op. cit., p. 34.

²⁸ Ibid., p. 83.

²⁹ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 12 de dez. de 1976. Seção 1, p.1. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 8 set. 2022.

³⁰ REQUIÃO, R. Op. cit., p. 50.

³¹ COELHO, F. U. Op. cit., p. 84.

termos de rentabilidade, mas ainda possuem a estrutura jurídica de uma empresa de pequeno porte³².

3 O MODELO REGULATÓRIO TRAZIDO PELA RESOLUÇÃO CVM Nº 16/2021 E AS RESTRIÇÕES DAS SOCIEDADES DE AGENTES AUTÔNOMOS

Na atualidade, a norma que regula a atividade dos AAI no Brasil é a Resolução CVM nº 16, aprovada pelo colegiado da Comissão de Valores Mobiliários em 9 de fevereiro de 2021.

Antes desta resolução, a norma que regulava esta atividade profissional era a Instrução CVM nº 497, de 3 junho de 2011, mas esta foi revogada pela Res. CVM 16, visto que a CVM promoveu ajustes formais nas normas aplicáveis aos AAI como parte das medidas de revisão e consolidação de atos normativos inferiores a decreto, determinadas pelo Decreto nº 10.139/19³³.

O art. 1º, §1º, da Res. CVM 16, dispõe expressamente que o AAI é a pessoa natural, registrada na forma de referida resolução, para realizar, sob a responsabilidade e como preposto de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, conforme já exposto, 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; 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 o AAI tenha sido contratado. Estas são as atividades exclusivas de AAI, determinadas pela CVM.

Ainda, segundo o que foi indicado previamente, conforme art. 2º da Res. CVM 16, o AAI pode exercer suas atividades por meio de sociedade ou firma individual constituída exclusivamente para este fim.

Entretanto, conforme o parágrafo primeiro do referido artigo, a constituição de AAI-PJ não elide as obrigações e responsabilidades estabelecidas na Res. CVM 16 para os AAI que integram o AAI-PJ e nem para

³² SCHINCARIOL, J. Op. cit.

³³ BRASIL. CVM promove ajustes formais nas normas aplicáveis a agente fiduciário e agente autônomo de investimento. **Governo Federal**, Brasil, 09 de fevereiro de 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-promove-ajustes-formais-nas-normas-aplicaveis-a-agente-fiduciario-e-agente-autonomo-de-investimento>. Acesso em: 9 de set. 2022.

os integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários que a tenham contratado. No mesmo sentido, temos o parágrafo terceiro do art. 8º da referida resolução, que reitera que, sem prejuízo das responsabilidades decorrentes de sua conduta individual, todos os sócios do AAI-PJ são responsáveis pelas atividades da sociedade, perante a CVM, perante a entidade credenciadora e perante as entidades autorreguladoras competentes.

Nota-se, portanto, que CVM prevê a possibilidade dos assessores de investimentos serem diretamente responsabilizados por atos do AAI-PJ que violem as normas de conduta estabelecidas na Res. CVM 16.

Ainda, o art. 3º da Res. CVM 16 estabelece que o AAI só poderá exercer sua atividade profissional nos casos em que: i) manter contrato escrito com instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários para a prestação dos serviços exclusivos de AAI; ou ii) for sócio de pessoa jurídica, constituída na forma do art. 2º da Res. CVM 16, que mantenha contrato escrito com instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários para a prestação dos serviços exclusivos de AAI. Em que pese existir esta possibilidade, permitida pela CVM, de que o AAI não integre o quadro societário de um AAI-PJ, este é o modelo mais utilizado pelos assessores de investimentos nos dias de hoje³⁴.

Conforme redação do art. 4º, o registro para o exercício da atividade de agente autônomo de investimento será concedido automaticamente pela CVM à pessoa natural e à pessoa jurídica credenciadas na forma da Res. CVM 16. Neste sentido, é obrigatório o credenciamento do AAI-PJ, nos termos do art. 5º da Res. CVM 16. Além disso, em linha com o disposto no art. 6º da Res. CVM 16, o credenciamento de AAI e do AAI-PJ é efetuado por entidades credenciadoras autorizadas pela CVM, porém hoje, em verdade, apenas a ANCORD está autorizada como entidade credenciadora³⁵.

