



# **Parecer técnico**

## **Estudo ASA/CVM sobre o requisito de exclusividade nas atividades de Agentes Autônomos de Investimento**

Material elaborado por  
Bonilha & Freitas  
Sociedade de Advogados,  
escritório profissional com  
registro na OAB/SP nº  
30.254, inscrita no CNPJ nº  
34.304.938/0001-37

# Sumário

1. INTRODUÇÃO.....	4
2. PRINCIPAIS TÓPICOS DO ESTUDO DA ASA/CVM.....	4
2.1. Recomendação de múltipla vinculação autorizada.....	5
2.2. Dificuldades na fiscalização.....	5
2.2.1. Da perspectiva do investidor .....	6
2.2.2. Da perspectiva do AAI .....	6
2.2.3. Da perspectiva do intermediador .....	6
2.2.4. Da perspectiva do regulador.....	6
2.3. Da distribuição de percentuais e rebate .....	7
2.4. Do benefício prioritário ou exclusivo do AAI.....	8
2.5. Vazamento de informações operacionais estratégicas.....	10
2.6. Impactos macroeconômicos.....	10
2.7. Benefícios da multivinculação. ....	11
2.8. Benefícios da expansão do requisito de exclusividade.....	12
3. ARGUMENTOS CONTRÁRIOS À EXCLUSIVIDADE DE VINCULAÇÃO .....	14
3.1. Violação dos princípios constitucionais de livre iniciativa e livre concorrência 14	
3.2. Óbices à livre concorrência .....	17
3.3. Violação à Declaração dos Direitos de Liberdade Econômica .....	18
3.4. Quebra de isonomia regulatória.....	18

3.5.	Constituição de barreira de entrada para novos entrantes e para o crescimento das concorrentes de menor porte.....	20
3.6.	Contrariedade ao parecer do CADE.....	21
3.7.	Incapacidade operacional do AAI efetuar uma mudança organizada e amigável de Corretora.....	21
3.8.	Impedimento de oferta de condições de investimento mais adequadas aos investidores: “Best Execution” .....	22
3.9.	Prejudica gestores de fundos, bancos pequenos e médios e empresas que querem captar recursos no mercado de capitais.....	22
3.10.	Possibilita o direcionamento de produtos pela Corretora.....	22
4.	CRÍTICAS À METODOLOGIA.....	23
4.1.	Lista de entrevistados.....	23
4.2.	Método objetivo.....	23
4.3.	Equívoco da nominalidade .....	25
4.4.	Equívoco dos blocos de análise .....	25
4.6.	Conclusão da análise à metodologia.....	28
5.	CONCLUSÕES EM FAVOR DA LIBERDADE.....	29
6.	DA ANÁLISE NORMATIVA E REFERÊNCIAS PARA O ESTUDO .....	31

## **1. INTRODUÇÃO**

O estudo da análise de impacto regulatório sobre “Requisito de exclusividade nas atividades de Agentes Autônomos de Investimento” realizado pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA) da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foi realizado com o pressuposto de apresentar, em tese, possíveis desdobramentos funcionais e setoriais no que concerne a manutenção ou fim da exclusividade de vinculação dos Agentes Autônomos de Investimentos (AAIs).

Embora a proposta nutra de uma exposição técnica, o estudo, fatalmente, apresenta duas principais complicações, quais sejam: (i) erros de premissa e, portanto, de objeto; (ii) erros de metodologia; que acarretam erros conclusivos.

Com os erros de objeto, o estudo se precariza por desdobrar conclusões inverídicas. Diferentes fatores levam a diferentes produtos. A incorreta teorização trazida no estudo se afasta da realidade operacional de mercado dos AAIs e seus relacionamentos com investidores e intermediadoras/corretoras. Ou seja, cria-se uma narrativa para trabalhar possíveis conclusões sem ao menos verificar a coerência e aplicabilidade de tais premissas. Tenta-se isolar fatores que não são isoláveis na realidade.

Possivelmente, com base no afastamento do funcionamento prático do mercado e das operações dos AAIs, foi utilizada metodologia supostamente cabível, pugnando o estudo de vícios e incongruências.

A presente análise busca evidenciar os problemas técnicos do parecer da ASA/CVM em caráter fático, ou seja, alegações materiais de funcionamento de mercado e efeitos das hipóteses levantadas, bem como demonstrar a incompatibilidade da norma com o ordenamento jurídico e a Constituição Federal. O tópico 2 abaixo sintetiza os principais argumentos fáticos do estudo para que, em momento posterior, no tópico 3, sejam apontados os fundamentos jurídicos de incompatibilidade. No tópico 4, abarcando o objeto dos tópicos 2 e 3, é criticada a metodologia do estudo. Seguindo, ao final, às conclusões que melhor viabilizam a liberdade de atuação dos AAIs.

## **2. PRINCIPAIS TÓPICOS DO ESTUDO DA ASA/CVM**

A seguir, serão apresentadas críticas fáticas aos tópicos levantados no estudo da ASA/CVM supracitado, a fim de demonstrar as falsas premissas que nele foram desenvolvidas.

## 2.1. Recomendação de múltipla vinculação autorizada

Para responder a demanda de fim da exclusividade, a CVM, em vez de atendê-la completamente, recomenda um modelo pior que o existente: **a retirada do requisito de exclusividade, desde que a multivinculação ocorra de comum acordo entre os participantes envolvidos**. Além disso, de acordo com esta recomendação, potenciais conflitos deveriam ser endereçados nos contratos de prestação de serviço. Fica claro que na prática o AAI acabaria se tornando refém da intermediária original, já que dependeria de prévia autorização.

Abaixo serão articuladas as premissas utilizadas para justificar a proposta de múltipla vinculação autorizada frente os cenários de manutenção ou expansão do requisito de exclusividade e um cenário de possível multiplicidade de vinculação.

## 2.2. Dificuldades na fiscalização

Argumenta-se, também, no referido estudo, que o cenário de multivinculação dificultaria a fiscalização por parte dos órgãos reguladores, uma vez que não poderia se afirmar com certeza em nome de qual intermediária o AAI cometeu a infração. Contudo, conforme nova ICVM 610, a supervisão dos AAIs passou a ser responsabilidade da B3, a única bolsa do Brasil, de forma a centralizar a fiscalização, e até facilitando-a.

É notório que a questão da dificuldade de análise e apuração de problemas e reclamações em um cenário de multivinculação reside na dedicação de dois principais fatores: tempo e capital. A análise de dificuldade só é verdadeira da perspectiva de um terceiro não interessado na apuração de um problema, de um ilícito ou da responsabilidade contratual e extracontratual em uma ocorrência.

Igualmente, existe uma premissa de presunção de responsabilidade do AAI, verdadeira cautela ou prevenção que beira um delírio regulatório e que sempre imputa o AAI como polo ativo de evento infrator.

Para os envolvidos diretamente no fato não há que se falar em dificuldade no processo apreciativo, sendo todos diretamente interessados na conclusão, por motivos próprios.

#### **2.2.1. Da perspectiva do investidor**

Há o interesse em apuração da responsabilidade do AAI ou da intermediadora, logo, os mecanismos cabíveis serão acionados para buscar ressarcimento, indenização ou restituição, sejam eles quais forem.

#### **2.2.2. Da perspectiva do AAI**

É do interesse do AAI preservar os recursos próprios, as relações comerciais, contratuais e sua imagem no mercado (que afeta o nível dos investidores que pode auxiliar), logo há interesses diretos dos AAIs na apuração das consequências desencadeadas pela regulação do modo como opera.

#### **2.2.3. Da perspectiva do intermediador**

É interesse do intermediador preservar os recursos, sua reputação e índole no mercado, considerando que falhas operacionais ou erros mínimos podem afastar significativa quantidade de investidores e capital. No cenário de multivinculação é possível, inclusive, acionar o interesse de terceiros em não serem responsabilizados por erros de outros, o que geraria programas de *compliance* voluntariamente especializados e contratos mais técnicos neste aspecto, proporcionando solidez infinitamente maior no longo prazo.

