

Análise de Impacto Regulatório (AIR)

Requisito de exclusividade nas atividades de Agentes Autônomos de Investimento

Assessoria de Análise Econômica e
Gestão de Riscos (ASA)

Novembro de 2020

Elaboração: Equipe ASA

Contato: asa@cvm.gov.br

O presente estudo beneficiou-se de importantes comentários e contribuições feitas pelas Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI), Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM) e Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores (SOI), a quem agradecemos pelas discussões nas diversas fases do trabalho. As opiniões e conclusões apresentadas neste estudo são de seus autores e não necessariamente representam o posicionamento da Comissão de Valores Mobiliários ou de outras áreas da Autarquia.



ÍNDICE

SUMÁRIO EXECUTIVO	5
1. INTRODUÇÃO	7
2. CONTEXTUALIZAÇÃO	9
2.1. Evolução regulatória.....	9
2.2. A Audiência Pública SDM 03/10	11
2.2.1. Motivação	11
2.2.2. A regra de exclusividade	13
3. MAPEAMENTO DE PARTICIPANTES	20
3.1. Participantes registrados	20
3.2. Vínculos	24
4. PRÁTICAS DE MERCADO – REMUNERAÇÃO E SUPERVISÃO	31
4.1. Remuneração dos Agentes Autônomos de Investimento.....	31
4.1.1. Compra e venda de ativos mercados de bolsa.....	31
4.1.2. Ofertas Públicas.....	31
4.1.3. Renda Fixa.....	31
4.1.4. Cotas de Fundos de Investimento Abertos	32
4.1.5. Remuneração Eventual.....	32
4.2. Supervisão de AAls pelos Intermediários.....	33
4.2.1. Mercados regulamentados de valores mobiliários	33
4.2.2. Fundos de Investimento Abertos.....	34
4.3. Supervisão de outros aspectos da atividade	34
4.4. BSM Supervisão de Mercados	35
5. CONDOTA DE PARTICIPANTES – PANORAMA QUANTITATIVO	36
5.1. Reclamações na CVM	36
5.2. Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízo.....	37
5.3. Processos Administrativos Disciplinares.....	38
5.4. Supervisão Baseada em Risco – Distribuição de cotas.....	38
5.5. A instrução 505 – Potencial fator de confusão?.....	39



6. ASPECTOS ECONÔMICOS DA ATIVIDADE DE INTERMEDIÇÃO	42
6.1. Mercados de dois lados.....	42
6.2. Remuneração na Distribuição de produtos financeiros.....	46
7. MAPEAMENTO DE BENCHMARK INTERNACIONAL	51
7.1. Estados Unidos	51
7.2. União Europeia.....	52
7.3. Austrália	54
8. ANÁLISE DE IMPACTO.....	56
8.1. Descrição dos cenários	56
8.2. Cenário 1 – Exclusão da regra de exclusividade	56
8.2.1. Custos	56
8.2.1.1. Custos de <i>Compliance</i>	56
8.2.1.2. Custos Financeiros	57
8.2.1.3. Custos Indiretos	57
8.2.1.4. Custos de Oportunidade	59
8.2.1.5. Custos Macroeconômicos.....	59
8.2.2. Benefícios.....	59
8.3. Cenário 2 – Expansão da exclusividade	60
8.3.1. Custos	60
8.3.1.1. Custos de <i>Compliance</i>	60
8.3.1.2. Custos Financeiros	61
8.3.1.3. Custos Indiretos	61
8.3.1.4. Custos de Oportunidade	62
8.3.1.5. Custos Macroeconômicos.....	62
8.3.2. Benefícios.....	62
8.4. Recomendação.....	63
9. CONCLUSÃO	68
10. REFERÊNCIAS.....	70
LISTA DE PARTICIPANTES ENTREVISTADOS	73



SUMÁRIO EXECUTIVO

A edição da Instrução CVM 497/11 marcou a última grande reforma do instrumento legal que disciplina os principais aspectos da atividade de Agentes Autônomos de Investimento. Dentre as várias mudanças trazidas pela referida instrução, uma das mais notáveis foi a introdução do requisito regulatório de exclusividade de vínculo entre agente autônomo e intermediário para a distribuição de valores mobiliários (exceto cotas de fundos de investimento abertos).

O objetivo de tal requisito regulatório de exclusividade era evitar que a potencial multiplicidade de controles aos quais um agente autônomo de investimento pudesse estar sujeito acabassem atrapalhando a fiscalização deste tipo de participante pelo seu contratante, o intermediário de mercado. Paralelamente, as obrigações e responsabilidades dos intermediários perante os clientes aumentaram (inclusive por atos praticados por seus prepostos).

Ciente de que o requisito regulatório de exclusividade era (e ainda é) um assunto relevante, a CVM decidiu que ele deveria ser objeto de um estudo de análise de impacto regulatório, de modo a subsidiar discussões acerca do referido requisito no âmbito da reforma de norma que regulamenta a atividade. O presente trabalho trata disso.

Na última década, embora a maior parte dos escritórios de agentes autônomos de investimento continuem tendo poucos sócios, já é perceptível o crescimento de escritórios com estruturas mais complexas (e que possuem mais sócios), bem como o surgimento de alguns escritórios com mais de duas centenas de sócios.

Embora, havendo requisito regulatório de exclusividade ou não, a maioria dos agentes autônomos de investimento se vinculem a somente um intermediário, é notável que existem escritórios cujos modelos de negócio implica a vinculação a diversos intermediários.

Práticas de remuneração do agente autônomo, bem como os modos de fiscalização deste pelo seu intermediário contratante, embora estipuladas em contrato de maneira livre, são relativamente uniformes, conforme aferimos através de entrevistas com participantes.

Uma notável melhora na conduta dos agentes autônomos de investimento a partir de 2012 coincide com a edição da Instrução CVM 497/11, bem como da Instrução 505/11, que banuiu a execução de negócios sem ordens prévias. Este fato, aliado à introdução do modelo de negócio popularmente conhecido como “arquitetura aberta” e a evolução tecnológica dificulta sobremaneira a identificação da causa preponderante na melhoria de conduta relatada acima.

Ao analisar como jurisdições estrangeiras tratam o assunto da exclusividade, percebe-se que não há uniformidade de tratamento: a regulação europeia obriga em regulação a exclusividade de vínculos enquanto os mercados americano e australiano não. Não obstante, qualquer que seja o cenário, observamos que a presença de vinculação exclusiva é majoritária nestes mercados.



Ainda, realizamos uma rápida revisão de literatura sobre os incentivos que surgem das formas de remuneração na distribuição de produtos financeiros, bem como as respostas regulatórias que alguns países têm tomado. As formas de remuneração parecem ser o principal driver de incentivos dos participantes e o custo econômico para os investidores parece não ser desprezível.

Jurisdições ao redor do mundo buscam tratar este assunto com medidas que vão desde (i) a *transparência* clássica, passando por (ii) *regras de transparência e divulgação de informações* desenhadas para maximizar a *conscientização* do investidor sobre tais conflitos, ou mesmo (iii) a proibição de formas e fontes de pagamento.

Entendemos, apesar de não ser o foco deste estudo de análise de impacto regulatório, que aperfeiçoamentos nas regras de remuneração, tais como as relacionadas à transparência, podem trazer benefícios significativos na qualidade da prestação dos serviços aos investidores.

Finalmente, empreendemos uma análise de custo benefício em dois cenários acerca do requisito regulatório de exclusividade: um de relaxamento do requisito (nos moldes do mercado americano e australiano) e o outro de expansão do requisito regulatório de exclusividade (de modo semelhante à regulação europeia).

Uma vez que a exclusividade de vínculo pode surgir de maneira natural entre participantes de mercado, conforme a experiência empírica indica (é este o caso nos EUA e Austrália), bem como que o contexto normativo, tecnológico e de modelos de negócios atuais são diversos dos encontrados pela CVM na edição da Instrução CVM 497/11, entendemos ser razoável a recomendação de retirada do requisito regulatório de exclusividade, desde que a multivinculação ocorra de comum acordo entre os participantes envolvidos e potenciais conflitos sejam endereçados nos contratos de prestação de serviço (por exemplo: utilização de *research* contraditório, responsabilidade por gravação de ligações, entre outros).



1. INTRODUÇÃO

A regulação é o instrumento por meio do qual o Estado intervém no comportamento dos agentes e cujo objetivo trata-se de promover aumento da eficiência, de segurança, crescimento econômico e ganhos de bem-estar social. No entanto, se utilizada de modo arbitrário e desproporcional, a regulação pode gerar efeitos nocivos substanciais aos mercados e à sociedade como um todo.

A Análise de Impacto Regulatório (AIR) é um instrumento voltado à melhoria da qualidade regulatória. Consiste num processo sistemático de análise baseado em evidências que busca avaliar, a partir da definição de um problema regulatório, os possíveis impactos das alternativas de ação disponíveis para o alcance de objetivos pretendidos. Tem como finalidade orientar e subsidiar a tomada de decisão e, em última análise, contribuir para que as ações regulatórias sejam efetivas e eficientes.

Uma AIR deve ser realizada sempre que o regulador identificar um **problema regulatório** que possa demandar a adoção ou alteração de atos normativos ou algum outro tipo de ação com potencial de influir sobre os direitos e obrigações dos agentes econômicos, de consumidores ou dos usuários dos serviços prestados pelas empresas do setor regulado.

Um componente-chave em qualquer AIR é o correto entendimento e delineamento do problema que inicialmente chamou a atenção do regulador. Trata-se do ponto de partida para todo o trabalho analítico que será desenvolvido ao longo da AIR. Somente a partir de uma definição clara do problema, de suas causas e consequências será possível identificar as possíveis soluções e escolher a melhor alternativa de ação (incluindo a alternativa de não ação) para atingir os objetivos desejados.

O presente estudo de Análise de Impacto Regulatório foi motivado pela frequente observação de que a distribuição dos vínculos entre Agentes Autônomos de Investimento e Intermediários, que apresenta uma notável concentração, alegadamente seria causada pelo requisito regulatório de exclusividade contratual entre AAI e Intermediário para a distribuição de valores mobiliários, com exceção da distribuição de cotas de fundos de investimento (Art. 13, I e §2º do mesmo artigo, da Instrução CVM 497).

A Lei Nº 6.385/1976 atribui à CVM o dever de regular os participantes supracitados, na medida em que estipula em seu artigo 15 que dentre os membros do sistema de distribuição de valores mobiliários se incluem *“III – as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão;”*. Em seguida, o artigo 16 estabelece que depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários o exercício da, entre outras atividades, *“III – mediação ou corretagem de operações com valores mobiliários;”*.

Atualmente, a Instrução CVM 497/11, com suas posteriores alterações, regula os principais aspectos relativos à atuação dos Agentes Autônomos de Investimento, tais como requisitos para concessão e cancelamento de registro, formas de organização, rol de atividades permitidas, deveres do intermediário contratante e papel da entidade credenciadora.



De maneira resumida, os Agentes Autônomos de investimento são pessoas naturais que atuam na captação de clientes (e possivelmente no posterior assessoramento¹ dos mesmos) para intermediários (principalmente corretoras e distribuidores de valores mobiliários). Estes profissionais atuam sempre na condição de **prepostos** desses intermediários e são usualmente remunerados num regime de comissionamento (de modo que sua compensação está diretamente ligada ao volume financeiro captado).

Buscamos avaliar, à luz da evidência empírica e da teoria econômica disponível, a hipótese de que o requisito regulatório de exclusividade causa a referida concentração, avaliamos a pertinência de uma alteração normativa e, em caso afirmativo, qual a melhor alternativa dentre as consideradas.

O presente estudo está dividido em 8 seções, incluindo esta introdução. Na seção 2 recuperamos a evolução histórica das normas diretamente ligadas às atividades de agentes autônomos de investimento. A seção 3 contém um mapeamento dos registros de agentes autônomos de investimento e intermediários, bem como dos vínculos entre eles. A seção 4 consolida práticas de mercado (como formas de remuneração e supervisão) que não são prescritas de maneira taxativa na regulação. A seção 5 contém dados sobre a conduta de AAls sob diferentes óticas e fornece uma potencial alternativa (ou complemento) para explicar a melhora observada na conduta destes participantes. A seção 6 explora os aspectos econômicos da atividade de distribuição de produtos financeiros, especificamente o modelo de negócios conhecido como “plataforma aberta” e formas de remuneração. A seção 7 trata da análise das regulações afins em algumas jurisdições estrangeiras. A seção 8 intenta uma análise de custo benefício em dois cenários distintos relativos à regra de exclusividade de vínculo entre AAls e intermediários. A seção 9 conclui o estudo.

¹ Assessoramento deve ser entendido como a prestação de informações acerca de produtos disponibilizados pelos intermediários e o auxílio na transmissão de ordens.



2. CONTEXTUALIZAÇÃO

2.1. EVOLUÇÃO REGULATÓRIA

A primeira vez que a expressão Agente Autônomo aparece em um documento regulatório se dá na Resolução CMN nº 76, de 22/11/1967, que define:

*“(...) VI – Serão consideradas **agentes autônomos** e deverão registrar-se previamente em instituição financeira autorizada à prática das operações previstas nesta Resolução, as pessoas físicas que se dedicarem, **sem vínculo empregatício**, à atividade de venda ou colocação de títulos por conta de Sociedade Distribuidora, observadas as seguintes condições:*

- a) a instituição financeira que registrar agente autônomo ficará responsável pela remessa ao Banco Central de informações cadastrais, em formulários por este aprovados, e comunicará mensalmente qualquer alteração no referido quadro, esclarecendo, obrigatoriamente, os motivos dos eventuais afastamentos;*
- b) é vedada aos agentes autônomos a prática, em seus próprios nomes, dos atos descritos no item I, **devendo suas atividades restringir-se às de agentes vendedores ou colocadores por conta das sociedades e firmas cuja atividade esteja prevista na presente Resolução;**(...)”*

Nota-se, de pronto, que desde a sua primeira aparição formal, a atividade de agente autônomo está intimamente ligada a uma instituição do sistema de distribuição e que o agente autônomo atua sempre em nome desta, nunca em seu próprio nome.