De todo modo, as principais limitações regulatórias introduzidas pela CVM encontram-se no art. 8º da Res. CVM 16, que dispõe, em seus incisos I e II,

³⁴ SCHINCARIOL, J. Op. cit.

³⁵ MERKI II, A. Ancord reformará prova para agentes autônomos. **Estadão**, São Paulo, 21 de julho de 2022. Disponível em: <https://investidor.estadao.com.br/investimentos/ancord-reformula-prova-certificacao-autonomos/>. Acesso em: 16 set. 2022.

respectivamente, que o AAI-PJ terá o seu credenciamento concedido caso seja constituída como sociedade simples, adotando quaisquer das formas legais permitidas para tal, e tenha, como objeto social exclusivo, o exercício da atividade de agente autônomo de investimento, sendo vedada a participação em outras sociedades.

Ademais, o parágrafo segundo do art. 8º da mencionada resolução determina que o AAI-PJ deve ter como sócios unicamente pessoas naturais que sejam credenciadas como AAI, aos quais será atribuído, com exclusividade, o exercício das atividades referidas nos incisos I a III do parágrafo primeiro do art. 1º. Ao encontro deste entendimento, o parágrafo quarto do art. 8º aduz que um mesmo AAI não pode ser sócio de mais de um AAI-PJ, constituída nos termos do art. 8º da Res. CVM 16.

Neste caso, fica clara a intenção da CVM em instaurar a lógica de uma sociedade simples para o AAI-PJ, pois não só limita a sua constituição a este tipo societário, como também aduz que a sociedade de AAI possua em seu quadro societário apenas AAI credenciados e tenha como objeto social exclusivo a atividade intelectual exercida profissionalmente pelo assessor de investimentos.

Portanto, após análise dos principais pontos regulatórios e societários presentes na Res. CVM 16, verifica-se que a atual norma voltada para regulamentar a atividade de AAI possui o objetivo de caracterizá-la como uma atividade intelectual, que deve ser objeto exclusivo de uma sociedade simples, em decorrência da natureza das atividades prestadas por este tipo de sociedade. Contudo, essa regulamentação apresenta-se como muito restritiva para a atual realidade do mercado, pois limita a estrutura jurídica e econômica que as sociedades de AAI podem legalmente assumir. Referida limitação possui consequências negativas, como a dificuldade para captação de recursos, perda de escala de concorrência e desigualdade com outros participantes do mercado³⁶.

³⁶ GARCIA, L. CMN autoriza que escritório de assessores de investimento tenha sócio investidor. **Valor Econômico**, Brasília, 17 de fevereiro de 2022. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/noticia/2022/02/17/cmn-permite-que-agente-autonomo-de-investimento-atue-como-pessoa-juridica.ghtml>. Acesso em: 2 abr. 2022.

4 PROPOSTAS NORMATIVAS DE READEQUAÇÃO DA REGULAÇÃO DA CVM

Considerando a demanda do mercado para uma atualização regulatória das normas que regem a atividade de AAI, principalmente em decorrência das restrições para a estruturação societária do AAI-PJ, a CVM, com o passar dos anos, procurou ouvir os agentes de mercado, a fim de compreender melhor quais eram as necessidades e sugestões de atualizações normativas que as sociedades de AAI possuíam³⁷.

Em um primeiro momento, no dia 1º de julho de 2019, a CVM publicou o Edital 03/19, o qual ofereceu a oportunidade para que os participantes do mercado financeiro brasileiro pudessem responder certos questionamentos e fazer comentários referentes às mudanças normativas propostas pela CVM, dentre elas a constituição de AAI-PJ como sociedade empresária e a admissão do sócio capitalista em seu quadro societário. Foi a primeira articulação oficial da CVM a respeito da implementação dessa inovação regulatória³⁸.

Posteriormente, em 12 de agosto de 2021, a CVM, através do Edital 05/21, efetivamente apresentou ao mercado em geral os termos exatos da nova regulação pertinente aos AAI, visto que, anexa ao referido edital, encontrava-se a Minuta A, a qual continha o inteiro teor de uma nova resolução da CVM, em substituição à Res. CVM 16³⁹.

A fim de aprimorar o entendimento a respeito das soluções requisitadas pelas necessidades de sociedades de AAI, serão abordadas, em seguida, as especificidades do Edital 03/19 e do Edital 05/21.

4.1 EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 03/19

Conforme indicado, o Edital 03/19 foi proposto pela CVM com a finalidade

³⁷ SCHINCARIOL, J. Op. cit.

³⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Op. cit.

³⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. **Edital de Audiência Pública SDM Nº 05/21, de 12 de agosto de 2021**. Alterações das regras aplicáveis a agentes autônomos de investimento e à divulgação da remuneração na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0521.html. Acesso em: 28 mar. 2022.

inicial de ser apenas uma consulta de natureza conceitual, para que a autarquia pudesse avaliar as ponderações e considerações realizadas pelos participantes de mercado. Essa avaliação seria útil para o aperfeiçoamento de alguns dispositivos da regulação em vigor e serviria como uma orientação para possíveis opções regulatórias a serem consideradas.

Dentre os principais pontos trazidos pela CVM no Edital 03/19, para os fins deste artigo, pode-se citar: i) a participação de terceiros não registrados como agentes autônomos de investimento pessoa física no capital social do AAI-PJ; e ii) a constituição do AAI-PJ como sociedade empresária.

Com relação ao primeiro ponto, a CVM faz uma alusão ao art. 8º, inciso II, da Instrução CVM nº 434, que permitia a participação de sócios não registrados como AAI no capital social do AAI-PJ, no limite de 2% do capital da sociedade, desde que os detentores desta participação não exercessem as atividades gerenciais ou relacionadas ao objeto social. Posteriormente, a ICVM 497 proibiu esta participação, pois houve diversos relatos recebidos pela CVM de que esse regime vinha permitindo o desenvolvimento de atividades exclusivas de AAI por pessoas que não foram devidamente credenciadas.

Por outro lado, a ANCORD⁴⁰, em manifestação ao Edital 03/19, indicou que a permissão de participação de sócios não credenciados nas sociedades de AAI liberaria o acesso de tais sociedades a outras fontes de capital, viabilizando o aporte de recursos por sócios investidores. Na possibilidade do AAI-PJ ser constituída como sociedade empresária, a sociedade de AAI pode atrair investidores interessados na exploração da atividade, mas não necessariamente no exercício da atividade.

Ainda, a entidade credenciadora destaca que diversas atividades reguladas pela CVM, como sociedades de administradores de carteira, consultoria e análise de valores mobiliários podem se constituir como sociedades

⁴⁰ ANCORD. Manifestação na Audiência Pública SDM Nº 03/19. *In*: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. **Edital de Audiência Pública SDM Nº 03/19, de 1º de julho de 2019**. Convite para apresentação de manifestações 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. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0319.html. Acesso em: 28 mar. 2022.

empresárias e não têm vedação para sócios não autorizados a exercerem a atividade-fim, participarem do capital da sociedade. Por tal razão, não deveria haver restrições para que a sociedade de AAI não pudesse admitir sócios

Com relação à possibilidade de constituição do AAI-PJ como sociedade empresária, a CVM indicou, no referido edital, que uma das dinâmicas observadas no mercado financeiro brasileiro foi o aumento de AAI-J de maior porte e estrutura, que convivem com a vedação de sua constituição sob a forma de sociedade empresária e, como visto, a organização unicamente sob a forma de sociedade simples, que não é vocacionada para o desenvolvimento de atividade empresarial de grande porte.

A autarquia também aduz que, com a expansão da atividade dos agentes autônomos, os AAI-PJ constituídas sob a forma de sociedade simples podem ter alcançado seu limite em função do elevado número de sócios que podem vir a possuir, bem como pontuam que não são capazes de receber investimentos de sócios unicamente capitalistas e que isso se tornou um fator limitador em sua capacidade de bem se estruturar e expandir os seus serviços.

Nota-se, portanto, que a CVM percebeu a necessidade plena das sociedades de AAI poderem se constituir como sociedades empresárias, em decorrência das vantagens que este tipo societário acarreta, conforme explicitado anteriormente.