#### **2.2.4. Da perspectiva do regulador**

Pode não haver tanta preocupação, já que a apuração do fato não implicaria em benefício direto para a entidade ou órgão responsável, logo seria mais fácil burocratizar a apuração do que buscar efetiva solução facilitada para todos os envolvidos. É necessária especial atenção para hipóteses de captura do regulador.

Aqui, vale citar a clássica lição do prêmio Nobel de Economia (1976) Milton Friedman, em sua obra *Livre Para Escolher*, sobre as formas de gastar dinheiro<sup>1</sup>.

	<b>Compra para si</b>	<b>Compra para outrem</b>
<b>Dinheiro próprio</b>	Maior qualidade e menor preço	Qualidade indiferente e menor preço
<b>Dinheiro de outrem</b>	Maior qualidade e preço indiferente	Qualidade indiferente e preço indiferente

Da perspectiva dos investidores, AAls e intermediadoras envolvidas em conflitos, o capital empregado (para responsabilização) é próprio e, de igual forma, os benefícios da solução de conflitos são próprios, além das pressões autorregulatórias do mercado em questão, o que justifica uma busca por maior precisão dos envolvidos, extensão e profundidade do problema e menor tempo na resolução.

Da perspectiva do regulador, a responsabilidade de diferentes sujeitos não influenciará diretamente os vencimentos e salários dos envolvidos. No limite, poderia impactar as influências políticas e a representatividade setorial de alguns dos administradores, mas no geral serão recursos de terceiros administrados para terceiros (efeitos), o que justifica menor cuidado, maior período de tempo e menor efetividade das soluções.

Nesse aspecto o regulador acaba reconhecendo sua falta de interesse no efetivo auxílio do mercado, justificando a necessidade da terceirização e descentralização dos mecanismos de apuração de problemas e reclamações.

### **2.3. Da distribuição de percentuais e rebate**

Afirma-se, também, que o custo da operação é suportado diretamente pelo investidor, embora o regulador pareça desconhecer quanto da corretagem é repassada ao AAI e de que forma. Tal afirmativa é evidentemente falsa, pois o agente de investimentos não cobra direto do cliente, **ele fica com uma porcentagem que já pertenceria à corretora de qualquer forma.**

---

<sup>1</sup> FRIEDMAN, Milton e FRIEDMAN, Rose. **Livre para escolher**. Tradução de Ligia Filgueiras. 1ª ed. Rio de Janeiro: Record, 2015, p. 133.

#### 2.4. Do benefício prioritário ou exclusivo do AAI

O estudo afirma que em um cenário de ausência de exclusividade seria possível que o **AAI oferecesse ao investidor um produto que gerasse maior receita de comissão para si, em detrimento do investidor**. Sabe-se, todavia, que em qualquer atividade comercial há conflito de interesses. No mercado existem relações regulares entre os agentes e os clientes, assim como existem profissionais que agem com ética e os que não agem. Não é correto generalizar.

Espanta o desconhecimento do funcionamento de um mercado concorrencial por parte do regulador, considerando que existe legislação em favor da liberdade econômica consonante à Constituição Federal. Existem dois cenários, sendo um retórico, usado para pressões regulatórias e outro realista e holístico:

O estudo em questão levanta hipóteses de determinadas práticas ignorando o funcionamento de um mercado concorrencial já legalmente embasado pelo norte estabelecido na Lei nº 13.874. Tais hipóteses ideais são utilizadas como base concreta de uma série de narrativas que delas desdobram.

Nos cenários propostos à frente, tendo como figura principal o AAI, são traçados paralelos para facilitar a visualização dos absurdos teorizados no estudo.

**a)** O cenário absurdo e confabulado por muitos reguladores, é aquele no qual o **AAI aponta e empurra apenas os produtos que lhe garantem melhores retornos e remunerações**. Neste cenário, o cliente tem duas opções: continuar com o mesmo AAI ou buscar outro AAI no mercado. Se ele decide ficar com o mesmo AAI, ainda que sabendo da qualidade do investimento, então é uma decisão voluntária e nada há que se intrometer em relação privada harmônica. Se ele decide buscar outro AAI, mas não encontra ou as condições são as mesmas e o problema permanece, significa que não há liberdade de mercado capaz de atrair *players* diferentes: as “barras da atividade estão altas”, impossibilitando novos competidores de oferecerem investimentos com maiores retornos ao investidor – o mercado não é verdadeiramente concorrencial, visto que se há demanda por maiores retornos, a oferta de maiores retornos terá escoamento, atraindo capital. Com a perda dos investidores, os AAIs que subiram os preços são obrigados a diminuir. É comprovado que este cenário é uma situação alocativa sem longa duração temporal.

Em um mercado com limitações ou obrigações legais de os AAIs aceitarem menores níveis de remuneração do que os voluntariamente pretendidos, a atividade



se torna economicamente ineficaz (“deixa de valer a pena”), levantando empecilhos para os agentes ativos e barreiras de entrada aos novos, pois a atividade alocativa dos AAls (tempo, recursos etc.) pode apenas ser viável a partir de determinado nível de preços e liberdade de prática. Se remunerações e lucros começarem a ser limitados pela lei, então muitos deixarão de optar por assumir os riscos de determinadas atividades empresariais e especulativas, fazendo com que a economia fique estagnada em termos de aumento de produtividade e investimento de capital: as perdas são generalizadas e incalculáveis (similar ao tabelamento de preços).

**b)** O cenário realista e compatível com o presente ordenamento, mas ainda não internalizado pelos reguladores consiste na **hipótese de liberdade contratual e econômica**. Este cenário abarca uma série de variáveis possíveis, em que investidores, AAls e intermediadoras possuem liberdade para negociar os produtos, valores mobiliários, fundos etc. em níveis de preço que entendem razoáveis, sem imposições ou condicionais (decididos autonomamente), sem prejudicar terceiros e nos limites da lei.

Nesse cenário, existindo uma grande variedade de investidores é possível teorizar que uma intermediadora ou corretora sugira a um nicho específico de AAls a prática de uma determinada remuneração ou retorno pelos valores captados. Um investimento, ainda que não seja o de melhor retorno aos investidores, mas seja o melhor para a intermediadora e para o AAI (remuneração “alta” e retorno “baixo”) apresentará um dilema ao investidor: o tanto que está deixando de ganhar em outro investimento ou produto frente o desconforto em realocar os investimentos.

Em situação hipotética é fácil criar fantasias que na prática não se sustentariam. O nível de preços praticado pelos ofertantes deve ser tal que cause imediato desconforto financeiro no investidor, dano, descumprimento de cláusula contratual, descumprimento de obrigação legal e, ainda, possa perdurar no tempo, causando dilapidação patrimonial<sup>2</sup>. Em qualquer um desses casos, é incrivelmente difícil que exista um investidor que insista no erro por anos ou décadas, visto que a apreciação externa do investimento como positiva ou negativa não é suficiente para caracterizá-la como tanto. Novamente, existem diversos fatores envolvidos, inclusive aspectos internos do investidor, capazes de fazê-lo contratar, comprar ou participar de determinados investimentos.

---

<sup>2</sup> A negativa de qualquer um dos fatores implica em assumir um investimento “ruim” que (i) segue contrato; (ii) segue obrigações legais; (iii) aumenta o patrimônio do investidor. Ou seja, não é exatamente ruim.

Se existir patente desconforto ou descumprimento de obrigação legal ou contratual, então o investidor poderá acionar a Justiça. Não existindo demanda por parte do investidor, existirá uma presunção de problema que é INEXISTENTE, projetada nas ideias e fantasias do regulador, que anteviu excessos e causou novos conflitos entre particulares que não precisariam existir.

No cenário proposto existem valores de equilíbrio, de modo que o “abuso” ou ineficácia do AAI simplesmente o fazem perder clientes, observado que seus concorrentes oferecerão maior rentabilidade aos investidores e não há impedimento regulatório ou captura capaz de mantê-lo operante. Nesse caso, é possível que o AAI veja uma queda significativa nos fundos administrados e em suas receitas, retomando as práticas nos níveis demandados pelos investidores e consumidores.