A Resolução CMN nº 238, de 24/11/1972, revoga os itens da Resolução CMN nº 76 que tratam dos agentes autônomos ao mesmo tempo que regula de maneira mais abrangente a atividade citada. Além de estabelecer formalmente a nomenclatura Agente Autônomo de Investimento (AAI, daqui em diante), a Resolução inova, entre outros, nos seguintes pontos:

- Estabelece obrigatoriedade de que o contrato entre Sociedades Credenciadoras e AAIs contenha cláusula que responsabilize aquelas pelo exame e fiscalização dos atos e operações (decorrente do contrato) do agente autônomo;
- Lista o rol de atividades permitidas ao AAI, a saber: *“colocação ou venda de títulos e valores mobiliários registrados no Banco Central do Brasil, ou de emissão ou coobrigação de instituição financeira”, “colocação de cotas de fundos de investimento” e “outras atividades expressamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil”.*

² O item I da Resolução CMN nº 76 faz referência ao artigo 16, §2º, da Lei nº 4.728, que define o que se entende por “colocação ou distribuição de títulos ou valores mobiliários (...)”.



- Estabelece obrigatoriedade de que o AAI deverá receber pagamento dos clientes somente por meio de cheque nominativo a favor da sociedade pela qual é credenciado e; veda o recebimento, pelo AAI, de depósitos, dinheiro ou títulos dos clientes.
- Estabelece que AAIs poderão ser credenciados, no máximo, por cinco sociedades e que as Bolsas de Valores poderão estabelecer limitações aos contratos de agenciamento em que sejam partes as sociedades corretoras.
- Estabelece a necessidade de aprovação, pelo pretendente a AAI, em exame “de matérias concernentes a Mercado de Capitais e respectiva legislação”.

A Resolução CMN nº 2838, de 30/05/2001, marca a entrada da Comissão de Valores Mobiliários na regulação direta da atividade dos AAI. Neste documento o Conselho Monetário Nacional explicita que passa a ser da Comissão a autorização para exercício da atividade. Esta, por sua vez, regula a atividade pela 1º vez através da Instrução CVM nº 352, de 25/06/2001.

Esta instrução tem, entre suas principais inovações, as seguintes:

- Possibilidade de exercício da atividade de AAI por meio de Pessoa Jurídica, desde que uniprofissional (ou seja, objeto social exclusivo sendo a atividade de AAI) e que tenha como sócios somente outros AAI;
- Explicitação do dever de manter o sigilo de informações confidenciais a que tenha acesso no exercício da função;
- Explicitação da vedação de atuar como contraparte de clientes, a menos de autorização prévia destes;
- Possibilidade de contratação da atividade de administração de recursos para o cliente, desde que o AAI tivesse o devido credenciamento na CVM e de que explicitasse ao cliente a dupla atividade e o conflito de interesse que dali surgia;
- Explicitação da responsabilidade do AAI (seja Pessoa Física ou Jurídica), civil e administrativamente, por prejuízos resultantes de seus atos, sem prejuízo da responsabilização do membro do sistema de distribuição ao qual aquele estivesse vinculado.

Pouco mais de um mês após a edição da Instrução CVM 352, a Comissão editou a Instrução CVM 355, de 01/08/2001, que fez ajustes pontuais na antiga norma, em especial sobre a forma de envio de informações dos AAI para a Comissão.



Em 22/06/2006 a Comissão editou a Instrução CVM 434, que revogou integralmente a Instrução CVM 355 e passou a regular a atividade de AAI. Entre as principais inovações da nova instrução, estão:

- Possibilidade de que AAI Pessoa Jurídica tenha como sócios pessoas que não sejam AAI, desde que sua participação não ultrapasse 2% do capital social e que estes não exerçam função de gerência, administração ou “por qualquer modo participem das atividades que constituam o objeto social”.
- Explicitação de que um mesmo AAI Pessoa Física não seja sócio de mais de uma sociedade de AAI.
- Possibilidade de que o AAI possa contratar com clientes a prestação de serviço de análise ou consultoria de valores mobiliários, caso tenha o credenciamento para estas atividades.
- Restrição de que o AAI somente possa contratar com cliente o serviço de Administração de Carteira se tiver o devido credenciamento e se não estiver vinculado, direta ou indiretamente, a nenhum membro do sistema de distribuição (ou seja, não poderia mais exercer as duas atividades concomitantemente).
- Explicitação de que a instituição intermediária ao qual o AAI é vinculado é responsável pelos atos praticados pelo AAI como seu preposto, desde que falhe no seu dever de fiscalização sobre os atos praticados pelo AAI.

2.2. A AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM 03/10

2.2.1. MOTIVAÇÃO

Em 21/06/2010 a CVM publicou o edital de audiência pública nº 03/10 com vistas a receber contribuições do público acerca da elaboração de nova regulação sobre a atividade de AAI.

A audiência pública SDM N° 03/10 explica que a utilização de AAI pelos intermediários teria se mostrado um importante instrumento de distribuição para estes, uma vez que intermediários são concentrados nos maiores centros urbanos e os AAI permitiram o alargamento da base de clientes, através da prospecção em outras regiões.

No entanto, embora o AAI sempre seja um preposto do intermediário, exercendo função eminentemente comercial e muitas vezes sendo remunerado a partir da movimentação dos clientes, não era raro que ele fosse depositário da confiança destes e assumisse funções de consultoria e de gestão de carteira, situação clara de conflito de interesses³. Tais conflitos fragilizavam, em especial, a situação dos clientes.

³ O conflito de interesses mencionado ocorre porque, ao ser remunerado pelo intermediário a partir do volume de negócios gerados, o AAI que atue simultaneamente como administrador ou consultor de valores mobiliários para um investidor, tem incentivo a: (i) na qualidade de administrador, ‘movimentar’ a carteira do cliente para gerar volume de negócios – aumentando a remuneração recebida através do intermediário e/ou; (ii) na qualidade de consultor, recomendar um produto não necessariamente visando a real necessidade do investidor, mas buscando maximizar sua receita comissionada.



O conflito supracitado, quando combinado com a situação de pressão concorrencial entre intermediários, levava ao entendimento incorreto de que o cliente era do agente autônomo, servindo o intermediário apenas para operacionalizar o acesso ao mercado. Essa lógica não era considerada aceitável do ponto de vista da regulamentação, posto que toda a estrutura regulatória de proteção ao investidor foi construída a partir da criação de obrigações e responsabilidades para os intermediários, que funcionam como *gatekeepers*, inclusive sendo obrigados pela regulamentação⁴ a monitorar atividades dos clientes e reportar para os reguladores indícios de irregularidades.

Essa confusão sobre papéis e responsabilidades gerava riscos significativos para todos os participantes envolvidos no processo de distribuição: (i) clientes tinham dificuldade para, em caso de ocorrência de problemas diversos, comprovar o ocorrido e recorrer às salvaguardas institucionais; (ii) AAIs acabavam sendo chamados a assumir responsabilidades, inclusive de ordem financeira, que não coadunavam com as atividades desenvolvidas e; (iii) intermediários assumiam riscos perante reguladores e entidades autorreguladoras, além de não conseguirem administrar de maneira adequada a exposição de clientes.

A CVM então propôs uma minuta de norma que foi submetida a apreciação pública. As principais mudanças propostas na minuta em relação à norma vigente à época, a Instrução CVM 434, foram:

- Definição taxativa das atividades permitidas ao AAI, em contraposição à definição genérica de “distribuição e mediação” de valores mobiliários
- Definição do AAI como a pessoa natural que presta o serviço, em contraposição à possibilidade de AAI Pessoa Jurídica. A possibilidade de prestar serviço por meio de uma pessoa jurídica continuaria permitida, mas a rigor, AAI é a pessoa natural. Além disso, a pessoa jurídica só poderia ter como sócios pessoas naturais registradas como AAI, ao contrário da possibilidade prevista na Instrução CVM 434, que admitia sócios não-AAI.
- Explicitação da responsabilidade regulatória dos intermediários perante os clientes, em contraposição à responsabilização do AAI perante o cliente.
- Regra de exclusividade entre AAI e Intermediário (tendo em vista o aumento da carga regulatória sobre o intermediário e multiplicidade de controles internos num cenário multi-vínculos). A esse respeito, a audiência pública insta interessados a externar impressões sobre a regra de exclusividade no contexto de distribuição de fundos de investimento.
- Definição e reconhecimento de entidades credenciadoras.

A seção 3 do Relatório de Análise da Audiência Pública SDM 03/10 traz um resumo dos comentários à minuta feitos por interessados, bem como o entendimento da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM) da CVM em relação a estes comentários. A subseção 3.10.1 do referido documento versa sobre a regra de exclusividade, na qual focaremos a seguir.

⁴ Instrução CVM 387/03 (posteriormente revogada pela Instrução 505/11) e Instrução CVM 301/99.



2.2.2. A REGRA DE EXCLUSIVIDADE

De todos os interessados que submeteram comentários em resposta à audiência pública, dois manifestaram-se a favor da regra de exclusividade tal como proposta: BM&FBovespa e BSM (Bovespa Supervisão de Mercados). Um número relevante de participantes da audiência pública se manifestou contrariamente à regra, por diversos motivos e propondo diversas alternativas. A seguir, a Tabela 1 e Tabela 2 buscam resumir os argumentos contrários à regra de exclusividade e as alternativas propostas, respectivamente, bem como os comentários da SDM à época.

Tabela 1 - Potenciais problemas aventados por participantes da audiência pública SDM 03/10

Potenciais problemas apontados por participantes da audiência Pública	Comentário SDM
Ausência de concorrência entre mais de um intermediário prejudicaria o investidor, uma vez que este não teria acesso a melhores preços nem à possibilidade de mitigar seu risco distribuindo investimentos em mais de uma corretora. Intermediários poderiam passar a impor “metas” aos AAI em detrimento do investidor.	<p>Cenário de multipreposição não cria a melhor alternativa ao cliente. Em mercados de bolsa, os melhores preços são ofertados a todos os participantes e a distribuição de investimento em diferentes intermediários não implica necessariamente em diminuição de risco – de qualquer forma, não existe vedação para que o investidor opere por mais de um intermediário.</p> <p>Imposição de “metas” por intermediários a AAI em detrimento de investidores parece não ser argumento razoável, uma vez que a minuta da norma aumenta responsabilidade do intermediário em relação aos clientes captados por AAI.</p>
Intermediários teriam dificuldades de cumprir legislação trabalhista e previdenciária.	Tal risco deve ser administrado pelo intermediário. De qualquer forma, AAI sempre realizou atividade no regime de preposição.
Corretoras especializadas em um único segmento	Tal argumento tem sido apresentado em defesa de AAI que gostariam de ofertar um leque mais amplo de produto. Nesse caso, porém, eles acabariam de assumir a posição de verdadeiros intermediários, que é exatamente o que a CVM busca evitar. Potenciais benefícios a clientes não parecem compensar os riscos decorrentes da pouca supervisão e controle por parte dos intermediários.



Potenciais problemas apontados por participantes da audiência Pública	Comentário SDM
<p>O vínculo com mais de um intermediário redundante em AAI mais atualizado e melhor fiscalizado.</p>	<p>Tal assunção não corresponde necessariamente à realidade. A concorrência parece já induzir a atualização constante dos AAls. Do ponto de vista da supervisão, é fato que um intermediário tende a encontrar restrições para supervisionar AAI que também prestar serviço para outro intermediário.</p>
<p>Excesso de poder se concentraria nas mãos dos intermediários no momento da contratação do AAI – estes intermediários, segundo manifestações de diversos participantes, perpetram diversos abusos contra os AAI.</p>	<p>O principal alvo da norma é o aumento da qualidade e da segurança na distribuição de instrumentos financeiros. Para tal, foram criadas novas obrigações para os intermediários, de modo a reforçar a responsabilidade destes – a CVM entende que muitas dessas obrigações tendem a desestimular práticas muito mais agressivas adotadas pelos intermediários.</p>
<p>Exclusividade da forma como proposta privilegiaria AAls vinculados a corretoras de conglomerados financeiros, enquanto AAls já estabelecidos podem perder seus clientes</p>	<p>A crítica, aparentemente, se baseia em dois pontos: (i) a capilaridade de que já dispõem conglomerados financeiros e (ii) a disponibilidade, aos AAI que atuam para estes grupos, de um leque maior de produtos.</p> <p>O risco de permitir a multipreposição do AAI para que enfrentem a concorrência dos conglomerados é exatamente transformar AAI em verdadeiros intermediários, mas não sujeitos à fiscalização e acompanhamento de contratantes. A crítica parte, na opinião da CVM, do pressuposto errôneo de que é o AAI que oferece um amplo leque de produtos a seus clientes.</p>
<p>Regra de exclusividade resultará na extinção do AAI PJ</p>	<p>A minuta prevê a pessoa jurídica como forma legítima de organização para a prestação de serviço. Não obstante, a figura do AAI PJ tem trazido diversos problemas, sobretudo no que tange à transparência da estrutura de distribuição. Vale reiterar que a CVM entende ser ilegal o uso da possibilidade de constituição de PJ para desenvolvimento de atividades típicas de intermediários;</p>
<p>Regra de exclusividade conflita com PQO da Bolsa, que preveria maior flexibilidade para AAI PJ ou distribuidor de fundos</p>	<p>A CVM não enxerga tal conflito.</p>
<p>Realidade do agente vinculado português é muito diferente da do AAI no Brasil, vez que aquele só é responsável por apresentar o cliente, sendo inclusive impedido de adentrar as dependências do intermediário.</p>	<p>Tal objeção não é correta. O regime português foi adequado às regras do MiFID, de acordo com as quais os chamados “<i>tied agents</i>” prestam serviços bastante similares aos previstos na minuta da norma. De toda maneira, a norma serviu de inspiração, mas não se trata de uma cópia da regulamentação estrangeira.</p>



Tabela 2 - Potenciais alternativas à regra de exclusividade, segundo participantes da audiência pública SDM 03/10

#	Alternativas à regra de exclusividade	Comentário SDM
1	Maior transparência para clientes no que diz respeito aos vínculos e à atuação dos AAI	CVM entende que apenas a transparência para os clientes não é capaz de eliminar as barreiras à supervisão efetiva pelos intermediários.
2	Adesão à regra de exclusividade deve ser opção do intermediários	Tendo em vista o padrão de concorrência no mercado, apenas intermediários com base de clientes já significativas tenderiam a migrar para a exclusividade se esta fosse facultativa. Nos demais, a concorrência tenderia a se tornar ainda mais predatória – estes, aliás, poderiam continuar a viabilizar, de modo irregular, a existência de verdadeiras “corretoras informais”, como hoje vem ocorrendo;
3	Regime de vinculação do AAI a um intermediário deveria levar em conta o tipo de produto, tipo de segmento ou tipo de mercado de atuação.	Sugere-se aqui, algumas exceções à regra de exclusividade. A CVM entende que, uma vez que os intermediários têm acesso a um leque muito parecido de produtos, tais exceções não se justificariam. Mais do que isso, elas poderiam começar a colocar em xeque o regime criado.
4	Criação de soluções para a migração de clientes entre um intermediário e outro	A proposta, que foge ao escopo da norma, visa facilitar a migração de carteiras realizada por AAIs, estimulando o modelo em que a relação direta entre intermediário e cliente perde relevância.
5	Exceção à regra de exclusividade: <ul style="list-style-type: none"> • AAI distribuidores de fundos • AAI distribuidores de Renda Fixa • AAIs PJ • AAI cujos clientes sejam Investidores Qualificados • AAIs que atuem como “alocadores de recursos” 	A CVM entende que algumas das exceções aqui descritas merecem atenção e criou dispositivo na norma para abarcá-las. Trata-se dos AAI que distribuem exclusivamente cotas de fundos para investidores qualificados. A CVM entende que esta exceção não coloca em xeque os princípios da presente regulamentação, que estão mais diretamente relacionados à proteção de investidores de varejo e a produtos de bolsa, sendo ainda coerente com o desenvolvimento da indústria de fundos no país. Além disso, vale lembrar que investidores qualificados dispõem de maior especialização e de maior capacidade de se defender.
6	Limitação ao número de intermediários aos quais o AAI pode se vincular, não sendo mais que dois ou três.	Tal situação não reduziria os problemas hoje existentes, permitindo que a situação se mantivesse como está.