Neste sentido, a XP Investimentos⁴¹, manifestando-se perante o referido edital, apresenta uma argumentação em favor da constituição de AAI-PJ como sociedades empresárias, afirmando que: i) conforme redação do art. 981, parágrafo único, do Código Civil, a exploração de objeto único por sociedade não implica necessariamente a sua natureza como sociedade simples, sendo factível a essas empresas estabelecerem em seus respectivos documentos constitutivos qual atividade econômica será explorada; ii) como desenvolvimento natural do

⁴¹ XP INVESTIMENTOS. Manifestação na Audiência Pública SDM Nº 03/19. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. **Edital de Audiência Pública SDM Nº 03/19, de 1º de julho de 2019**. Convite para apresentação de manifestações 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. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0319.html. Acesso em: 28 mar. 2022.

mercado e adaptação a tendências e demandas dos clientes, algumas sociedades de AAls passaram a exercer cada vez mais funções comerciais, dispondo de uma estrutura complexa de pessoas para atuar de forma competitiva e atender as exigências regulatórias; iii) a fiscalização, por parte das instituições integrantes do sistema de distribuição, do eventual exercício irregular de atividade exclusiva de AAI por sócios não credenciados de AAI-PJ, seria factível tanto para sociedades simples quanto empresariais; e iv) houve um expressivo aumento do número de AAI-PJ de maior porte que precisam conviver com a ultrapassada vedação à constituição de AAI-PJ sob a forma de sociedade empresária.

Constata-se que a manifestação da corretora foi a favor desta mudança normativa, reiterando que a adoção de formas de sociedades empresárias e a flexibilidade para ter sócios não AAI ampliaria a capacidade de capitalização dos escritórios de assessoria de investimentos, facilitando a consolidação do mercado e ganho de escala.

Ademais, a CFA Society Brazil⁴², em manifestação quanto aos questionamentos do Edital 03/19, ressaltou que, eventual atualização regulatória por parte da CVM, deverá ser enfática na preservação da linha de responsabilidade entre instituição integrante do sistema de distribuição e a sociedade de AAI, além de resguardar as atuais condições para o exercício das atividades centrais reguladas, dentre as quais a exigência de que o AAI seja um profissional credenciado com determinadas responsabilidades legais.

Deste modo, o Edital 03/19 publicado pela CVM, junto com todas as manifestações à ele, realizadas pelos principais participantes do mercado, comprovou que há algum tempo existe uma demanda das sociedades de AAI, as instituições distribuidoras de títulos e valores mobiliários e de outros agentes em relação ao modelo normativo que regulamenta a estrutura societária do AAI-

⁴² CFA SOCIETY BRAZIL. Manifestação na Audiência Pública SDM Nº 03/19. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. **Edital de Audiência Pública SDM Nº 03/19, de 1º de julho de 2019**. Convite para apresentação de manifestações 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. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0319.html. Acesso em: 28 mar. 2022.

PJ, a qual deve ser atendida pela CVM, na função de autarquia reguladora desta atividade profissional.

4.2 EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/21

A CVM⁴³, na publicação do Edital 05/21, efetivamente apresentou ao mercado e ao público em geral um projeto de regulação para a profissão do AAI, visto que, anexo a este edital, consta a Minuta A, a qual contém em seu conteúdo o inteiro teor da nova resolução que efetivamente iria reger a assessoria de investimentos, em termos regulatórios.

Em sua exposição de alterações à regulação atual, a CVM indica que a Res. Minuta A propõe a eliminação da atual exigência de que os AAI-PJ adotem a forma de sociedades simples e sejam compostas unicamente por pessoas naturais que sejam agentes autônomos de investimento, conforme aduz o art. 8º, inciso II e § 2º, da atual Res. CVM 16. Segundo a autarquia, essa nova disposição vai ao encontro de diversas contribuições recebidas na audiência pública realizada pelo Edital 03/19, bem como busca permitir que os AAI-PJ assumam uma formatação jurídica mais compatível com a complexidade e o porte econômico que muitas delas atingiram ou almejam atingir. Além disso, a nova regra deve facilitar a contratação de profissionais e a captação de recursos financeiros por meio da emissão de ações ou cotas junto a investidores⁴⁴.

Em seguida, visto que isto também foi um tema posto em debate na audiência pública realizada pelo Edital 03/19, a autarquia ressalta a preocupação de que a permissão para o ingresso de sócios que não sejam AAI podem, na prática, exercer a atividade sem a devida autorização. Por este motivo, no art. 33 da Res. Minuta A é disposto que as sociedades de AAI que permitam o ingresso de sócios ingressantes, que não sejam registrados como AAI, devem adotar regras e controles internos voltados a impedir o exercício da atividade por aqueles não autorizados a tal.

Em relação aos dispositivos da Res. Minuta A, a CVM estabeleceu, no art. 3º da referida resolução, quais são as atividades exercidas pelo AAI, mantendo,

⁴³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Op. cit.