Vale ressaltar que o funcionamento atual do mercado já propicia essa independência de atuação dos investidores, observado que **os AAIs realizam apenas requisições dos próprios investidores e prestam informações e suporte** (em acordo com a Instrução 497). A premissa de que o AAI conduz o investidor cegamente e unilateralmente aos investimentos que lhe trazem maior percentual pela intermediadora não é condizente com a realidade, mas ainda assim é uma das bases fáticas contra a multivinculação no estudo.

## 2.5. Vazamento de informações operacionais estratégicas

É exposto no estudo que devido à multivinculação podem surgir conflitos concernentes ao vazamento de informações confidenciais e sigilosas<sup>3</sup>. O fato de um agente de investimentos estar vinculado a múltiplas instituições não implica na possibilidade do acesso de informações sigilosas por **motivos fáticos** (da estrutura dos negócios e acessos limitados de cada intermediário) e **motivos jurídicos** (proteção legal e contratual dos envolvidos). É mais um cenário extremo, irreal e meramente especulativo levantado como possível “custo indireto” aos agentes de mercado, limitando a incidência da multivinculação.

## 2.6. Impactos macroeconômicos

---

<sup>3</sup> “Ainda que o AAI tenha o dever de manter sigilo das informações a que tenha acesso no exercício da função (Art. 10, § único, II da Instrução CVM 497), os intermediários a quem ele esteja vinculado tem o dever de fiscalizar suas atividades. Nesse cenário, é possível que um intermediário acesse informações protegidas por sigilo (Lei complementar 105/01) sob tutela de outro intermediário. Isso pode se tornar um passivo judicial para os envolvidos.”

Sobre os impactos macroeconômicos, o estudo afirma que não haveria nenhum. A relevância do impacto, entretanto, é observada por uma perspectiva simplista e reducionista do regulador (parecerista) que, inclusive, ignora inúmeros fatores econômicos. Sem juízos de valor, havendo maior difusão e capilaridade nos investimentos, ampla circulação de riquezas e dinheiro, haverá impactos macroeconômicos na formação de preços, no nível de capital destinado aos investimentos privados e até mesmo, indiretamente, com ganhos dos investidores, no nível de consumo final. É evidente que as circunstâncias de maior facilitação e dinâmica podem influenciar na velocidade de alocação dos recursos, investimentos e títulos, bem como na prática de preços em nível competitivo frente o cenário atual de exclusividade.

## 2.7. Benefícios da multivinculação.

Os benefícios decorrentes do fim da exclusividade listados no estudo da ASA/CVM são completamente vazios e, inclusive, afastam as reais motivações dos agentes de mercado, trazendo, novamente, fruto de metodologia incoerente, um afastamento da análise de valores que faz determinados fatos perderem completamente o sentido. A dúvida sobre esse ponto é: teria isso sido feito de forma acidental, por desconhecimento operacional dos agentes do mercado ou propositalmente, limitando o escopo de benefícios do estudo, para assegurar a abrangência de seus resultados.

Os benefícios aos AAls citados no estudo são:

- *Sem o requisito regulatório de exclusividade, Agentes Autônomos de Investimento **poderão se vincular a mais de um intermediário para distribuir valores mobiliários, potencialmente aumentando o rol de produtos a serem distribuídos aos clientes com os quais tem interlocução.***
- *Podendo se vincular a mais de um intermediário para distribuir valores mobiliários, AAls terão, potencialmente, **maior poder de barganha na negociação de comissões com os intermediários.***

Os únicos benefícios trazidos no estudo não contam absolutamente nada sobre os reais benefícios da hipótese de multivinculação. O primeiro benefício citado incide em circularidade argumentativa: “o cenário de muitos vínculos é bom pois o

AAI poderá se vincular a mais de um intermediador”. Qual o real benefício disso? Quem ganha com isso? O estudo tangencia essas possíveis respostas.

O estudo não considera fatores de formação de preço em cenário de mercado com multiplicidade de ofertantes, aumento de qualidade de produtos como forma de atrair o cliente final e assim em diante. Os verdadeiros resultados da abertura econômica concorrencial são deixados de lado.

## 2.8. Benefícios da expansão do requisito de exclusividade.

Ao contrapor a possibilidade de vinculação múltipla é trazido um único benefício ao AAI e dois outros benefícios imediatos aos intermediadores completamente irrealistas, lógicos dentro de um cenário que ignora as múltiplas variáveis de um mercado concorrencial. O benefício trazido ao AAI seria “**a facilitação no recebimento de investimentos por intermediários**” dada a facilidade de amortização. Os benefícios trazidos aos intermediários seriam a “**precisão na atribuição de responsabilidades por atos de AAIs**” e a “**facilitação na amortização de investimentos com a impossibilidade de outros intermediários venham a usufruir dos investimentos feitos**”.

O primeiro cenário é completamente especulativo e isolacionista, pois segregava dois fatores (investimento e tempo) ignorando outros (preços, volume de capital, relevância e presença do AAI, entre outros), ou seja, praticamente todos os critérios qualitativos e, portanto, imensuráveis foram ignorados. Em um cenário de multivinculação as intermediadoras que mais investirem nos AAIs<sup>4</sup> e facilitarem sua atuação serão, obviamente, preferidas por eles. Sendo preferidas, o capital dos investidores poderá ser direcionado mais facilmente para elas, ou seja, **as vantagens oferecidas ao AAI são usufruídas também por investidores e retornam indiretamente para o intermediador.**

Os benefícios aos intermediadores incidem em problemas já apontados anteriormente. A questão da atribuição de responsabilidade ignora o funcionamento do mercado e as responsabilidades contratuais dos AAIs (com patente e insistente presunção de culpa do AAI apontada pelo regulador), logo deve ser afastada prontamente, enquanto a questão da amortização dos investimentos traz uma espécie de problema de “*free rider*”, clássico tópico na discussão sobre bens públicos

---

<sup>4</sup> Investimento não significa apenas emprego direto de capital, mas de cuidados, de atenção, de reciprocidade, melhores condições, relacionamento bilateral e assim em diante.

e bens privados. O regulador trata do aproveitamento de externalidades positivas como se fosse algo ruim para algum elo da cadeia, claro movimento que beneficia empresas maiores em detrimento de empresas menores.

Benefícios na capacidade de um AAI são usufruídos pelo próprio intermediador, então existe, sim, um retorno imediato de seus investimentos. No mercado, todo profissional de empresa treinado vai carregar consigo os conhecimentos aprendidos junto à empresa. Cabe à empresa administrar os riscos de quanta informação, tempo e capital quer investir no profissional e quais os retornos imediatos e mediatos que esse aumento de produtividade pode trazer.

Sobre a própria noção de “benefícios” é utilizada um significado causal, ou seja, de atribuição de causa e efeito que é irreal e depende da estrutura valorativa de cada um dos agentes de mercado. **A definição de benefício para o regulador é diferente da noção de benefício para um intermediador, que é diferente da noção de benefício de um AAI, o sucesso de um cenário de multivinculação é a possibilidade de coexistência harmônica de cada uma das preferências. Com a imposição normativa do que deve ser feito, somente alguns dos agentes de mercado conseguem se beneficiar (os maiores), causando verdadeiro fechamento de mercado.**

O grande problema normativo envolvido é a distribuição ou socialização de riscos individualmente assumidos, o que modifica o nível de eficácia das empresas no mercado, uma assunção por parte do regulador de que “não seria possível errar”. Ou seja, se uma empresa investiu em 99 AAIs e sentiu a melhora no relacionamento e capacidade de cada um deles, mas apenas 1 se desvinculou e beneficiou mais outro intermediador, então o mercado deve ser regulado para impedir esse cenário? É um completo absurdo.

No mesmo sentido, os benefícios são tratados como se saíssem da órbita terrestre, desconsiderando que assim com um intermediador A pode ser afetado, um intermediador B também pode, existe uma troca e cabe a cada um deles delimitar privadamente o tanto de risco que estão dispostos a correr e o tanto de benefício que esperam colher. O que, indiferentemente, no final das contas, irá beneficiar o mercado, com profissionais mais bem instruídos, mais bem equipados e mais capacitados, possibilitando maiores ganhos, inclusive, aos investidores finais. O mercado todo ganha com as externalidades positivas dos investimentos (como o próprio nome sugere são investimentos). O mercado acaba sendo obrigado a se nivelar por cima.