#	Alternativas à regra de exclusividade	Comentário SDM
7	Limitação do número máximo de registros de AAI concedidos pela CVM, de modo que a autarquia possa fiscalizar com mais facilidade.	A CVM entende que é a demanda de mercado que deve determinar o número de AAIs. O que a autarquia pretende, assim, não é limitar o número de profissionais, mas criar as bases para que as atividades se desenvolvam de maneira compatível com a regulamentação.
8	Previsão de um código de controles internos comum a todas as corretoras, o que permitiria melhoria da fiscalização pela CVM.	Já existem regras aplicáveis a todos os intermediários, inclusive estabelecendo padrões de conduta. O problema é que o regime atual de AAIs coloca tais regras em xeque e cria uma série de estímulos inadequados, afetando inclusive o padrão de concorrência entre os intermediários e nivelando, para baixo, a conduta de muitos deles.
9	Previsão de obrigação de adesão formal, pelo AAI, às políticas de contratação das corretoras às quais estiver vinculado, sendo que tais políticas devem ser tornadas públicas.	Tal solução não eliminaria o problema referente às dificuldades de supervisão e tampouco o problema, que seria intensificado, de adesão a políticas distintas (pode ser que uma regra dessa natureza levasse mesmo a um nivelamento das políticas a um mínimo aceitável a todos os intermediários).
10	Previsão de período de transição com regras específicas quando AAI migrar de um intermediário para outro, de modo que sua atuação e carteira de clientes não sejam prejudicadas.	Uma vez mais, vale esclarecer que, para a regulamentação, os clientes não pertencem aos AAI e sim ao intermediário. Por mais que o AAI faça uma série de esforços na captação e que estes devam ser remunerados, ele sempre foi qualificado, no sistema brasileiro, como distribuidor de produtos financeiros em nome de um terceiro. E é esse terceiro que deve assumir diversas responsabilidades, inclusive decorrentes da regulamentação em vigor. Assim, a CVM entende que a migração de AAIs para outros intermediários, levando todos os clientes por eles captados, é uma distorção que tem levado a concorrência, no mercado brasileiro, a padrões predatórios, e que os maiores prejudicados são justamente os clientes. Nesse sentido, o fortalecimento dos vínculos entre clientes e intermediários é um dos efeitos esperados da presente norma. É bem verdade que é importante assegurar a capacidade dos clientes mudarem de intermediários, em prol de seus interesses, e que esse processo de movimentação não pode ser obstado pela corretora – este, porém, é um outro ponto, que foge aos limites da presente discussão.
11	Inclusão de dispositivo regulamentar que afaste expressamente elementos que caracterizem contrato de trabalho na Minuta.	A CVM entende que os próprios intermediários devem preocupar-se com esse ponto, ao definirem suas políticas de contratação e as cláusulas de seus contratos. Não cabe à regulamentação de mercado criar esse tipo de salvaguarda.



#	Alternativas à regra de exclusividade	Comentário SDM
12	Inaplicabilidade da regra de exclusividade para AAIs PJ	A CVM entende que tal possibilidade não resolveria os problemas hoje existentes, permitindo, além disso, a criação de PJs com papel que ela considera inadequado.

Em 3 de junho de 2011 a Comissão publica a Instrução 497. A esta altura, a norma admitia uma única exceção à regra de exclusividade: não estavam sujeitos a ela os AAI que realizassem somente a distribuição de cotas de fundos de investimento para investidores qualificados.

A justificativa para tal exceção se dava, conforme brevemente exposto na linha 5 da Tabela 2, pela presença não-negligenciável do modelo de negócios onde gestoras independentes (não pertencentes a conglomerados financeiros) criavam diversos fundos de investimento dedicados a investidores institucionais. Nesse modelo de negócio, por força da regulação à época⁵, era responsabilidade do administrador dos fundos (e não do gestor) a contratação de terceiros responsáveis pela distribuição das cotas dos fundos. Assim, na ausência da referida exceção à regra de exclusividade, um gestor que gerisse fundos administrados por diferentes administradores, teria que fazer uso de diferentes agentes autônomos – cada AAI vinculado exclusivamente a um administrador distinto.

Ocorre que, entre a edição da Instrução CVM 497/11, em 3 de junho de 2011 e o início da sua vigência, em 1º de janeiro de 2012, a Comissão recebeu comentários de participantes individuais, bem como da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) em favor da ampliação da exceção à regra de exclusividade para a distribuição de cotas de fundos de investimento para o público em geral e não somente para investidores qualificados.

Após discussões internas e considerando, naquele momento:

- (i) Que foi reconhecido como consenso a necessidade de diversificação das estruturas de distribuição para a indústria de fundos de modo geral – e não apenas os fundos destinados a investidores qualificados;
- (ii) Que a regra de exclusividade, nos termos em que formulada, poderia fazer com que a distribuição de produtos desenvolvidos por um mesmo gestor acabasse se dando, obrigatoriamente, por meio de diferentes distribuidores (vinculados aos diferentes administradores dos fundos daquele gestor), em uma fragmentação pouco razoável⁶;

⁵ Instruções CVM 306/99 (disciplinava a atividade de administração de carteira de valores mobiliários) e 409/04 (disciplinava aspectos gerais dos fundos de investimento).

⁶ A instrução CVM N° 558/14, em seu artigo 30, passou a permitir que gestores atuassem como distribuidores das cotas de fundos de investimento geridos pelos mesmos, atendidas determinadas condições. No entanto, para esse tipo de distribuição, a contratação de AAIs continuou vedada (§2º do Art. 30).



- (iii) Que o número limitado de instituições que atuavam como administradoras de fundos poderia, combinada com a regra de exclusividade, gerar efeito ainda maior de concentração, cristalizando a estrutura do mercado;
- (iv) Que a natureza distinta dos riscos envolvidos na distribuição de cotas de fundos⁷ em relação aos riscos envolvidos nas operações de bolsa – estes sim os quais a CVM buscava evitar com a regra de exclusividade;
- (v) A ANBIMA decidiu intensificar as atividades de autorregulação e de supervisão no que tange à distribuição dos fundos – com acompanhamento da CVM;

O Colegiado da CVM editou, em 29 de dezembro de 2011, a Instrução CVM Nº 515, alteradora da Instrução CVM Nº 497, retirando a obrigatoriedade de vínculo exclusivo entre AAI e Intermediário para a atividade de distribuição de cotas de fundos de investimento – independente do público alvo do fundo.

Abaixo, a Tabela 3 sintetiza as principais diferenças entre as Instruções CVM Nº 434 e Nº 497.

Tabela 3 - Principais diferenças entre Instruções CVM Nº434 e Nº497. Elaboração Própria

Aspecto	Instrução 434	Instrução 497
Definição da atividade	Distribuição e mediação de valores mobiliários	<ul style="list-style-type: none"> • Prospecção e captação de clientes • Recepção, registro e transmissão de ordens • Prestação de informações sobre produtos e serviços prestados pelos intermediários
Forma de prestação de serviço	<ul style="list-style-type: none"> • Diretamente • Indiretamente (Sociedade podia ter sócios não-AAI, desde que não exercessem função de gerência, administração ou qualquer atividade do objeto social e até o limite de 2% do capital social) 	<ul style="list-style-type: none"> • Diretamente • Indiretamente (Sociedade somente admite sócios AAI)
Regra de Exclusividade	Não havia	<ul style="list-style-type: none"> • Obrigatoriedade de vínculo exclusivo para distribuir valores mobiliários (exceto cotas de fundos) • Não-obrigatoriedade de vínculo exclusivo para distribuir cotas de fundos.

⁷ Do ponto de vista do investidor, os riscos envolvidos na distribuição de cotas de fundos de investimento, tratada à época no Capítulo III da Instrução CVM Nº 409/04 e atualmente na Seção III da Instrução CVM Nº 555/14, são mitigados pela obrigatoriedade do cotista formalizar termo de adesão e ciência de risco atestando que teve acesso ao regulamento, lâmina (se houver) e formulário de informações complementares do fundo; e que tem ciência dos riscos envolvidos no investimento.



Aspecto	Instrução 434	Instrução 497
Responsabilidade do Intermediário	Responsabilidade administrativa do intermediário decorria de eventual falha em dever de supervisão sobre atos praticados pelo AAI.	<ul style="list-style-type: none">• Explicitação de que o intermediário responde, perante a clientes e quaisquer terceiros, pelos atos praticados pelo AAI por ele contratado.• Obrigatoriedade de que o intermediário estenda ao AAI as regras, procedimentos e controles internos.• Indicação de Diretor responsável pela atividade• Indicação de padrão mínimo de fiscalização (acompanhamento de operações de clientes atendidos por AAI, operações do próprio AAI e verificação de dados de sistemas que permitam identificar proveniência de ordens emitidas)



3. MAPEAMENTO DE PARTICIPANTES

Nesta seção vamos exibir alguns números relativos aos Agentes Autônomos de Investimento e seus vínculos com intermediários de mercado. Para isso, é necessário esclarecer que antes de outubro de 2012 a Comissão era a responsável direta pela operacionalização (inclusão, manutenção e exclusão) das informações relativas a registros e vínculos dos AAI. Após a referida data, com base na decisão do Colegiado de 28/08/2012⁸, a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários (ANCORD) passou a atuar como entidade credenciadora, passando a ser a responsável pela operacionalização dos dados.

Nesse sentido, ao longo deste estudo, utilizaremos principalmente duas fontes de informações: o banco de dados da CVM (como fonte de informações até setembro de 2013) e o banco de dados da ANCORD (como fonte de informações a partir de outubro de 2013). Sempre que possível, colocaremos as duas fontes de dados em um único gráfico⁹.

As datas acima relatadas para utilização dos distintos bancos de dados distinguem-se da data de autorização da ANCORD como entidade credenciadora por motivos operacionais. A partir do momento que foi autorizada como entidade credenciadora, a ANCORD passou a recepcionar dados de AAIs (novos entrantes e adaptação de participantes já registrados), ficando a CVM responsável por processar apenas pedidos de credenciamento já iniciados antes da autorização. AAIs que já tinham registro antes da autorização da ANCORD e não se adaptaram às novas regras foram descredenciados de acordo com a data de registro na autarquia.¹⁰

3.1. PARTICIPANTES REGISTRADOS

Como podemos ver na Figura 1, o número de Pessoas Físicas com registros ativos como Agentes Autônomos de Investimento tem crescimento consistente no banco de dados da CVM até a edição da Instrução CVM 497. A queda no número de AAIs registrados após a edição da Instrução deve-se, principalmente, à vedação, na ICVM 497, da possibilidade de registro simultâneo de uma pessoa natural como AAI, administrador de carteira, consultor de valores mobiliários e/ou analista de valores mobiliários¹¹.

⁸ http://www.cvm.gov.br/decisoes/2012/20120828_R1/20120828_D04.html

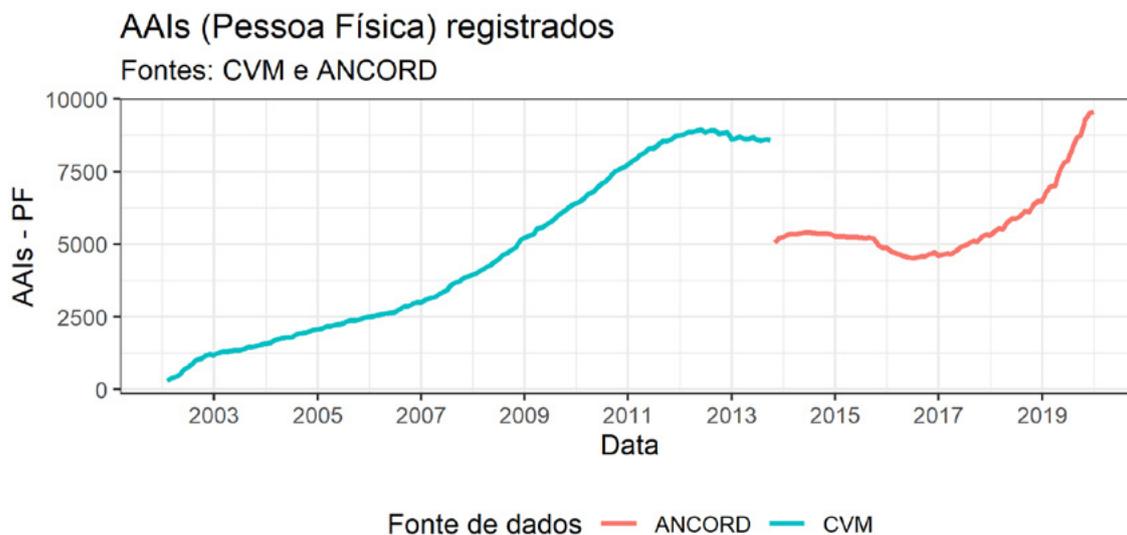
⁹ Aqui, vale destacar, legalmente os dados são da CVM, mas estão sob a posse da ANCORD na condição de entidade credenciadora. Ao longo do texto vamos nos referir aos “dados da ANCORD” por uma questão de simplicidade.