⁴⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Op. cit.

neste caso, a mesma redação do art. 1º, §1º, incisos I a III, da Res. CVM 16.

Ademais, conforme o art. 6º, inciso II, da Res. Minuta A, o AAI-PJ deverá ser constituída exclusivamente para prestação dos serviços dispostos no art. 3º. O art. 14º, inciso III, da Res. Minuta A não só reitera o mesmo comando, como mantém a vedação da participação societária do AAI-PJ em outras sociedades, ficando evidenciado que a CVM optou por manter as sociedades de AAI vinculadas ao objeto exclusivo de assessoria de investimentos.

Quanto à estrutura societária do AAI-PJ, a Res. Minuta A demonstrou-se inovadora, ao prever, em seu art. 14, inciso II, que a sociedade de AAI poderá adotar quaisquer uma das formas societárias permitidas pela legislação em vigor, a fim de obter efetivamente o credenciamento como AAI perante a entidade credenciadora (atualmente, sendo a ANCORD a única entidade autorizada pela CVM⁴⁵). Contudo, também estabelece em seu art. 34 que o AAI-PJ que admitir sócios não registrados como AAI deve necessariamente ser constituída sob a forma de sociedade empresária, bem como, nos termos do art. 33, deve instituir regras, procedimentos e controles internos próprios para assegurar que as atividades previstas no art. 3º não sejam exercidas por sócios não registrados como agentes autônomos de investimento.

Ainda, a fim de evitar conflitos de interesse por parte de seus sócios, a CVM elaborou o parágrafo terceiro do art. 14 da Res. Minuta A, o qual expressamente determina que o AAI-PJ não pode ter como titular direto ou indireto das ações ou cotas representativas de seu capital social pessoas naturais ou jurídicas que: i) exerçam atividades conflitantes com os interesses da sociedade; ii) sejam consultores de valores mobiliários autorizados ou reconhecidos pela CVM; ou iii) sejam administradores de carteiras registrados na CVM.

Resta destacada, portanto, as mudanças regulatórias propostas pela CVM no Edital 05/21, pois possuem um efeito relevante e direto sobre as sociedades de AAI, que vislumbram a possibilidade de se configurarem em um modelo societário juridicamente mais adequado às suas necessidades econômicas e operacionais.

⁴⁵ MERKI II, A. Op. cit.

Segundo a B3⁴⁶, em manifestação ao edital publicado pela CVM, essa alteração da norma referente ao tipo societário do AAI-PJ trará impactos positivos na dinâmica do mercado brasileiro, facilitando a contratação de profissionais e, especialmente, a captação de recursos financeiros para fortalecer a estrutura dos AAI-PJ, que poderão contar com mais capital visando um crescimento sustentável e ampliação do negócio com segurança e eficiência sob vários aspectos, incluindo sua infraestrutura tecnológica, controles, profissionalização da empresa, ampliação, capacidade e prospecção de novos investidores.

Deste modo, nota-se que o Edital 05/21 apresenta-se como uma manifestação oficial da CVM em favor desta tão necessária atualização regulatória e societária das sociedades de AAI, a qual facilitará a captação de recursos por parte dos AAI-PJ e, conseqüentemente, levará a uma verticalização em grande escala da assessoria de investimentos, sendo benéfico para todos no mercado em decorrência da competitividade⁴⁷. Entretanto, em que pese o Conselho Monetário Nacional ter autorizado a flexibilização da norma que regula a atividade dos agentes autônomos⁴⁸, a fim de permitir o ingresso de sócios capitalistas em novo modelo societário permitido às sociedade de AAI, a CVM ainda não publicou, até a presente data, a nova resolução em substituição à Res. CVM 16.

5 CONCLUSÃO

Tendo em vista os pontos abordados acima, conclui-se que o atual modelo regulatório instituído pela CVM, através da Res. CVM 16, não é o mais adequado para lidar com a atual realidade das sociedades de agentes autônomos de

⁴⁶ B3 S.A. Manifestação na Audiência Pública SDM Nº 05/21. *In*: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. **Edital de Audiência Pública SDM Nº 05/21, de 12 de agosto de 2021**. Alterações das regras aplicáveis a agentes autônomos de investimento e à divulgação da remuneração na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0521.html. Acesso em: 28 mar. 2022.