A proibição normativa de tal cenário impede que, no final, tanto AAls sejam mais bem investidos, bem como que intermediadoras usufruam dos retornos diretos e indiretos de seus investimentos.

### 3. ARGUMENTOS CONTRÁRIOS À EXCLUSIVIDADE DE VINCULAÇÃO

#### 3.1. Violação dos princípios constitucionais de livre iniciativa e livre concorrência

A Constituição Federal de 1988, estabelece, no rol de direitos fundamentais do art. 5º, no inciso XIII, que “**é livre o exercício de qualquer trabalho, ofício ou profissão, atendidas as qualificações profissionais que a lei estabelecer**”, ou seja preconiza a livre iniciativa no âmbito econômico. Ademais, “**a ordem econômica, fundada (...) na livre iniciativa**” observa o princípio de livre concorrência, de acordo com o art. 170, *caput* e inciso IV.

Posto isso, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), no âmbito do Ato de Concentração nº 08700.004431/2017-16, ressaltou que a exclusividade de AAls **tem gerado distorção no mercado**, analisado como exercício de poder de mercado, e sugeriu que a aprovação do Ato de Concentração mencionado fosse condicionada à vedação da exigência de exclusividade de AAI, observada a Instrução CVM 497.

A instrução da CVM em questão, portanto, segundo o entendimento do próprio CADE, viola, acima de tudo, direitos constitucionais. Nesse sentido a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica vem como desdobramento da normativa constitucional, para garantir os objetivos da Carta Maior. Como explica o Ministro Gilmar Mendes<sup>5</sup>, as normas não autoexecutáveis são as disposições constitucionais incompletas ou insuficientes, para cuja execução se faz indispensável a mediação do legislador, editando normas infraconstitucionais regulamentadoras. Os meios normativos, como a Declaração dos Direitos de Liberdade Econômica asseguram a eficácia da norma constitucional por meio de lei infraconstitucional que delimita sua abrangência.

---

<sup>5</sup> MENDES, Gilmar Ferreira. Curso de Direito Constitucional, 4ª ed. São paulo: Saraiva, 2009, p.49

Importante demonstrar como alguns dos principais *players* do mercado de investimentos e valores mobiliários tiveram significativos ganhos e aumento de representatividade durante o período em que vigorou a exclusividade trazida pela Instrução CVM 497. A XP Investimentos, inclusive parte entrevistada para o estudo em discussão, possuía relacionamento com parcela diminuta dos agentes autônomos de investimento, fato que se alterou exponencialmente desde 2011.

## ECONÔMICO Valor

### **Agente autônomo só poderá trabalhar com uma corretora (2011)**

(...)

“Cercamos bem esse tema da exclusividade, para facilitar a supervisão”, afirma o superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários da CVM, Waldir de Jesus Nobre. **A atividade de agente autônomo, que conta hoje com mais de 9,6 mil registros**, vem sendo alvo de reclamações recorrentes de investidores. Entre os principais problemas relatados, conta Nobre, estão a atuação dos agentes como administradores de carteira e até o uso de senhas dos clientes para realizar operações via home broker.

(...) Segundo o executivo, a XP – que tem o maior número de agentes autônomos do mercado, **cerca de 1.200 profissionais** – já imaginava que esse movimento da CVM fosse ocorrer e por isso já vinha se preparando, exigindo exclusividade e ao mesmo tempo criando outros investimentos e serviços para os seus agentes autônomos oferecerem, inclusive de outras instituições. Dessa forma, o agente pode manter a exclusividade com a corretora e ainda trabalhar com produtos de várias casas. “Já temos mais de 300 fundos de 50 gestores diferentes e mais de 50 produtos diferentes de renda fixa, fora seguro e previdência”, diz Benchimol.

Fonte: *Alessandra Bellotto, Valor Econômico*

Disponível em:

<https://www.marcosassi.com.br/agente-autonomo-so-podera-trabalhar-com-uma-corretora>

# ISTOÉ Dinheiro

## Revolução autônoma

(...) Em 2010, ao conhecer o modelo criado por Charles Schwab nos Estados Unidos, a empresa iniciou a mudança definitiva que a tornou uma rede de agente autônomos aconselhando os clientes a investir numa plataforma que é um verdadeiro shopping center virtual de produtos financeiros dos mais diversos perfis e de diversas instituições. **Agora, cerca de 85% dos agentes autônomos do Brasil estão ligados à XP.** “Diferentemente de outras empresas que se relacionam com escritórios de agentes, eu e o Guilherme já sentamos na outra cadeira”, diz Rogério Carvalho, sócio responsável pela rede de assessores da XP Investimentos. “Estamos construindo esse canal há 20 anos, na base de erros e acertos.”

O modelo parece estar tão provado que há relatos de conversas para criar estruturas de agentes em todos os grandes bancos. Até o tradicional Safra, conhecido por atender um perfil de cliente de alto poder aquisitivo, anunciou recentemente a entrada nesse segmento. Ou seja, a competição promete ser maior e não se restringir a corretoras e empresas voltadas para a bolsa. **O número de assessores ligados à XP cresceu 72,5% em dois anos, de 4 mil para 6,9 mil pessoas. Por mês, entram 200 assessores.** A maioria vinda de bancos”, diz Carvalho.

(...)

\* De 2020.

Fonte: Carlos *Eduardo Valim*, *Istoé Dinheiro*

Disponível em:

<https://www.istoedinheiro.com.br/revolucao-autonoma/>

Não é possível afirmar que não existem intermediadoras se beneficiando diretamente com a regra da exclusividade. A que custo?

Em 2011, antes da regra da exclusividade de vinculação, uma das maiores representantes do setor, a XP Investimentos estava vinculada a cerca de 1.200 profissionais, número que hoje já gira em torno de 7.000, sem que tenha ocorrido proporcional aumento no número de profissionais do mercado. O estudo questiona se a concentração de mercado (evidente e existente) não seria fruto de “seus modelos



de negócio e da arquitetura aberta das plataformas combinados com a presença de externalidade de rede”, a resposta simples para o questionamento gravita em torno do isolamento de fatores. A(s) empresa(s) que mais concentra o mercado possui tecnologia tão única capaz de afastar tecnicamente e tecnologicamente todos os outros competidores?

## Disputa no varejo

Com volume relevante sob gestão, BTG quer fatia de mercado liderado por XP



Fonte: *Valor Econômico*

Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/01/24/cade-autorizou-xp-investimentos-a-vincular-agentes-autonomos.ghtml>

### 3.2. Óbices à livre concorrência

O CADE, no parecer supracitado, trouxe à sua análise casos em que a exclusividade tem potencial efeito de fechamento de mercado, demonstrando a necessidade de análise da exclusividade e seus efeitos colaterais para o ambiente concorrencial.

Tendo apenas um fornecedor, os AAls trabalham em um ambiente de baixa concorrência. É de amplo conhecimento os prejuízos causados pela atuação de entes monopolísticos, independentemente do âmbito. Com a ausência de pressões competitivas, as intermediadoras sabem que os AAls não têm muitas opções de migração, então conseguem impor suas próprias pressões, procedimental e

contratualmente. A chance de ocorrerem abusos por parte das corretoras aumenta, enquanto a chance de melhorarem as condições *quid pro quo* com os AAls diminui.

Além disso, nessa situação de exclusividade, os investidores acabam sendo prejudicados, ficando expostos a uma gama de produtos com taxas e performances pouco transparentes, uma vez que são controlados e estabelecidos por uma quantidade concentrada de intermediadoras.

Com um mercado cada vez mais fechado e regulado, a viabilidade da própria atividade econômica, o que justifica o baixíssimo número de AAls/assessores de investimento no Brasil quando comparado com países de maior abertura concorrencial.