¹⁰ O ofício-circular CVM/SMI nº 04/2012 e Código de Autorregulação da ANCORD (de 02/08/2012), Art. 48, especificam a dinâmica da adaptação.

¹¹ A Instrução CVM 434/06 vedava a prestação de serviço de administração de carteira por AAI vinculado a intermediário e não vedava sequer a prestação de serviço de consultoria ou análise por AAI – Art. 16, IV. A Instrução CVM 497 passou a vedar não somente a prestação de serviços, mas também a mera manutenção de registro simultâneo (§1º do Art. 13).



Figura 1



A mesma descontinuidade pode ser observada quando analisamos os números sobre registros ativos de AAIs Pessoa Jurídica, conforme retratado na Figura 2. Adicionalmente, o número absoluto de AAIs PJ não apresenta tendência de crescimento claro, mas o número de sócios dessas sociedades varia ao longo do tempo, conforme veremos. Em fevereiro de 2020, 1194 CNPJs estavam registrados como sociedades de Agentes Autônomos de Investimentos.

A Figura 3 mostra o número de AAIs PF que são sócios de AAIs PJ. O mesmo padrão da Figura 1 é observado. Nota-se que a maior parte dos Agentes Autônomos de Investimento escolhem prestar serviços por meio de sociedades em detrimento da prestação de serviços diretamente.

O número de sócios por escritório de AAI é a melhor medida disponível para medirmos o “tamanho” dos escritórios, uma vez que a regulação não pressupõe a coleta sistemática de outras informações (como número de clientes, faturamento etc.) deste tipo de participante.

Figura 2

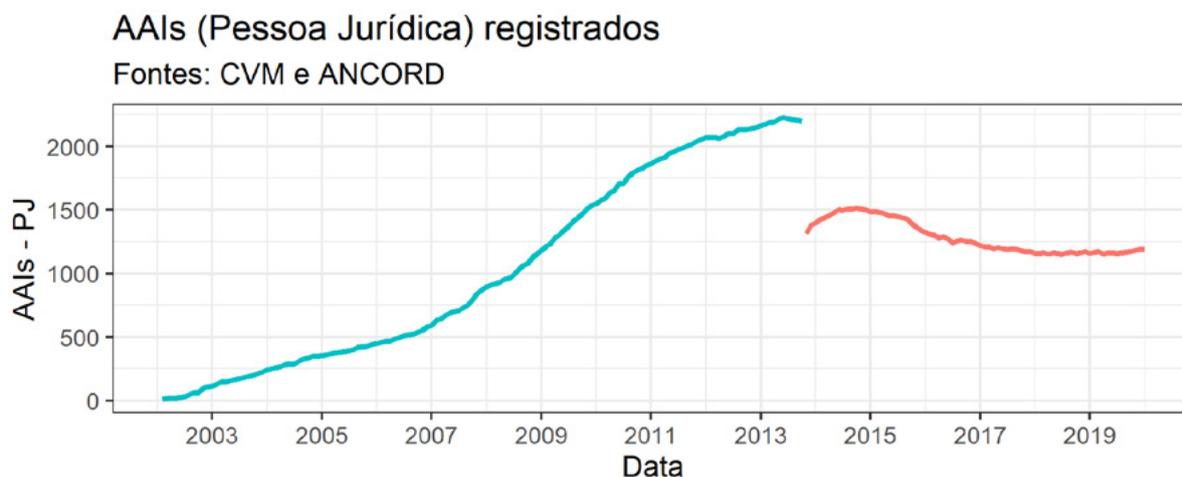
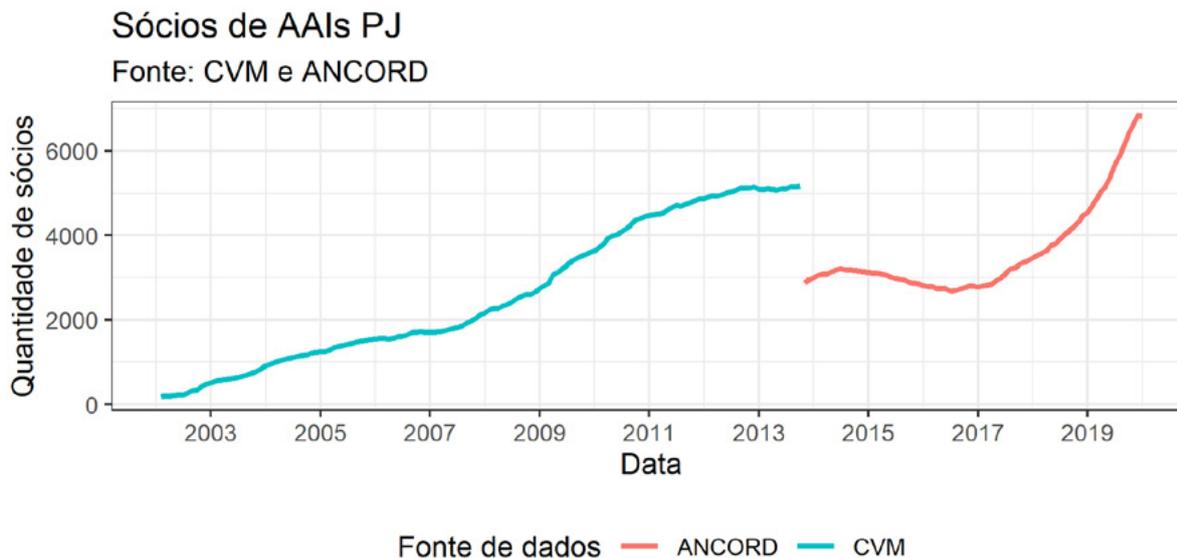




Figura 3



A Tabela 4 contém algumas estatísticas descritivas acerca do tamanho (número de sócios) dos escritórios de AAls. É fácil notar que a grande maioria dos escritórios de Agentes Autônomos são pequenos e isso se mantém ao longo do tempo.

Isso é demonstrado pela evolução temporal das médias, medianas e 75ºs percentis da distribuição do número de sócios. A assimetria na distribuição do número de sócios fica mais evidente quando se observa a evolução do número máximo de sócios ao longo do tempo.

A Figura 4 mostra, para dezembro de 2011 (logo antes da vigência da Instrução 497) e para novembro de 2019 (dado mais recente deste estudo), a distribuição do número de escritórios de acordo com o número de sócios (agrupamos o número de sócios para facilitar a visualização, dada a marcante assimetria em favor de pequenos escritórios). Fica evidente que durante a vigência da Instrução CVM 497 houve aumento no número de escritórios cada vez maiores, ainda que a maioria dos escritórios contem com até 5 sócios.

Figura 4

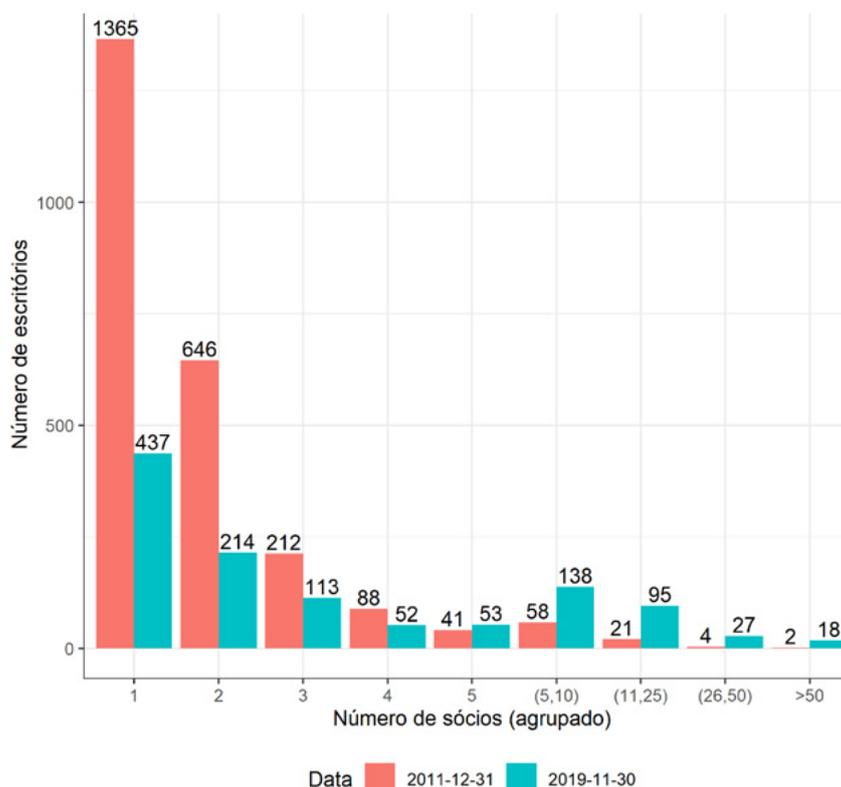




Tabela 4

	Jan-02	Jan-03	Jan-04	Jan-05	Jan-06	Jan-07	Jan-08	Jan-09	Jan-10	Jan-11
Média	1.50	2.13	2.48	2.59	2.70	2.29	2.06	1.93	2.02	2.05
mediana	1	2	2	2	2	2	2	1	1	1
75º Percentil	2	2	3	3	3	2	2	2	2	2
MAX	13	12	25	30	45	43	67	56	66	82

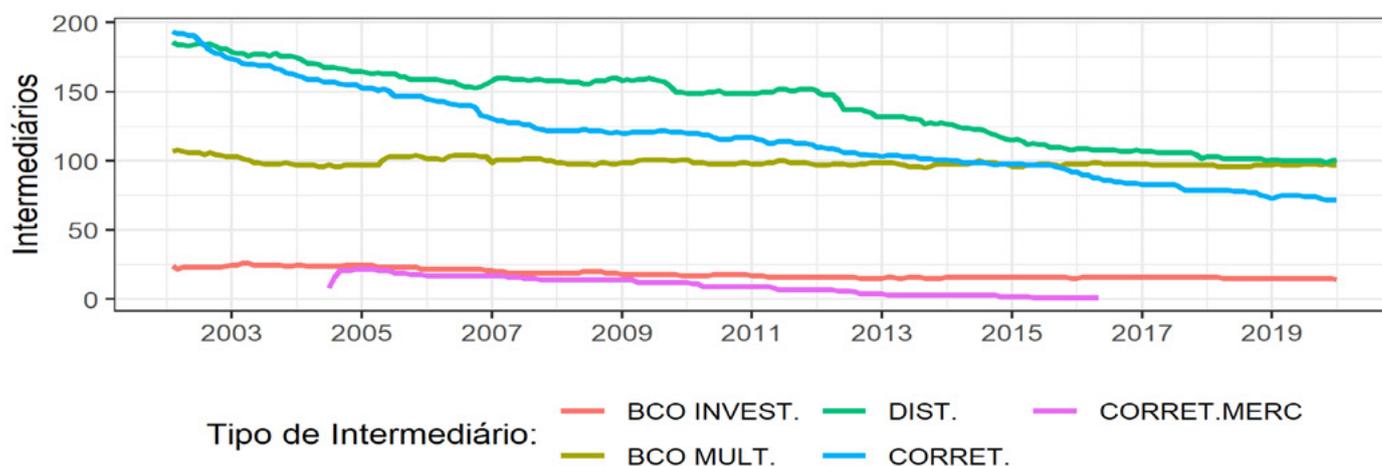
	Jan-12	Jan-13	Jan-14	Jan-15	Jan-16	Jan-17	Jan-18	Jan-19	Nov-19
Média	2.00	1.40	2.18	2.15	2.18	2.42	3.19	4.18	5.96
mediana	1	1	1	1	1	1	2	2	2
75º Percentil	2	2	2	2	2	2	3	4	5
MAX	63	9	51	44	32	48	75	109	246

A Figura 5 mostra série temporal que os intermediários registrados na CVM. O mais notável na figura é a tendência de queda no número de corretoras e distribuidoras registrados, bem como o desaparecimento das corretoras de mercadorias. Bancos de Investimento e Bancos Múltiplos apresentam comportamento estável entre 2002 e 2019.