⁴⁷ COTIAS, A. Assessoria de investimento ganha escala e se verticaliza. **Valor Econômico**, São Paulo, 08 de fevereiro de 2022. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/02/08/assessoria-de-investimento-ganha-escala-e-se-verticaliza.ghtml>. Acesso em: 1º abr. 2022.

⁴⁸ GARCIA, L. Op. cit.

investimento, visto que as restrições impostas ao AAI-PJ, principalmente referentes a sua estrutura societária, acabam por limitar operacionalmente essas sociedades.

Deste modo, a redação da Res. Minuta A, em especial nas suas disposições a respeito da discricionariedade do AAI-PJ na escolha dos tipos societários a serem utilizados em sua constituição, apresentada oficialmente ao mercado e ao público em geral pela CVM, através do Edital 05/21, demonstra-se como a alternativa normativa mais eficaz na regulação da atividade de sociedades de AAI, pois permite a adoção, por parte dessas sociedades, do modelo de sociedade empresária, bem como o ingresso de sócio capitalista em seu quadro societário.

Tais possibilidades, autorizadas pelo texto da Res. Minuta A no que diz respeito ao AAI-PJ, permitirão a ampliação dos negócios de escritórios de AAI e a capitalização de sociedades de assessoria de investimentos, as quais, ao possuírem uma configuração jurídica e econômica de uma empresa de grande porte, serão capazes de alavancar seu desenvolvimento e, conseqüentemente, produzirem uma competitividade em larga escala no mercado financeiro brasileiro.

Por fim, destaca-se que a necessidade de atualização regulatória das sociedades de AAI não é uma demanda restrita ao mercado de assessoria de investimentos, afinal, diversos setores do mercado se manifestaram a respeito do tema nas audiências públicas SDM nº 03/19 e 05/21, fato que demonstra o intuito de parte relevante da sociedade (agências, consultorias, escritórios de advocacia, sociedades de AAI, bancos, corretoras, investidores em geral, etc) em observar uma atuação ativa por parte da CVM no âmbito de suas atribuições como autarquia reguladora.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANCORD. Manifestação na Audiência Pública SDM N° 03/19. *In*: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. **Edital de Audiência Pública SDM N° 03/19, de 1º de julho de 2019**. Convite para apresentação de manifestações 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. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0319.html. Acesso em: 28 mar. 2022.

B3 S.A. Manifestação na Audiência Pública SDM N° 05/21. *In*: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. **Edital de Audiência Pública SDM N° 05/21, de 12 de agosto de 2021**. Alterações das regras aplicáveis a agentes autônomos de investimento e à divulgação da remuneração na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0521.html. Acesso em: 28 mar. 2022.

BENEVENUTTI, V; GÜTTLER, B. P. Análise do perfil de investidor dos clientes de um agente autônomo de investimentos. **Brazilian Journal of Business**, Curitiba, v. 3, n. 1, p. 710-723, jan./mar. 2021

BITTAR, E. C. **Metodologia da Pesquisa Jurídica**: Teoria e prática da monografia para os cursos de Direito. 15ª ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

BRASIL. CVM promove ajustes formais nas normas aplicáveis a agente fiduciário e agente autônomo de investimento. **Governo Federal**, Brasil, 09 de fevereiro de 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-promove-ajustes-formais-nas-normas-aplicaveis-a-agente-fiduciario-e-agente->

autonomo-de-investimento. Acesso em: 9 set. 2022.

BRASIL. Decreto nº 10.139, de 28 de novembro de 2019. Dispõe sobre a revisão e a consolidação dos atos normativos inferiores a decreto. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, n. 231, 29 nov. de 2019. Seção 1, p.1. Disponível em: www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/decreto/D10139.htm. Acesso em: 8 set. 2022.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 12 dez. de 1976. Seção 1, p.1. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 8 set. 2022.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, n. 8, 11 jan. 2002. Seção 1, p.1. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 8 set. 2022.

CAMPOS, A. F. A natureza das sociedades limitadas: tratamento jurídico conferido às sociedades empresárias e às sociedades simples. *In*: LUPION, R. **Sociedades Limitadas**: Estudos em comemoração aos 100 anos. Porto Alegre: Editora Fi, 2019, p. 71-110.

CFA SOCIETY BRAZIL. Manifestação na Audiência Pública SDM Nº 03/19. *In*: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. **Edital de Audiência Pública SDM Nº 03/19, de 1º de julho de 2019**. Convite para apresentação de manifestações 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. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0319.html. Acesso em: 28 mar. 2022.