### 3.3. Violação à Declaração dos Direitos de Liberdade Econômica

Em outro aspecto, a menção da exclusividade na Instrução 497 da CVM viola o art. 4º, inciso I e II da Declaração dos Direitos de Liberdade Econômica (Lei 13.874), já que segundo este dispositivo, **o Estado “não pode criar reserva de mercado para um agente econômico, e nem redigir enunciados que impeçam a entrada de novos entrantes”**, algo que a regra de exclusividade da CVM contraria, ou seja, está incompatível com princípios gerais do ordenamento. Além desse, podem ser citados os arts. inciso IV do caput do art. 1º, o parágrafo único do art. 170<sup>6</sup> e o caput do art. 174 da Constituição Federal. Tais dispositivos, utilizados como embasamento do art. 1º da mencionada declaração.

Art. 1º, § 2º. Interpretam-se em favor da liberdade econômica, da boa-fé e do respeito aos contratos, aos investimentos e à propriedade todas as normas de ordenação pública sobre atividades econômicas privadas.

A presença de um dispositivo normativo como a regra de exclusividade, na presente discussão, viola dispositivo principiológico internalizado na ordem jurídica brasileira, logo é incompatível com dispositivos maiores e gerais do ordenamento, demonstrando benefícios particulares que contrariam a liberdade de mercado e autonomia.

### 3.4. Quebra de isonomia regulatória

---

<sup>6</sup> “É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei.”

Da perspectiva constitucional do princípio da isonomia, a regra de exclusividade é completamente incoerente. A CVM não exige exclusividade de gestores, analistas e consultores, profissionais em mercado semelhante (senão idêntico), muito menos em outros mercados, visto que tal comportamento normativo causa maior concentração no mercado, afrontando a livre iniciativa e livre concorrência preconizados na Constituição Federal.

**A exclusividade imposta não respeita o princípio da isonomia.** Esta premissa constitucional (CF/88 art. 5º caput), segundo a doutrina jurídica, possui uma tríplice finalidade limitadora, ou seja, direciona-se ao legislador, ao intérprete e ao particular. Neste sentido, o legislador, na sua função de edição normativa, não deve jamais afastar o princípio da isonomia, sendo inadmissível normas que criem diferenciações legais em situações fáticas isonômicas.

Além do dispositivo constitucional supracitado, a Lei 13.874, que institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica e estabelece garantias de livre mercado, estabelece que todas as normas de ordenação pública sobre atividades econômicas privadas devem ser interpretadas em favor da liberdade econômica (Art. 1, §2º), fato que não ocorre com a violação da isonomia (artificialidade regulatória contra a liberdade econômica).

O Ministro Luís Roberto Barroso, em argumentação sobre distribuição dos *royalties* de petróleo<sup>7</sup> afirma que tratar de maneira igualitária situações desiguais viola o princípio da isonomia. De maneira análoga<sup>8</sup>, portanto, tratar de maneira desigual (requisito de exclusividade) situações iguais (atividades contíguas) também o faria.

Ademais, a Comissão de Estudos da Concorrência e Regulação Econômica da OAB/SP (CECORE) em manifestação sobre a Instrução 497 da CVM pontuou assertivamente os seguintes tópicos sobre a questão da exclusividade sob a ótica da Lei nº 12.529, que estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência<sup>9</sup>:

---

<sup>7</sup> FEDERALISMO, ISONOMIA E SEGURANÇA JURÍDICA: INCONSTITUCIONALIDADE DAS ALTERAÇÕES NA DISTRIBUIÇÃO DE ROYALTIES DO PETRÓLEO. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/dl/parecer-luis-roberto-barroso-royalties.pdf>. Acesso em: 04 de fevereiro de 2021

<sup>8</sup> Pela prova por contraposição: “Se A, então B” é “se não B, então não A”.

<sup>9</sup> Manifestação da CECORE sobre a Instrução CVM 497. Disponível em: [http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2017/sdm0617CECORE\\_OABSP\\_18012018.pdf?fbclid=IwAR0uEEJtc3wN253kQgtsZ1Z7vMIL9C\\_Sh9FKoGt\\_2g53PZ6bepI0fwhod1gc](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2017/sdm0617CECORE_OABSP_18012018.pdf?fbclid=IwAR0uEEJtc3wN253kQgtsZ1Z7vMIL9C_Sh9FKoGt_2g53PZ6bepI0fwhod1gc)

O regime de exclusividade em tela, ainda que fosse permitida por lei, e não por ato administrativo normativo, encontraria óbice no artigo 36, §3º, III e V, da Lei nº 12.529/12. Nesse sentido, o Superior Tribunal de Justiça já consolidou o entendimento de que é inaplicável a exigência de exclusividade ao profissional liberal, ainda que por força de lei, vejamos:

PROCESSUAL CIVIL. RECURSO ESPECIAL. ADMINISTRATIVO. COOPERATIVA DE MÉDICOS. PACTO COOPERATIVO. CLÁUSULA DE EXCLUSIVIDADE. FIDELIDADE DO MÉDICO À COOPERATIVA DO PLANO DE SAÚDE. **1. Os contratos de exclusividade das cooperativas médicas não se coadunam com os princípios tutelados pelo atual ordenamento jurídico, notadamente à liberdade de contratação, da livre iniciativa e da livre concorrência.** (...) 4. Deveras, a Constituição Federal, de índole pós-positivista, tem como **fundamentos a livre concorrência, a defesa do consumidor, a busca pelo pleno emprego (art. 170, IV, V e VIII da CF)**, os valores sociais do trabalho e da livre iniciativa, bem assim, a dignidade da pessoa humana, como fundamentos do Estado Democrático de Direito (CF, art. 1º, incisos III e IV), com vistas na construção de uma sociedade livre, justa e solidária (CF, art. 3º, I) e **com ratio essendi dos direitos dos trabalhadores a liberdade de associação** (art. 8º, da CF). **Regras maiores que prevalecem a interdição à exclusividade.** (REsp nº 768.118-SC. Rel. Min. Luiz Fux. DJ: 11/3/2008).

DIREITO ECONÔMICO – LIVRE CONCORRÊNCIA – INEXISTÊNCIA DE VIOLAÇÃO DO ART. 535 DO CPC – UNIMED – COOPERATIVA DE SAÚDE – SUBMISSÃO IRRESTRITA ÀS NORMAS JURÍDICAS QUE REGULAM A ATIVIDADE ECONÔMICA – **CLÁUSULA DE EXCLUSIVIDADE PARA MÉDICOS COOPERADOS – IMPOSSIBILIDADE TANTO SOB O ASPECTO INDIVIDUAL QUANTO SOB O ASPECTO DIFUSO – INAPLICABILIDADE AO PROFISSIONAL LIBERAL DO § 4º DO ARTIGO 29 DA LEI N. 5.764/71, QUE EXIGE EXCLUSIVIDADE** – CAUSA DE PEDIR REMOTA VINCULADA A LIMITAÇÕES À CONCORRÊNCIA – VIOLAÇÃO, PELO TRIBUNAL DE ORIGEM, DO ART. 20, INCISOS I, II E IV; DO ART. 21, INCISOS IV E V, AMBOS DA LEI N. 8.884/94, E DO ART. 18, INCISO III, DA LEI N. 9.656/98 – **INFRAÇÕES AO PRINCÍPIO DA LIVRE CONCORRÊNCIA PELO AGENTE ECONÔMICO CONFIGURADAS.** (REsp nº 1.172.603-RS. Rel. Min. Humberto Martins. DJ: 4/3/2010).

### **3.5. Constituição de barreira de entrada para novos entrantes e para o crescimento das concorrentes de menor porte**

Além disso, conforme parecer apresentado pelo advogado Matheus Humberto Migliari Ramalho na Audiência Pública SDM no. 06/17, o requisito de exclusividade “priva os entrantes do acesso a um importante canal de distribuição de seus produtos. Por se tratar de um mercado de dois lados, os efeitos dessas exclusividades são ainda maiores, pois limitam as externalidades de rede percebida pelos usuários dos dois lados das plataformas concorrentes”.<sup>10</sup>

### 3.6. Contrariedade ao parecer do CADE

No mesmo sentido, no parecer do CADE<sup>11</sup> em que foi permitida a venda de 49,9% da XP Investimentos para o Itaú, **o órgão proíbe exigência de exclusividade em relação a ofertantes de produtos de investimento**, para não dificultar o acesso de outras plataformas abertas a esses insumos. Ressalta também que a intermediária não poderá exigir exclusividade em relação a agentes autônomos de investimentos, salvo nas situações exigidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O objetivo é facilitar a entrada de outras plataformas à rede de distribuição e facilitar ao consumidor final (investidor) a portabilidade para uma outra plataforma de investimentos de sua preferência.