Figura 5

Intermediários registrados ao longo do tempo

Fonte: CVM



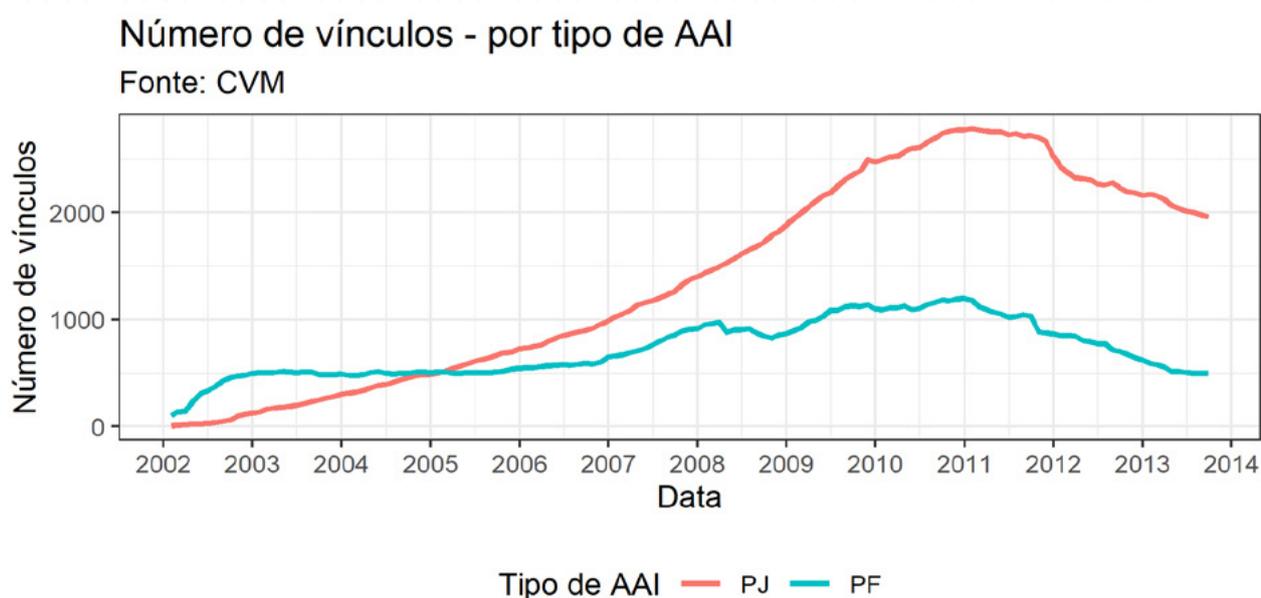


3.2. VÍNCULOS

Por definição, Agentes Autônomos de Investimento só podem prestar serviço como prepostos de membros do sistema de distribuição de valores mobiliários. Nesse sentido, é de fundamental importância a compreensão da evolução dos números, tipos e configurações dos vínculos entre agentes autônomos e intermediários.

A Figura 6 mostra que o número de vínculos entre intermediários e Agentes Autônomos de Investimento Pessoa Física ou Pessoa Jurídica entre 2002 e setembro de 2013. Nota-se um aumento da importância dos vínculos entre intermediários e AAIs PJ.

Figura 6



Após a edição da Instrução CVM 497 e do reconhecimento da ANCORD como entidade credenciadora, as informações sobre vínculos passam a ser registradas com uma dimensão adicional: a natureza do vínculo. A partir de setembro de 2013, portanto, temos informações sobre se o vínculo entre um AAI e um intermediário tem como finalidade a distribuição de valores mobiliários (exceto cotas de fundos) ou a distribuição de cotas de fundos de investimento.

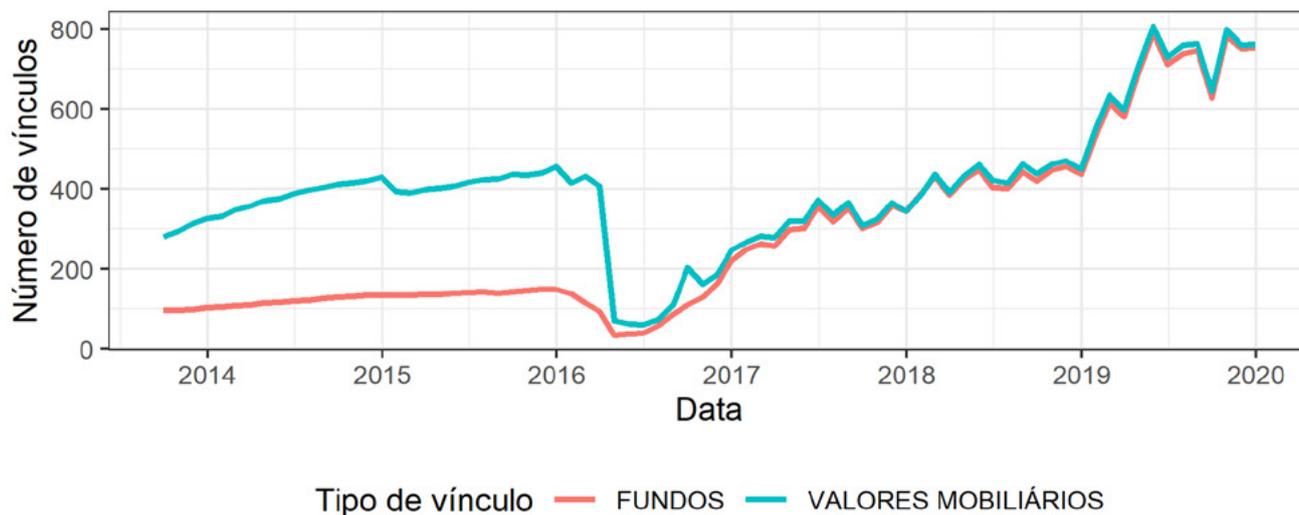
As Figura 6 e Figura 7 mostram a evolução do número de vínculos entre intermediários e AAIs PF e PJ, respectivamente, separando os tipos de vínculos. A Figura 7 evidencia que até abril 2016, havia uma preponderância de vínculos do tipo Valores Mobiliários entre intermediários e AAIs PF. Após esse período, as séries passam a ser quase que perfeitamente correlacionadas. Na prática, isso quer dizer que quando um intermediário e AAI PF assinam um contrato de prestação de serviços, o contrato contempla, em geral, a distribuição de valores mobiliários e cotas de fundos de investimento.



Figura 7

AAIs PF: total de vínculos por tipo

Fonte: ANCORD

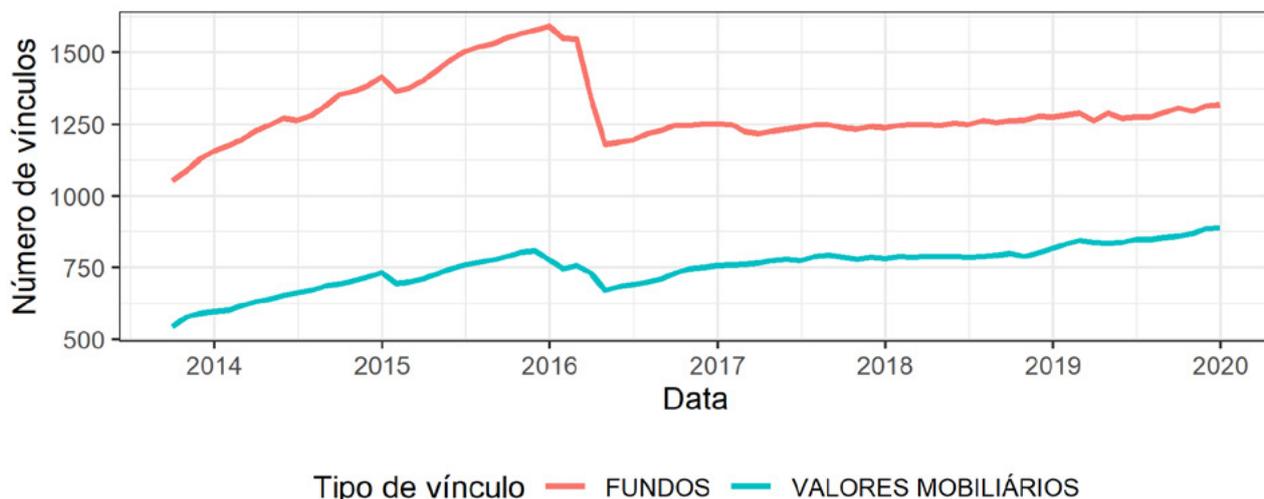


É notável, na Figura 8, o efeito que a não-obrigatoriedade de vínculos exclusivos para distribuição de cotas de fundos de investimento tem na distribuição do número desses vínculos. A série que mostra os vínculos para distribuição de fundos fica, ao longo de todo o período, consistentemente acima da série do número de vínculos para distribuição de valores mobiliários.

Figura 8

AAIs PJ: total de vínculos por tipo

Fonte: ANCORD





Além do número de vínculos em si, é de grande valia que analisemos com quantos intermediários distintos os agentes autônomos de investimento costumam se vincular (a isto, chamemos de “perfil de vinculação”).

As Figura 9 e Figura 10 mostram que entre AAIs PF, há um domínio quase total de vínculos exclusivos. Isso acontecia antes da edição da Instrução 497 e se mantém após a edição da mesma. Note que na Figura 10 fazemos referência aos vínculos para distribuição de cotas de fundos de investimento, dado que a regulação veda a “multivinculação” para distribuição de valores mobiliários, ou seja, todos os vínculos para distribuição de valores mobiliários são exclusivos.

Figura 9

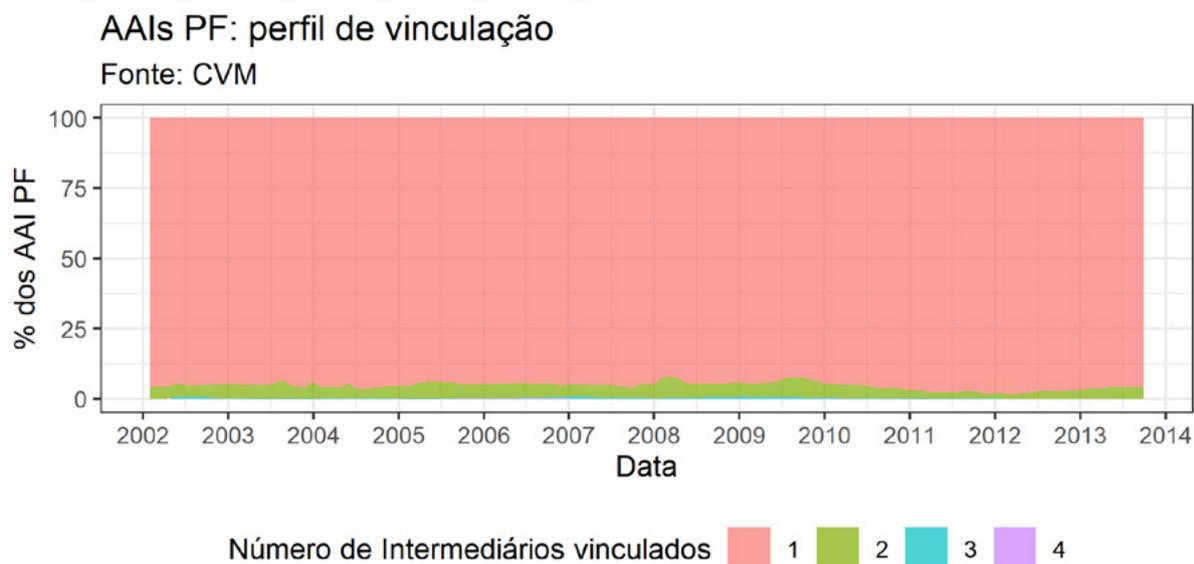
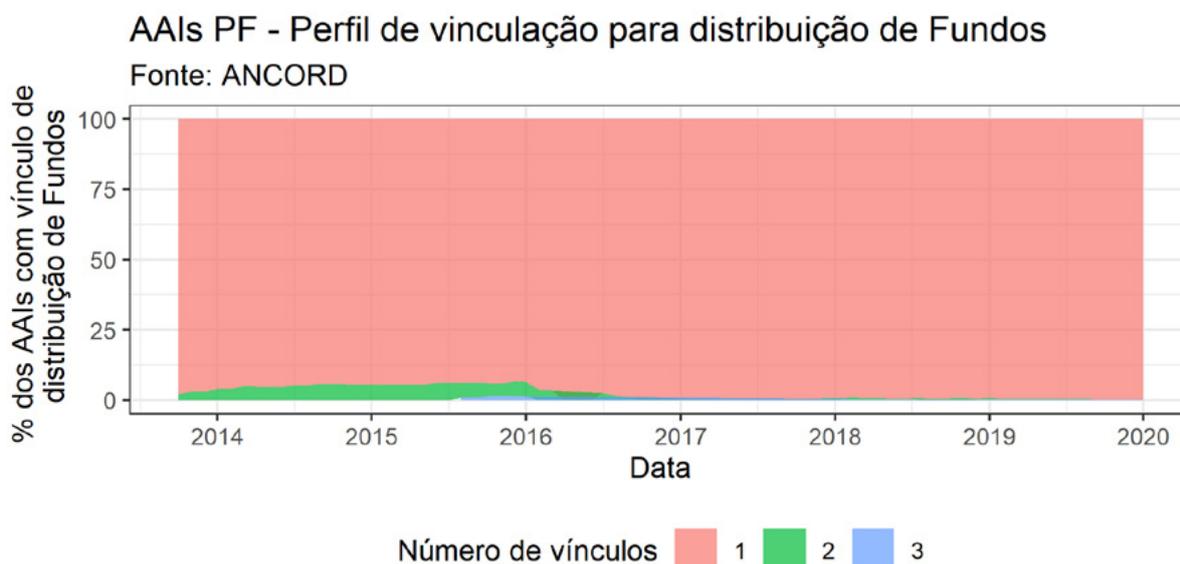


Figura 10





A Figura 11 e Figura 12 dizem respeito ao perfil de vinculação dos Agentes Autônomos de Investimento Pessoa Jurídica, antes e depois da Instrução CVM 497, respectivamente. É notável que a maioria dos vínculos são exclusivos durante todo o período, mesmo após a edição da norma. No entanto, em ambos os períodos, há uma presença não negligenciável de AAIs PJ que mantêm vínculo com mais de um intermediário – cerca de ¼ dos AAIs PJ com vínculos ativos para distribuir fundos, os faziam por meio de múltiplos intermediários.