COELHO, F. U. **Curso de direito comercial**. 22. ed. vol. 2. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Instrução CVM nº 497, de 3 de junho de 2011. Dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, n. 105, 6 de jun. 2011. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst497.html>. Acesso em: 09 set. 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Resolução nº 16, de 9 de fevereiro de 2021. Dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento e revoga a Instrução CVM nº 497, de 3 de junho de 2011, a Instrução CVM nº 515, de 29 de dezembro de 2011, e a Instrução CVM nº 610, de 5 de agosto de 2019. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, n. 28, 10 de fev. 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol016.html>. Acesso em: 09 set. 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. **Edital de Audiência Pública SDM Nº 03/19, de 1º de julho de 2019**. Convite para apresentação de manifestações 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. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0319.html. Acesso em: 28 mar. 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. **Edital de Audiência Pública SDM Nº 05/21, de 12 de agosto de 2021**. Alterações das regras aplicáveis a agentes autônomos de investimento e à divulgação da remuneração na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários. Disponível em:

https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0521.html.

Acesso em: 28 mar. 2022.

COTIAS, A. Assessoria de investimento ganha escala e se verticaliza. **Valor Econômico**, São Paulo, 08 de fevereiro de 2022. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/02/08/assessoria-de-investimento-ganha-escala-e-se-verticaliza.ghtml>. Acesso em: 1º abr. 2022.

COTIAS, A; CUNTO, R. D; RIBEIRO, M. Nova regra para agente autônomo está próxima. **Valor Econômico**, São Paulo, 11 de fevereiro de 2022. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/02/11/nova-regra-para-agente-autonomo-esta-proxima.ghtml>. Acesso em: 2 abr. 2022.

GARCIA, L. CMN autoriza que escritório de assessores de investimento tenha sócio investidor. **Valor Econômico**, Brasília, 17 de fevereiro de 2022. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/noticia/2022/02/17/cmn-permite-que-agente-autonomo-de-investimento-atue-como-pessoa-juridica.ghtml>. Acesso em: 2 abr. 2022.

OLIVEIRA NETO, O de. **Manual da Monografia Jurídica**. 2ª ed. São Paulo: Editora Verbatim, 2013.

GONÇALVES NETO, A. de A. **Direito de empresa**: comentários aos artigos 966 a 1.195 do Código Civil. 9. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2019.

MERKI II, A. Ancord reformará prova para agentes autônomos. **Estadão**, São Paulo, 21 de julho de 2022. Disponível em: <https://einvestidor.estadao.com.br/investimentos/ancord-reformula-prova-certificacao-autonomos/>. Acesso em: 16 set. 2022.

PAPINI, A. L. A sociedade limitada e o novo Código Civil. *In*: RODRIGUES, F. V. **Direito de empresa no novo Código Civil**. Rio de Janeiro: Forense, 2004. p.

53-81.

REQUIÃO, R. **Curso de direito comercial**. 24. ed. vol. 1. São Paulo: Saraiva, 2000.

SCHINCARIOL, J. Sócio capitalista impulsionará agente autônomo. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 07 de outubro de 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/10/07/socio-capitalista-impulsionara-agente-autonomo.ghtml>. Acesso em: 1º abr. 2022.

SOARES, R. Número de agentes autônomos credenciados triplica em quatro anos. **Estadão**, São Paulo, 21 de janeiro de 2022. Disponível em: <https://einvestidor.estadao.com.br/comportamento/agentes-autonomos-investimento-acoas>. Acesso em: 16 set. 2022.

TOMAZETTE, M. **Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário**. 3. ed. vol. 1. São Paulo: Atlas, 2011.

VARGAS, E. Renda fixa chega a 12 milhões de investidores, com alta de 27% em 12 meses. **Suno**, São Paulo, 1 de setembro de 2022. Disponível em: <https://www.suno.com.br/noticias/renda-fixa-investidores-alta/>. Acesso em: 15 set. 2022.

XP INVESTIMENTOS. Manifestação na Audiência Pública SDM Nº 03/19. *In*: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. **Edital de Audiência Pública SDM Nº 03/19, de 1º de julho de 2019**. Convite para apresentação de manifestações 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. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0319.html. Acesso em: 28 mar. 2022.