### 3.7. Incapacidade operacional do AAI efetuar uma mudança organizada e amigável de Corretora

A exclusividade também prejudica os agentes à medida que leva à incapacidade operacional do AAI de efetuar uma mudança organizada e amigável de Corretora. Afinal, ocorreria de fato uma migração do funcionário à uma intermediária concorrente, que por atuar no mesmo segmento poderia obter vantagens, tal como treinamentos, informações desenvolvidas pela corretora anterior junto ao agente. Esta situação geraria uma impossibilidade de mudança operacional amigável, pois a com a imposição da exclusividade o agente precisa optar por uma em detrimento de outra, enquanto em um cenário de multivinculação a própria estratégia operacional e relacional com os AAIs tende a proporcionar maior harmonia com as demais concorrentes no mercado.

---

<sup>10</sup> Disponível em:

[http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2017/sdm0617Matheus\\_Ramalho\\_18012018.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2017/sdm0617Matheus_Ramalho_18012018.pdf). Acesso em: 02 de fevereiro de 2021

<sup>11</sup> Disponível em: <http://antigo.cade.gov.br/noticias/cade-autoriza-com-condicoes-participacao-do-itaun-no-capital-da-xp>. Acesso em: 02 de fevereiro de 2021

### **3.8. Impedimento de oferta de condições de investimento mais adequadas aos investidores: “*Best Execution*”**

Pensando na melhor e mais adequada oferta de investimentos aos investidores, de acordo com seu perfil (além de critérios de *suitability*), é fundamental que os AAIs tenham a possibilidade de optar pelos provedores que mais estejam em acordo com a pretensão do próprio investidor. Com a limitação da carteira oferecida pelo AAI pela vinculação exclusiva, o investidor perde investimentos mais adequados ao seu perfil.

A implementação de um modelo normativo que busca aumentar a transparência e a qualidade da relação entre os investidores e os prestadores de serviço, ao ter mais de uma opção de corretora para trabalhar, nos moldes dos já promulgados pela Security and Exchange Commission (SEC) nos Estados Unidos, pode ser um caminho possível se constatados problemas (e não criados artificialmente) no cenário de multivinculação. O AAI poderá oferecer aos investidores melhores condições e oportunidades mais indicadas ao seu perfil, as soluções seriam personalizadas, obtendo o melhor resultado no menor tempo possível.

### **3.9. Prejudica gestores de fundos, bancos pequenos e médios e empresas que querem captar recursos no mercado de capitais**

Do ponto de vista dos gestores de fundos, bancos pequenos e médios e empresas, a enorme concentração de mercado nas mãos de poucas intermediadoras, atrapalha e prejudica a captação de recursos no mercado de capitais, pois é pago um custo cada vez mais elevado, boa parte repassado aos investidores, para colocar seus produtos na referida plataforma de investimentos.

A exclusividade, ao proporcionar maior fechamento de mercado, como exposto acima, acaba modificando os cursos da demanda e da oferta. Com a demanda concentrada em algumas intermediadoras, a oferta é obrigada a se deslocar para tanto, observando as condições da intermediadora, o que, muitas vezes, pode gerar aumento dos custos de distribuição planejados, que, em última instância, serão repassados ao investidor.

### **3.10. Possibilita o direcionamento de produtos pela intermediadora**

Por conta da concentração o AI fica com alternativas bem mais restritas para apresentar aos seus clientes, e sua receita fica na dependência de apenas um canal de distribuição, de modo que é possibilitado o direcionamento de produtos pela própria intermediadora. Os movimentos dos AAI são restringidos e podem até justificar sua ausência, visto que o direcionamento é suprido pela própria intermediadora. Neste cenário podem ser observados maiores volumes de rescisão contratual e desvinculação, causando o prejuízo de muitos agentes e o aumento dos ganhos das intermediadoras, que mantém o capital dos investidores.

## 4. CRÍTICAS À METODOLOGIA

### 4.1. Lista de entrevistados

A primeira crítica metodológica e, possivelmente, uma das principais, gravita em torno do *pool* de entrevistados para o estudo. Na penúltima página (p.73) do estudo são listados 08 (oito) participantes de relevante presença e atuação no mercado, entre eles instituições financeiras, associações representativas de entidades do mercado financeiro, empresas de distribuição de valores mobiliários e gestão de investimento e, incrivelmente, **apenas um único agente autônomo de investimentos (AAI)**.

A metodologia utilizada para levantar informações sequer se propõe a abranger aspectos completamente únicos de cada um dos entrevistados. Não questiona, por exemplo, como os AAI se sentem em relação às condutas das grandes intermediadoras ou como se deu o desenvolvimento do relacionamento com as intermediadoras que opera. **Tópicos fundamentais para compreender aspectos qualitativos importantíssimos de apreciação do estudo.**

Em resumo, **COMO É POSSÍVEL FAZER UM ESTUDO CUJO OBJETO SÃO ROTINAS FUNCIONAIS E RELACIONAIS DOS AAIS CONSULTANDO SOMENTE UM REPRESENTANTE DELES?**

Um estudo que tenta “isolar” o objeto, com metodologia, em princípio científica incorre em basilares erros de premissa, tais como os que seguem.

### 4.2. Método objetivo

A proposta do estudo é uma análise “fotográfica” dos impactos de cada um dos cenários propostos, mensurando visuais impactos para cada uma das partes envolvidas, via de regra, reguladores, partes e mercado. Se estamos analisando pessoas e, portanto, suas ações, é impossível analisar fotograficamente, visto que a inclusão de pequenos estímulos muda os rumos de mercados e ações individuais ao longo do tempo<sup>12</sup>. **O que ocorre é uma série de pressuposição de valores da perspectiva dos reguladores e dos entrevistados que não necessariamente representam demandas reais dos agentes de mercado** (alocação de recursos econômicos espontânea e harmônica) que, todavia, seriam comprovados por meio da própria atividade econômica de cada um deles<sup>13</sup>.

Pela própria natureza dos entrevistados no estudo fica claro que as pretensões deles, enquanto, principalmente, empresas, serão diferentes de agentes autônomos pessoa física que buscam maior capilaridade e disponibilidade de investimentos para os investidores finais.

Um mercado com ativos e capital é extremamente entrópico e dinâmico, o entendimento fotográfico de um momento pode, de fato, mostrar algumas tendências, mas com centimétrica superficialidade. A análise momentânea de um preço, por exemplo, nada conta sobre a tendência de alta ou baixa de um ativo, sendo necessário observar cenários em um *continuum* temporal. Sendo fatos decorrentes direta ou indiretamente de ações humanas e, portanto, intencionais<sup>14</sup>, é impossível

---

<sup>12</sup> Para negar a proposição “é impossível fotografar as relações de mercado” é necessário assumir que comportamentos e ações são fatos pontuais no tempo e que a visão de um aspecto externo da ação compreende sua totalidade, inclusive pressuposições e valores internos dos agentes, cuja pretensão de negar (valores internos) causaria sua afirmação (prova por contradição).

<sup>13</sup> Das considerações de Luis Cappelozzi sobre metodologias estáticas no estudo da ação humana: “O método jurídico é recorrentemente desviado pela ideia vazia de que a metodologia de outras ciências funcionaria igualmente para si. (...) É necessário impedir que o estudioso se iluda recorrendo aos métodos da matemática, física, biologia ou história de forma equivocada ou imprecisa. E não se menospreza ou negligência os métodos dessas ciências, mas, pelo contrário, tenta-se compreendê-las e dominá-las da forma mais adequada possível.” CAPPELOZZI, Luis G. **Ontologia das regulações estatais: críticas teóricas e perspectivas praxeológicas**. Monografia publicada junto à Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, 2020, p.76.