Figura 11

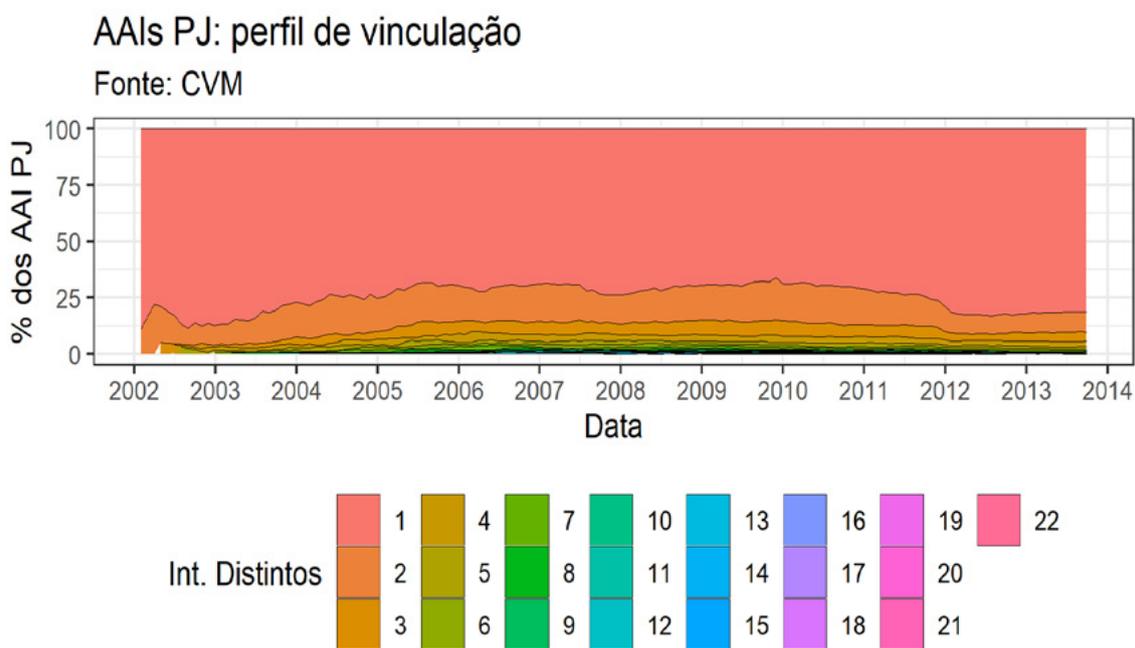
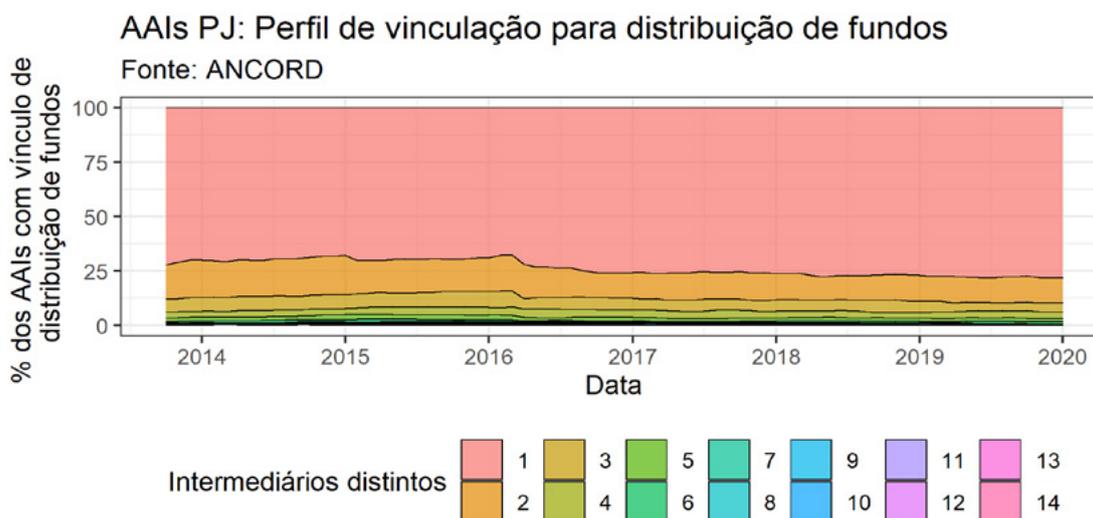


Figura 12

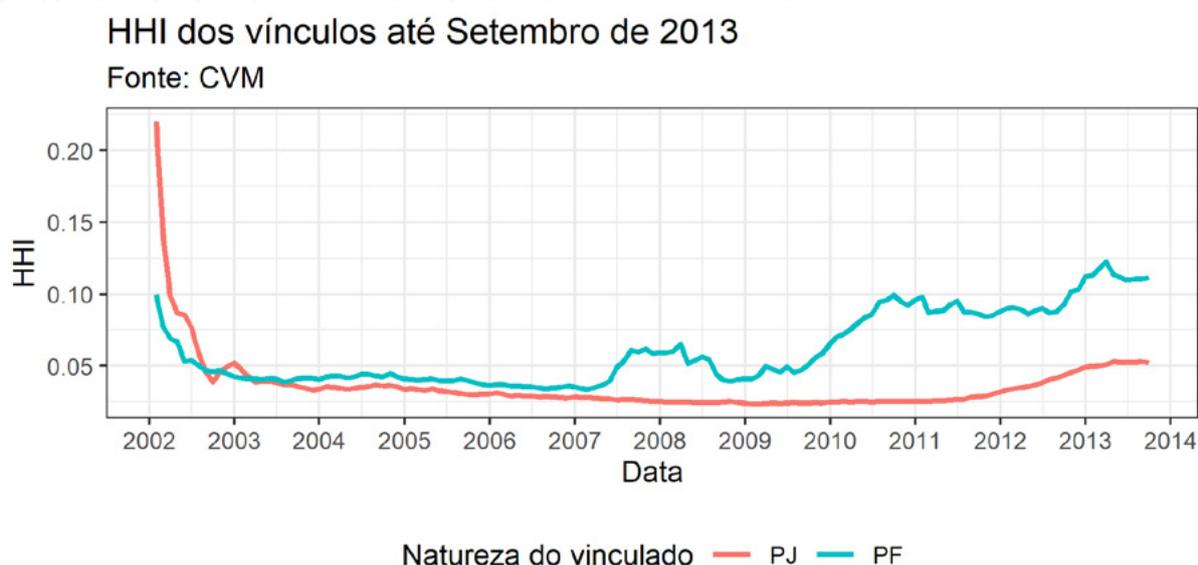




Agora buscamos apreender a distribuição dos vínculos do ponto de vista dos intermediários. Para isso, fazemos uso do índice *Hirschman-Herfindahl*¹² (HHI), para o “mercado de vínculos”. Aqui, definimos como *market share* a % do total de vínculos que tenha cada intermediário.

A Figura 13 mostra a evolução do HHI para vínculos entre intermediários e AAls PF e PJ entre 2002 e setembro de 2013. Ao longo da maior parte do período é possível que o este “mercado” não chega se tornar concentrado, mas há um crescimento do índice relativo a vínculos com agentes autônomos PF a partir de meados de 2007 e PJ a partir de meados de 2011¹³.

Figura 13



A Figura 14 mostra o HHI calculado a partir de dados da ANCORD, tanto para vínculos de AAls PF quanto para AAls PJ, ambos segregados por tipo de vínculo. Nota-se o crescimento extremo na concentração dos vínculos entre AAls PF e Intermediário, independentemente do tipo de vínculo. Em relação ao HHI para vínculos com Agentes Autônomos PJ, temos um comportamento mais suave, no entanto, a concentração também cresce ao longo do tempo. Como era esperado, pela ausência da obrigação regulatória de exclusividade de vínculo, os vínculos para distribuição de cotas de fundos de investimento apresentam menor concentração, porém, no patamar considerado “moderadamente concentrado”.

¹² O índice Hirschman-Herfindahl é comumente utilizado para medir o grau de concentração de uma indústria, embora recomende-se que um diagnóstico sobre concentração não se baseie apenas no índice. Como parâmetro de análise, usualmente utiliza-se a seguinte regra de bolso (ver CADE 2016):

- $HHI < .01$ – Indústria altamente competitiva
- $.01 < HHI < .15$ – Indústria não concentrada
- $.15 < HHI < .25$ – indústria moderadamente concentrada
- $.25 < HHI$ – indústria altamente concentrada

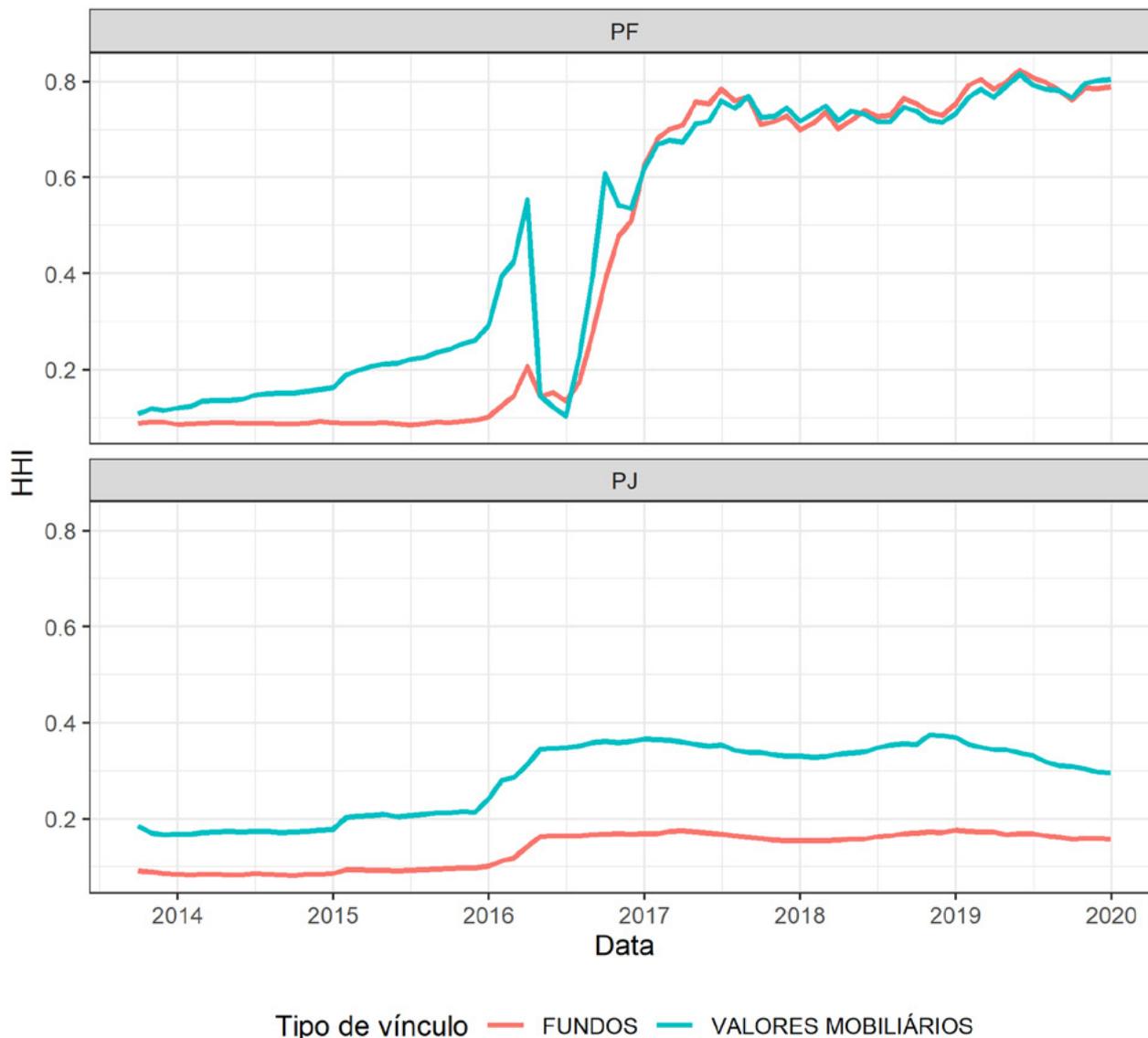
¹³ A queda abrupta do HHI no início da série provavelmente se dá porque trata-se do período onde as informações começam a ser coletadas – assim, a participação relativa dos participantes pode não ser representativa enquanto outros participantes tem seus dados imputados ao banco de dados.



Figura 14

HHI dos vínculos pós-497

Fonte: ANCORD



Ao longo dos últimos 18 anos, observou-se um crescimento relevante do número de agentes autônomos de investimento – pessoa natural - registrados na Comissão de Valores Mobiliários. A maioria destes AAIs prestam serviço por meio de sociedades de agentes autônomos. Ao longo do período, embora ainda no presente momento estas sociedades sejam em sua maioria pequenas (com menos de 5 sócios), nota-se que há um crescimento relevante de sociedades de agentes autônomos com mais de 5 sócios, indicando um aumento na escala e complexidade destas sociedades.

Com relação ao número de intermediários, é notável a diminuição do número de corretoras e distribuidoras registradas na Comissão.



Agentes Autônomos de Investimento Pessoa Física usualmente se vinculam a somente um intermediário ao longo de todo o período. A concentração dos vínculos com AAIs PF ao longo do espectro de intermediários começa a apresentar crescimento em 2007 e acelera-se a partir de 2014. Ao fim de 2019, a maior parte dos AAIs PF estavam vinculados a um único participante.

Quando se trata dos Agentes Autônomos de Investimento Pessoa Jurídica, cerca de $\frac{1}{4}$ destes participantes se vinculam a mais de um intermediário ao longo de todo o período analisado. A concentração dos vínculos com AAIs PJ ao longo do espectro de intermediários começa a crescer em meados de 2011. De 2013 a 2019, a concentração continua a crescer: no entanto, não de forma tão acelerada quanto a concentração dos vínculos de AAIS PF. Vínculos para distribuir fundos de investimento são consistentemente menos concentrados do que vínculos para distribuir valores mobiliários.



4. PRÁTICAS DE MERCADO – REMUNERAÇÃO E SUPERVISÃO

Nesta seção vamos relatar aspectos da atividade de Agentes Autônomos de Investimento e suas relações com Intermediários que não são objeto direto da regulação (como por exemplo formas de remuneração e rotinas de supervisão), mas que são práticas de mercado. Esses aspectos foram averiguados por meio de entrevistas com participantes de mercado.

4.1. REMUNERAÇÃO DOS AGENTES AUTÔNOMOS DE INVESTIMENTO

4.1.1. COMPRA E VENDA DE ATIVOS MERCADOS DE BOLSA

Conforme definido em contrato assinado entre AAI e Intermediário, em geral, a cada real de receita de corretagem auferida pelo intermediário que tenha origem em ordem repassada por um AAI vinculado, uma fração é repassada ao AAI como forma de remuneração, usualmente já descontados os impostos. Foram relatados casos de intermediário em que o fato gerador da remuneração não é a ordem ser repassada pelo AAI, mas tão somente o investidor ter sido captado pelo AAI (neste caso, até uma ordem disparada pelo próprio investidor de seu *home broker*, geraria receita para o AAI).