<sup>14</sup> Intencionalidade aqui é referida como a capacidade de expectativa de um ser agente usar meios para atingir fins, nada dizendo sobre o valor positivo, negativo, melhor ou pior do objeto finalisticamente intencionado, nem sobre a capacidade do objeto satisfazer a pretensão do sujeito.



precisar tais fatos como pontos, sendo possível aferir-lhes caráter inteligível apenas a partir de certa linearidade e continuidade temporal.

#### 4.3. Equívoco da nominalidade

Um problema comum em estudos é a **oposição de conceitos pela nominalidade dos termos**, o que por si só não significa nada. Conceitos são utilizados como unidades de referência para transmitir informações do autor/proponente para o interlocutor, mas o que é exprimido no conceito não é estável, existe um aspecto de aproximação pela validação corriqueira na convivência social<sup>15</sup>. No estudo em análise são utilizados dois opostos: o primeiro seria o “cenário de exclusividade” e o outro um cenário “sem exclusividade”.

Deve existir um cuidado do leitor ao interpretar o material visto que a oposição pode causar afável sensação de “problema resolvido”. O primeiro erro é o conjunto de informações encaixado dentro de cada um dos conceitos: as premissas. Isso demonstra a necessidade de uma análise completa. Algo como: “Se exclusividade é negativo para o mercado, então a ausência dela não é negativa para o mercado (Se X, então Y; não Y, então não X)” é facilmente captado pelo leitor desavisado.

O ponto de atenção é o que é vinculado em cada um dos conjuntos e parece positivo pelo simples uso de palavras antônimas. **Existe um falso paralelo de cenários. Os cenários trazidos são mais próximos entre si do que uma real não exclusividade em mercado concorrencial e livre. Os cenários comparados no estudo são falsos antônimos, fruto da base de premissas inconsistentes.** As alterações se dão na margem, em caráter periférico, mas não central.

A resposta não está dentro do estudo, em sua proposta final, mas na análise técnica, atenta e externa de cada um dos pontos em questão, concluindo premissas fidedignas tanto quanto a razão possibilite.

#### 4.4. Equívoco dos blocos de análise

---

<sup>15</sup> Os fatos do mundo se resumem em estados de coisas, ou seja, tudo que ocorre é uma ligação de objetos. Pode parecer que algumas coisas subsistem por si próprias, mas se existe a possibilidade (“é possível que”), então o estado de coisas já está vinculado a elas. WITTGENSTEIN, Ludwig. **Tractatus Logico-Philosophicus**. Tradução de José Arthur Giannotti. Editora da Universidade de São Paulo. São Paulo, 1968, p. 55.

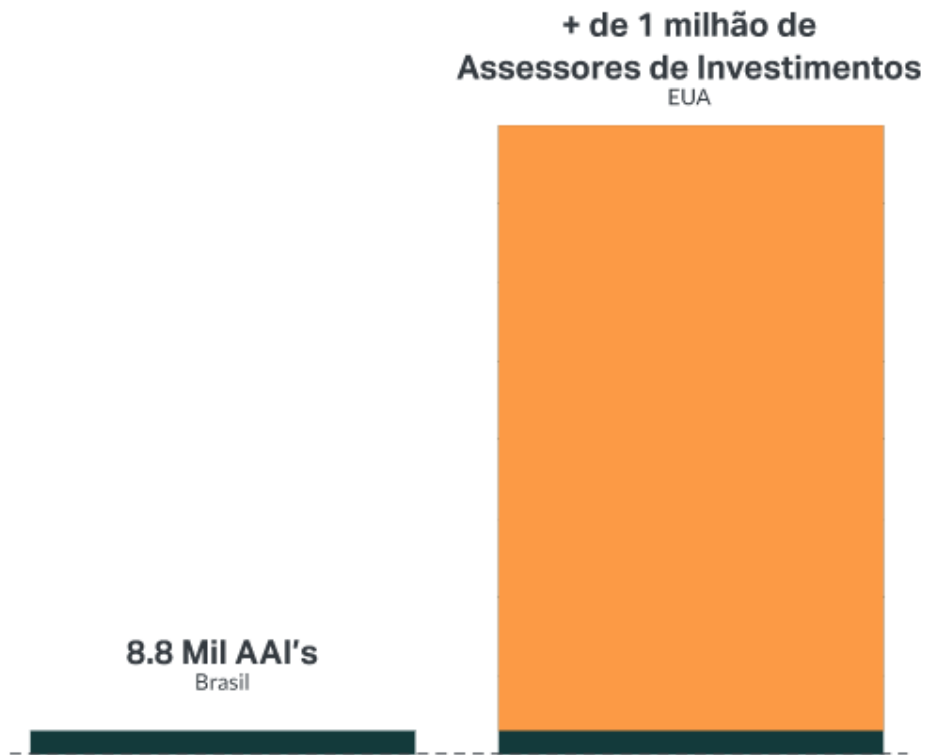
Continuando a discussão proposta no tópico anterior, é constatado outro problema: **a proposição de modelos prontos “em bloco” trava a adaptação do mercado para preservar o que é bom e excluir o que é ineficiente**. A discussão seria muito mais produtiva se possibilitasse a análise isolada de componentes de mercado e da atividade dos AAls, esta pretensa estabilidade contamina o restante das propostas/análises, posto que o aproveitamento de características positivas de um bloco pode ser afastado pela adoção de outro. A proposta pressupõe fatores “necessários” que, definitivamente, não o são.

Para um genuíno progresso teórico e econômico sobre o tema, é necessário realizar uma análise *bottom-up*, partindo dos elementos individuais (atribuições funcionais de mercado dos AAls, estudos de demanda REAL dos investidores, ofertantes no mercado etc.) e uma análise *top-down*, compatibilizando o perfil e o desenvolvimento do setor financeiro e do mercado de distribuição de valores mobiliários com cada um dos braços de atuação dos AAls, prezando sempre pelo desenvolvimento advindo da liberdade econômica, da livre iniciativa, da voluntariedade e da autonomia.

#### 4.5. Comparativos internacionais

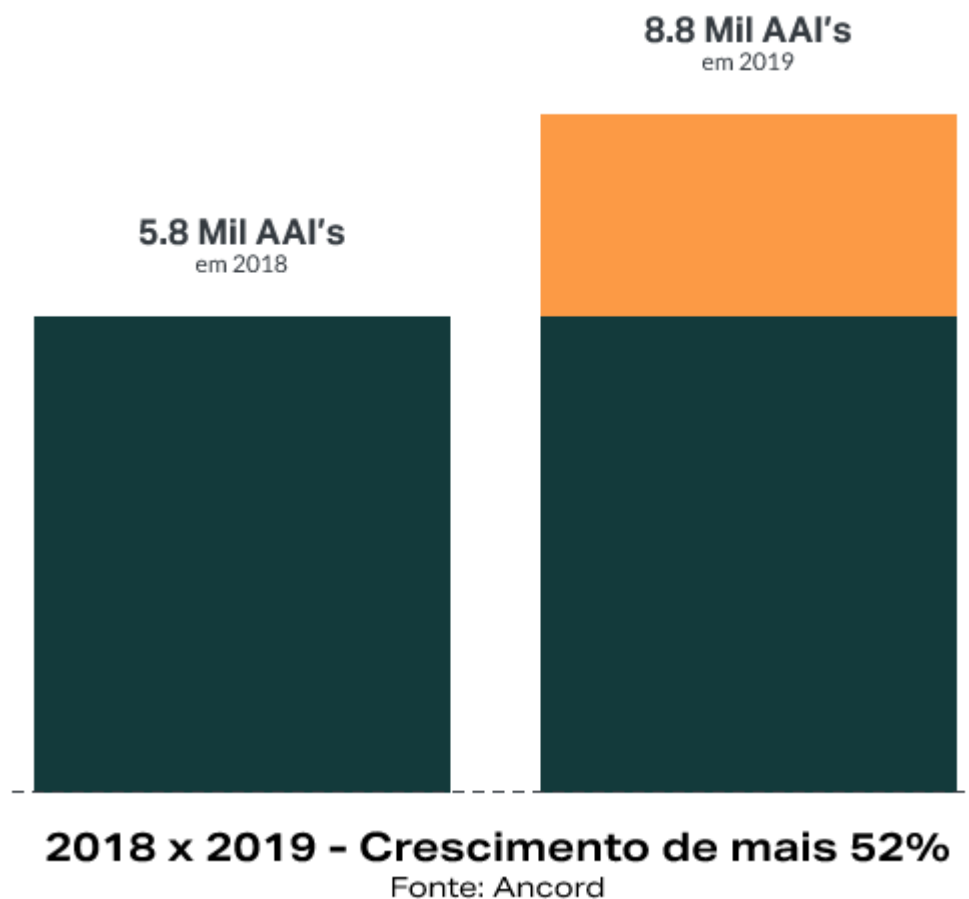
A comparação com modelos praticados na Austrália e EUA deve ser cuidadosa, visto que a análise simplista capta apenas poucas facetas de um fenômeno tridimensional poliédrico - **contexto social, práticas e costumes locais, desenvolvimento do sistema jurídico, conjunto legislativo, volume, significância e maturidade do mercado de investimentos**. Portanto, os exemplos comparativos são limitados, não implicam em ocorrências necessárias, tão somente possíveis (assim como infinitos outros).