Exemplo: AAI X, repassa ordem de investidor para comprar, a mercado, 100 ações da empresa ABCD através do Intermediário Y. A corretagem é de R\$10,00. A remuneração do AAI (supondo uma comissão de 50%) é $50\% \times R\$10,00 = R\$5,00$ por ordem executada.

4.1.2. OFERTAS PÚBLICAS

Intermediários que participem do esforço de colocação de uma oferta pública de valores mobiliários podem fazer uso de seus AAIs vinculados para a consecução desse objetivo. A remuneração do AAI é de livre pactuação entre o mesmo e o Intermediário. Em geral, trata-se de uma fração do valor recebido pelo intermediário pela colocação da oferta.

4.1.3. RENDA FIXA

Trate-se de valor mobiliário, emissão bancária ou qualquer outro tipo, no que se refere a ativos de Renda Fixa (excetuando-se os casos de ofertas públicas), a remuneração do Intermediário se dá através da apropriação da diferença entre o PU do título à taxa à qual este adquiriu o ativo e o PU do título à taxa à qual é oferecida ao investidor. Uma fração da remuneração do Intermediário torna-se remuneração do AAI, caso este atue para a consecução do negócio.

Exemplo: Intermediário comprou uma debênture da empresa ABDC por R\$900,00 e vendeu a mesma, na mesma data, através de um AAI, para o investidor por R\$950,00. A remuneração do AAI (supondo uma comissão de 50%) é $50\% \times (R\$950,00 - R\$900) = R\$25,00$ pelo negócio.



4.1.4. COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO ABERTOS

De maneira geral, o Administrador do fundo de investimento assina contrato de distribuição com o Intermediário para que este o disponibilize para seus clientes. A remuneração do intermediário é usualmente uma parcela da receita auferida pelo administrador através da taxa de administração apropriada em cima do patrimônio dos cotistas que ingressem (e se mantenham) no fundo através do intermediário contratado.

O agente autônomo vinculado ao intermediário que capte recursos de clientes para o fundo de investimento recebe uma parcela (usualmente chamada de rebate) do valor recebido pelo intermediário distribuidor.

É importante frisar que o fato gerador da remuneração do AAI é o cliente permanecer no fundo. Nesse sentido, o número de movimentações do investidor não afeta diretamente a remuneração do Intermediário e, por conseguinte, do AAI.

Exemplo: Administrador “A” assina contrato de distribuição de fundo de investimento “F” com Intermediário “I”, acordando como remuneração do Intermediário “I” 50% da receita auferida pelo Administrador “A” com investidores que integralizarem cota do fundo “F” através do Intermediário “I”.

A taxa de administração de F é 0,1% a.m e o rebate do AAI é 50%.

Supondo que o AAI vinculado à “I” para distribuir cotas de fundos de investimento atenda clientes que aportem em “F”, no início de determinado mês, R\$100.000,00, a remuneração do Intermediário I, *ceteris paribus*, é, no mês: $R\$100.000,00 \times 0,1\% \times 50\% = R\$ 500,00$. A remuneração do AAI ao final do mês é $50\% \times R\$500,00 = R\$250,00$.

4.1.5. REMUNERAÇÃO EVENTUAL

Alguns intermediários relataram que por vezes podem fazer uso de pagamentos que não sejam atrelados a volume de negócios gerados pelo AAI, em especial, quando estão tentando atrair novos interessados à carreira de AAI ou viabilizar comercialmente a mudança de AAI de intermediários concorrentes.

Na Tabela 5 mostramos uma tabela que relaciona o fato gerador da remuneração do AAI com diferentes produtos “vendidos” ou serviços prestados.

Tabela 5 - Remuneração de AAIs

Serviço	Comissão?	Fato Gerador da remuneração do AAI
Compra/venda de ativo listado em mercado de bolsa	Sim	Compra ou venda de ativo
Oferta Pública	Sim	Subscrição
Renda Fixa	Sim	Compra ou venda (embora venda seja pouco usual)
Fundo de Investimento Aberto	Sim	Cliente manter posição no fundo



4.2. SUPERVISÃO DE AAIS PELOS INTERMEDIÁRIOS

O artigo 17 da Instrução CVM 497 estipula que é dever do intermediário (I) estender ao AAI contratado (diretamente ou por meio de pessoa jurídica) a aplicação de regras, procedimentos e controles internos por ela adotados e; (II) fiscalizar as atividades dos AAI que atuarem em seu nome de modo a garantir o cumprimento do disposto na Instrução e nas regras e procedimentos referidos no item anterior.

O §1º do referido artigo estabelece que *“incluem-se nos mecanismos de fiscalização referidos no inciso II, no mínimo:*

I – o acompanhamento das operações dos clientes, inclusive com a realização de contas periódicos;

II – o acompanhamento das operações de titularidade dos próprios agentes autônomos de investimento, aos quais devem se aplicar as mesmas regras e procedimentos aplicáveis às pessoas vinculadas, na forma da regulamentação em vigor¹⁴; e

III – a verificação de dados de sistemas que permitam identificar a proveniência de ordens emitidas por meio eletrônico, indícios de utilização irregular de formas de acesso e administração irregular das carteiras dos clientes.”

A partir de entrevista com alguns intermediários, buscamos auferir alguns procedimentos práticos operacionalizados para este fim.

4.2.1. MERCADOS REGULAMENTADOS DE VALORES MOBILIÁRIOS

De modo geral, o principal método de fiscalização das atividades corriqueiras do AAI pelo intermediário se dá através da seleção de uma amostra (não necessariamente aleatória) de ordens de investidores atendidos por AAI e da solicitação aos AAIs da evidência dessas ordens selecionadas. Busca-se capturar, com essa rotina de supervisão, ordens levadas a cabo pelo AAI sem que sejam, de fato, originadas pelo investidor. Uma vez que a comunicação entre investidor e AAI pode se dar através de e-mail, ligação telefônica e até verbalmente, cabe ao AAI empreender esforços para documentar a originação.

A mecânica de supervisão acima relatada busca minimizar potenciais desvios causados pelo incentivo originado da forma de remuneração do AAI no caso da transmissão de ordens para compra ou venda de ativos em bolsa (a esse respeito, ver seção 4.1.1). Uma vez que o fato gerador da remuneração é a execução da ordem, existe um incentivo para que o AAI “movimente” a carteira do investidor, gerando receita de corretagem ao intermediário e, por consequência, receita para si. A prática de “girar” a carteira excessivamente é popularmente conhecida como *churning*.

¹⁴ Atualmente trata-se da Instrução CVM 505/11, em sua versão consolidada.



4.2.2. FUNDOS DE INVESTIMENTO ABERTOS

O monitoramento que os intermediários realizam sobre os AAIs que efetuam a distribuição de cotas de fundos de investimento é parecida com a dinâmica relatada na subseção acima, mas contém algumas diferenças relevantes. A principal se dá pelo fato gerador da remuneração do AAI.

Enquanto para operações cursadas em mercado de bolsa o fato gerador é a execução da ordem, para a distribuição de cotas de fundos de investimento abertos, o fato gerador da remuneração do AAI é o investidor manter posição no fundo. Nesse sentido, não há incentivo para que o AAI “movimente excessivamente” a posição dos investidores atendidos por si, uma vez que esse “giro” será inócuo para geração de receita.

Assim, a maior parte dos intermediários também realiza a supervisão selecionando ordens de integralização ou resgates trazidas por AAIs e solicitando a evidência de tais ordens (sejam e-mails, gravação de ligações ou formalização através de sistemas proprietários).

Além da diferença no fato gerador da remuneração, é importante ressaltar também que a distribuição de cotas de fundos tem características próprias que dificultam sua execução sem ciência do investidor, como por exemplo, o artigo 25 da Instrução CVM 555/14, que versa sobre a formalização, pelo cotistas, de termo de adesão e ciência de risco.

Aqui vale referenciar a decisão do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários tomada em 29/01/2013, em resposta a consulta formulada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) sobre a aplicabilidade de dispositivos da Instrução CVM 505/11 para a atividade da distribuição de cotas de fundos de investimento. Tal decisão ensejou a publicação do Ofício-Circular CVM/SIN 02/13, com vistas a orientar os participantes de mercado sobre a inaplicabilidade dos artigos 12 e 13¹⁵ (entre outros) da Instrução CVM 505/11 para a distribuição de cotas de fundos, no entanto, sem que isso fosse entendido como uma sinalização de que os controles internos dos distribuidores pudessem ser fragilizados.

4.3. SUPERVISÃO DE OUTROS ASPECTOS DA ATIVIDADE

Para além das duas categorias de supervisão relatadas acima, intermediários também supervisionam outros aspectos da atividade de AAI. Participantes relataram crescente atenção com monitoramento da manifestação de AAIs vinculados em redes sociais, de modo a garantir que AAIs não pratiquem atividades que possam ser entendidas como análise ou consultoria de valores mobiliários, bem como não utilizem linguagem e atitudes que não coadunem com diretrizes dos intermediários aos quais são vinculados.

¹⁵ Os arts 12 e 13 da Instrução CVM 505/11 versam sobre a forma de transmissão e arquivamento de ordens emitidas por clientes para intermediários visando negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados. Falaremos a respeito disso na seção 5.5 deste AIR.



4.4. BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS

Todos os participantes que atuam nos mercados administrados pela B3 estão sujeitos a auditoria pela BSM Supervisão de Mercados. Os agentes autônomos de investimento, na condição de prepostos dos intermediários, também estão.

Uma vez que intermediários só podem executar ordens oriundas dos investidores (retornaremos a este ponto na seção 5.5), um dos principais aspectos auditados pela BSM diz respeito à verificação de evidências de ordens prévias em negócios executados.

Durante a realização dos trabalhos de auditoria, a BSM seleciona amostras de negócios executados pelos intermediários e verifica as evidências daquelas ordens – aqui estão inclusas as ordens repassadas ao intermediário por agentes autônomos de investimento. Negócios executados sem evidência de ordem prévia pelos investidores são alvo de apontamento de auditoria e podem ensejar abertura de processo disciplinar em face do participante.

Todos os anos a BSM estipula um limiar máximo¹⁶ de ordens sem evidência que, ultrapassado pelo participante, implica processo sancionador automático contra o mesmo. Isso não significa que um participante que tem um percentual de ordens sem evidência abaixo do limiar máximo estabelecido não possa ser alvo de processo administrativo.

Adicionalmente, ordens sem evidência podem ser verificadas a partir de reclamações ao Mecanismo de Ressarcimento de Perdas, denúncias e supervisão de ofertas. Em reclamações ao MRP, a ausência de evidência de ordem prévia implica presunção, pelo autorregulador, de que o investidor não autorizou a consecução do negócio e, por conseguinte, é passível de ressarcimento.

Neste capítulo exploramos as práticas de mercado acerca da remuneração dos AAls, bem como as rotinas de supervisão que os intermediários contratantes empreendem. Destacamos que o incentivo à movimentação excessiva da carteira de clientes para operações em bolsa, oriundo da forma de remuneração combinada com o fato gerador da remuneração, não encontra paralelo na remuneração do AAI advinda de captação de recursos para fundos de investimento (por causa do fato gerador de remuneração não ser atrelado ao número de movimentações).

Adicionalmente, os requisitos da regulação são distintos no que diz respeito às formas de registro de transmissão e arquivamento para ordens destinadas a mercados regulamentados de valores mobiliários e para ordens de integralização e resgate em fundos de investimento.

¹⁶ Em 2018 o limite máximo de tolerância foi de 7%. Em 2019 e 2020 os limites máximos foram de 6% e 5%, respectivamente.



5. CONDUITA DE PARTICIPANTES – PANORAMA QUANTITATIVO

Nesta seção vamos analisar informações acerca da conduta dos Agentes Autônomos de Investimento. Considerando que a evolução regulatória da Instrução CVM 434 para a Instrução 497 teve como objetivo a melhoria no comportamento desses participantes, buscamos visualizar se a edição da atual norma é relacionada a variação em alguns indicadores de conduta.

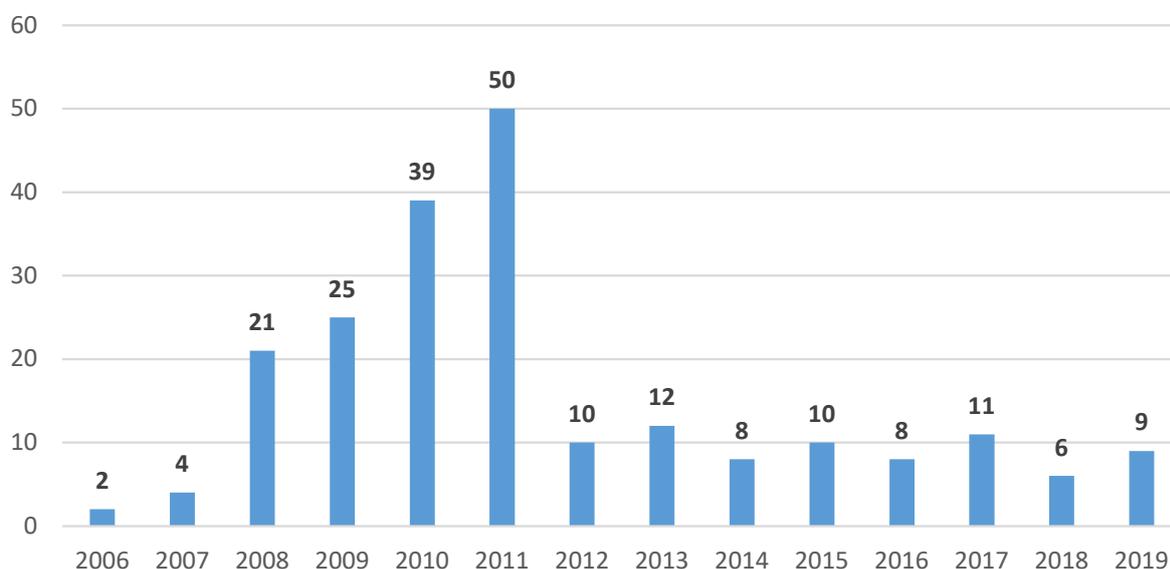
5.1. RECLAMAÇÕES NA CVM

A Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores (SOI) é o componente organizacional da CVM que tem entre suas atribuições “analisar reclamações formais apresentadas pelo público em geral sobre a atuação de participantes do mercado” e “administrar o serviço de atendimento ao público para o fornecimento de informações prestadas à CVM, por integrantes do mercado de valores mobiliários”.