Se algo é positivo ou aproveitável, deve ser entendido de forma sistemática e compatível, caso contrário será mera transposição infrutífera. As figuras abaixo demonstram mercados em maturidade completamente oposta.



**Brasil x EUA (2019)**

Fonte: Departamento do Trabalho EUA



#### **4.6. Conclusão da análise à metodologia**

A recomendação final, decorrente de imprecisa metodologia, torna o estudo apenas expositivo, mas impede qualquer conclusão produtiva. Igualmente, atinge maestria no grau de prolixidade em manter a exclusividade. Traz hipóteses factualmente improváveis, mas adversas ao cenário atual, o que não significa completa reforma da configuração do mercado de investimento, mas tão apenas o imbui de “mais do mesmo”. De forma simplificada, o fim da exclusividade com ressalva de consenso ou acordo entre múltiplos intermediários é factualmente impraticável e estrategicamente inviável.

## 5. CONCLUSÕES EM FAVOR DA LIBERDADE

A partir do exposto acima, fica notório que o fim da exclusividade é fundamental, em diversos aspectos, e para todas as partes envolvidas e afetadas pelo requisito. A ressaltar:

- Para o mercado, à medida que reduz a concentração de poder, a qual já beira o monopólio. O fato de poucas intermediadoras já concentrarem uma parcela significativa dos Agentes Autônomos indica que, possivelmente, existe um controle exercido pela falta de concorrência que limita e barra novos concorrentes. Tal configuração gera um desequilíbrio de mercado, prejudicial a todos seus agentes e aos investidores;
- Para os AAls, que não ficam completamente reféns de intermediárias. Trabalhar sob o regime de exclusividade é uma condição de risco aos AAls, pois estes dependem unicamente da intermediadora a qual estão atrelados ou dependem de uma variação de carteira (para fundos, por exemplo) que pode não ser imediatamente rentável ou volumosa suficiente. O negócio que conta apenas com um fornecedor também traz a insegurança de um desligamento repentino muito impactante, um dos jargões mais básicos dos investimentos é “**diversificação**”. Com o fim da exclusividade, os AAls teriam maior poder de barganha na negociação de comissões com os intermediários, as condições ruins oferecidas por um intermediador podem facilitar a captação dos AAls por outros intermediadores.

Ademais, a possibilidade de vinculação a mais de um intermediário para distribuição de valores mobiliários, aumentaria potencialmente o rol de produtos a serem distribuídos aos clientes com os quais tem interlocução;

- Os bancos, gestoras e empresas que emitem papéis e dívidas deixariam de ficar reféns de apenas um grande canal de distribuição. No cenário atual, para distribuírem algum fundo através de uma corretora, ficam obrigados a pagar o que a corretora pedir, pois o mercado é concentrado;
- Para os clientes/investidores, que terão um AAI livre para apresentar opções de investimentos em mais de uma corretora,

podendo optar pela melhor opção dentre uma grande variedade. Esta dinamização reequilibra o mercado, trazendo mais benefícios aos clientes finais que não ficam presos somente à intermediadora que detém o monopólio.

Com o fim da exclusividade, podemos perceber também muitas vantagens que o Agente Autônomo de Investimentos teria ao trabalhar com mais de uma corretora. Seriam elas:

- Maior segurança para o negócio, uma vez que o agente está ao lado do cliente, e não da corretora, ou seja, não está na mão de um fornecedor só. Na hipótese, por exemplo, de um mau atendimento por parte da intermediária, o agente autônomo não será prejudicado pois pode oferecer ao cliente produtos de uma outra corretora, não perdendo a possibilidade de ofertar bons investimentos ao investidor e ainda manter sua remuneração;
- Maior poder de negociação junto às corretoras, pois, no cenário atual de exclusividade e concentração, as intermediárias possuem domínio total do agente, ditando as regras. A extinção da exclusividade inverteria esta relação, possibilitando que o agente tenha mais espaço de negociação, extinguindo a relação de hipossuficiência forçada do AAI frente à corretora;
- Ampliação da prateleira de opções de investimentos e serviços a serem oferecidos ao cliente, aumentando a possibilidade de contratação e a quantidade de capital investido na economia;
- Autonomia do AAI. Desenvolvimento da percepção do agente de forma individualizada e, eventualmente, de sua marca. O agente não ficaria atrelado unicamente à imagem da corretora, pois trabalha por meio de várias. Neste sentido, se destacaria pelo seu trabalho individual em vez de o nome da empresa cujo fundo utilizou;
- Fortalecimento do discurso de independência junto aos clientes, pois o investidor e o agente autônomo têm a liberdade de, eventualmente, migrarem a uma intermediária mais conveniente.

Dessarte, o debate em questão se faz necessário uma vez que os AAls contribuem de forma relevante para: (i) o sucesso de diversas Corretoras de valores; (ii) a popularização dos investimentos em bolsa; (iii) o aumento do financiamento privado ao setor produtivo da economia; (iv) a melhora da educação financeira dos brasileiros; (v) a desbancarização e aumento da concorrência no setor financeiro; e (vi) **AUMENTO DA LIBERDADE.**

Conclui-se, portanto, que a extinção do requisito de exclusividade se mostra um passo indispensável à autonomia dos AAls e à valorização e respeito de sua atividade no mercado, cuja liberdade é comprovadamente substancial.

***“A fraternidade forçada destrói a liberdade.”***

***Frédéric Bastiat***

## **6. DA ANÁLISE NORMATIVA E REFERÊNCIAS PARA O ESTUDO**

Referido parecer é apresentado em caráter contextual, buscando um levantamento completo entre os materiais legais objeto de **hipóteses, atuação e regulamentação**, perpassando, mas não se limitando, pela Constituição Federal Brasileira (1988); Código Civil (Lei nº 10.406/02); Código de Defesa do Consumidor (1990); Convenção das Leis do Trabalho (2016); Diretriz Europeia 94/96/CE; “Protection and Electronic Documents Act - PIPEDA; Lei do Mercado de Capitais (1976); Lei de Habeas Data (1997); Lei de Acesso à informação (2011); Lei de Cadastro Positivo (2011); Lei de Defesa da Concorrência (2011); Marco Civil da Internet (2014); Declaração dos direitos de Liberdade Econômica (2019); (Medida Provisória nº 539/11; Decreto-Lei nº 1.783/80; normas, convenções, instruções da CVM, ANCORD e Junta Comercial do Estado de São Paulo; pareceres e decisões do CADE; decisões do Poder Judiciário; bem como normas frente ao Banco Central, Comissão de Valores Mobiliários; Código de Conduta Profissional da ANCORD, e a Secretaria da Receita Federal.