O referido sistema de atendimento ao público compreende tanto o atendimento presencial de reclamantes quanto a administração do sistema de atendimento ao cidadão no site da autarquia ([link](#)). Reclamações recebidas por estes dois meios podem ensejar a geração de processos administrativos que são encaminhados às áreas técnicas pertinentes. A esse respeito, o gráfico abaixo mostra a evolução anual do número de reclamações recebidas pela SOI que geraram abertura processos administrativos e que são relativas a Agentes Autônomos de Investimento. Nota-se a queda abrupta no número de reclamações a partir de 2012, início da vigência da Instrução CVM 497/11.

Figura 15

Reclamações que geraram abertura de Processos Administrativos - AAls





5.2. MECANISMO DE RESSARCIMENTO DE PREJUÍZO

A Instrução CVM 461/07, que disciplina o funcionamento de mercados regulamentados de valores mobiliários, bem como a constituição, organização, funcionamento e extinção de bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado, obriga, em seu artigo 77, a entidade que administra o mercado regulamentado a manter um mecanismo de ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão de pessoa autorizada a operar, ou de seus administradores, empregados ou prepostos, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa ou aos serviços de custódia.

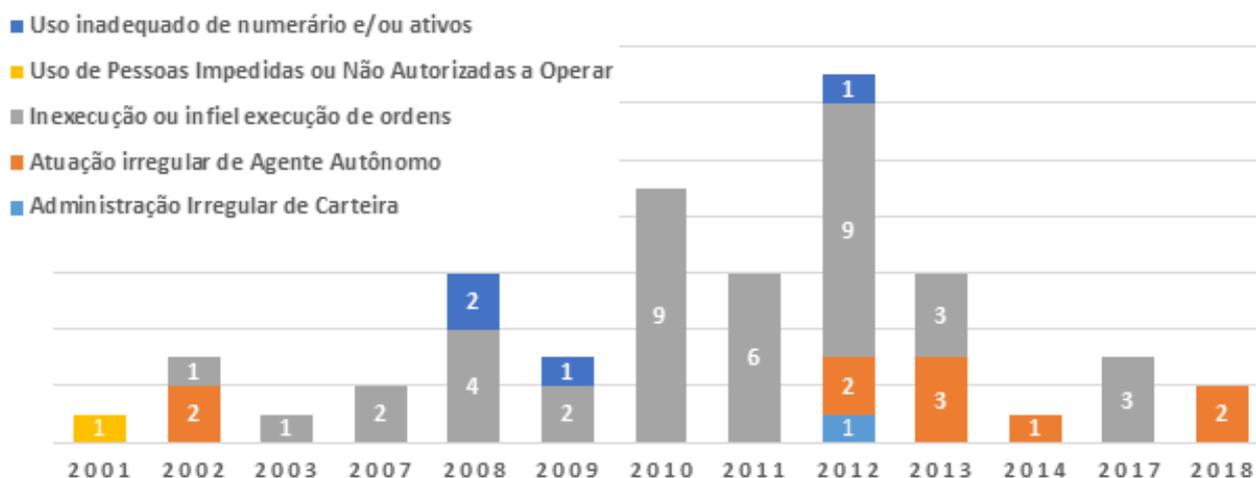
Nesse sentido, prejuízos causados por atos de Agentes Autônomos de Investimento são passíveis de ressarcimento pelo mecanismo citado acima. A BSM Supervisão de Mercados, entidade autorreguladora dos mercados administrados pela B3, administra o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP) e disponibiliza dados sobre a atuação dele.

O gráfico abaixo mostra a evolução anual (baseada na data de abertura da reclamação) do número de reclamações, segregados por tipo de conduta investigada do Agente Autônomo, que tiveram procedência parcial, total ou acordo entre as partes. Nota-se o pico do número total de reclamações em 2012, primeiro ano de vigência da Instrução CVM 497/11.

Adicionalmente, a maioria das condutas investigadas são classificadas como “inexecução ou infiel execução de ordens pelo AAI” – a materialização do conflito de interesse na conduta relatada na seção 4.2.1.

Figura 16

PROCESSOS DE MRP POR TIPO DE CONDUTA



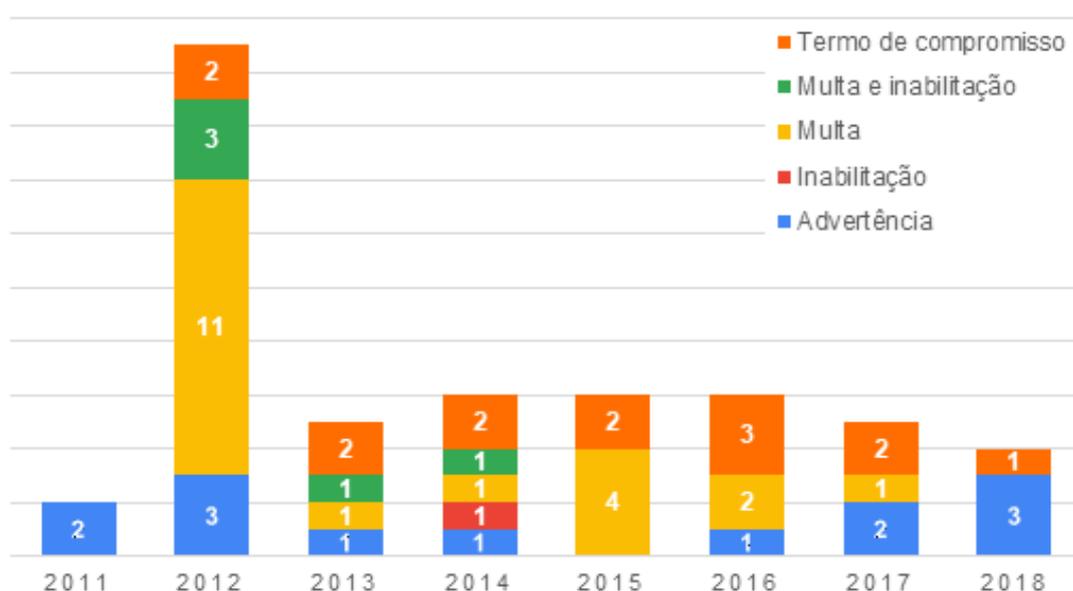


5.3. PROCESSOS ADMINISTRATIVOS DISCIPLINARES

Além de administrar o MRP, a BSM Supervisão de Mercados também pode instaurar e julgar processos administrativos disciplinares (PADs) relativos a atos dos participantes dos mercados que supervisiona, o que inclui os agentes autônomos de investimento.

Abaixo encontra-se o gráfico que mostra a evolução anual do número de sanções aplicadas a AAls (pessoa física ou jurídica) em PADs que já transitaram em julgado, segregados por tipo de sanção. Nota-se que o pico de sanções aplicadas a AAls aconteceu em 2012, primeiro ano da vigência da Instrução 497. É importante notar que PADs iniciados após o início da vigência da Instrução 497 ainda podem ter como objeto atos de participantes praticados na vigência da norma anterior, a saber, a Instrução CVM 434/06, o que se confirma com a leitura dos extratos dos referidos PADs.

Figura 17



Adicionalmente, a leitura dos extratos dos processos administrativos disciplinares permite identificar que parte relevante dos ilícitos analisados nos processos tratavam-se administração irregular de carteira por AAls, AAI atuando como procurador de cliente e execução de ordens sem documentação.

5.4. SUPERVISÃO BASEADA EM RISCO – DISTRIBUIÇÃO DE COTAS

A utilização de AAls, seja na forma da contratação direta, seja na contratação via escritório para a distribuição de cotas de fundos de investimento passou a ser objeto específico de fiscalização previsto no Plano Bienal 2017-2018 de Supervisão Baseada em Risco (SBR) da Comissão de Valores Mobiliários.



O Evento de Risco nº 14 da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais consistiu em, por meio de reuniões periódicas e análise de relatórios semestrais, monitorar a supervisão que a Associação Nacional das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) realizara em seus associados acerca do tema¹⁷.

O relatório de Supervisão Baseada em Risco do biênio 2017-2018, no que concerne a supervisão supracitada, mostra que apenas dois casos de deficiências no registro de ordens e seis casos onde foi identificada participação societária de AAIs em outros empreendimentos que poderia suscitar conflito de interesses. Em resumo, considerando a magnitude do número de vínculos para distribuição de cotas de fundos de investimento, o mercado em tela funciona a contento.

5.5. A INSTRUÇÃO 505 – POTENCIAL FATOR DE CONFUSÃO?

A melhora na conduta dos Agentes Autônomos de Investimento é notável a partir de 2012 (ano de início da vigência da Instrução CVM 497), seja a conduta medida por número de reclamações, pedidos de ressarcimento ou número de processos disciplinares. Isso constitui evidência em favor de que a norma atingiu seu objetivo e, portanto, a regra de exclusividade tal como atualmente é justificada.

No entanto, outra mudança normativa relevante ocorreu no período e pode ter contribuído para a melhoria nos indicadores de conduta dos Agentes Autônomos de Investimento: a reforma da antiga Instrução CVM 387.

Antes da publicação do edital de audiência pública SDM 03/10 visando a reforma da Instrução CVM 434/06, a CVM já havia publicado, em 28/04/2009, o edital de audiência pública SDM 04/09, cujo objetivo era coletar manifestações de interessados acerca de minutas propostas de normas concernentes à atividade dos intermediários em mercados regulamentados de valores mobiliários.

Uma das minutas do referido edital tratava-se de uma proposta de norma que revogaria a então vigente Instrução CVM 387/03¹⁸, adequando a normatização das operações em mercados regulamentados à ampla reforma normativa promovida pela edição da Instrução CVM 461/07¹⁹, aprimorando a disciplina dessas operações frente ao impacto dos avanços tecnológicos e estabelecendo padrões éticos mais estritos para a conduta dos intermediários com seus clientes.

Em 27/09/2011 (já após a publicação da Instrução CVM 497, que regula os AAI) a Comissão edita a Instrução CVM 505. Dentre as mudanças que potencialmente impactam a atividade dos AAI entendemos que as relativas à execução das ordens são as mais relevantes.

¹⁷ Quando da alteração da Instrução CVM 497 para relaxar a regra de exclusividade para distribuição de cotas de fundos, a ANBIMA firmou compromisso de intensificar rotinas de supervisão acerca da atividade de distribuição de cotas de fundos de investimento. A esse respeito, ver: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2011/20111229-2.html> (acesso em 09/05/2020).

¹⁸ A outra minuta da audiência pública referia-se à alteração da Instrução CVM 301/99, mais relacionada a prevenção à lavagem de dinheiro.

¹⁹ A Instrução 461/07 disciplina o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários, além da constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado.



Os artigos 12, 13 e 14 da Instrução CVM 505 dizem:

“Art. 12. O intermediário somente pode executar ordens transmitidas por:

- I. escrito;*
- II. telefone e outros sistemas de transmissão de voz; ou*
- III. sistemas eletrônicos de conexões automatizadas.*

Parágrafo único: Todas as ordens devem ser registradas, identificando-se o horário do seu recebimento, o cliente que as tenha emitido e as condições para sua execução.”

“Art. 13. O intermediário deve arquivar os registros das ordens transmitidas pelos clientes e as condições em que foram executadas, independentemente da sua forma de transmissão.

Parágrafo único. O sistema de arquivamento de que trata o caput deve ser protegido contra adulterações e permitir realização de auditorias e inspeções.

*Art. 14. O intermediário que atue em mercado organizado deve manter sistema de gravação de todos os diálogos mantidos com seus clientes, **inclusive por intermédio de prepostos**, de forma a registrar as ordens transmitidas por telefone ou outros sistemas de transmissão de voz.*

(...)”

A respeito dos artigos supracitados, vale destacar que durante a audiência pública SDM 04/09, houve comentários de um intermediário e associação de classe externando preocupação sobre como implementar a gravação de diálogos entre prepostos num cenário onde esse preposto fosse vinculado a mais de um intermediário. Na ocasião (e já após a edição da Instrução CVM 497/11), a Comissão entendeu que os obstáculos apontados pelos participantes estavam mitigados devido à nova regra de exclusividade²⁰.

É natural inferir que a mudança normativa acima relatada pode ter tido impacto relevante sobre a conduta dos agentes autônomos de investimento na medida em que, ao colocar explicitamente as condições necessárias para a execução de ordens²¹ pelo intermediário – e estipular que seu não cumprimento constitui infração grave, nos termos da Lei nº 6.385/76 - o principal problema de conduta dos AAI, a saber, execução infiel de ordens e/ou administração irregular de carteira, foi mitigado.

Quando se considera o estágio da identificação do problema regulatório em uma análise de impacto regulatório, estágio este onde se tenta definir de modo preciso o que chamou a atenção da agência (no presente caso, a configuração dos vínculos ao longo do espectro dos intermediários) e suas causas e consequências, a edição da Instrução 505/11 em proximidade à edição da Instrução 497 causa uma dificuldade adicional ao exercício já difícil de atribuição de causalidade.

²⁰ Relatório de Audiência Pública 04/09, pp. 37.

²¹ Antes da edição da Instrução 505/12, a Instrução CVM 387 deixava a cargo das bolsas de valores a definição de parâmetros para execução de ordens.



O aumento da concentração dos vínculos é inegável. No entanto, a melhora na conduta dos participantes também. Em que medida a melhora na conduta pode ser atribuída à Instrução CVM 497? Em que medida observaríamos a melhora na conduta dos participantes com o advento da Instrução CVM 505, caso a Instrução CVM 497 não existisse? A impossibilidade de construção de um cenário contrafactual (onde uma das normas não viesse a existir) nos impede de ter uma resposta com razoável segurança.



6. ASPECTOS ECONÔMICOS DA ATIVIDADE DE INTERMEDIÇÃO

6.1. MERCADOS DE DOIS LADOS

Na última década, o mercado de capitais em geral e o mercado de distribuição de investimentos em específico passaram por mudanças relevantes. Dentre mudanças tais como a popularização o programa Tesouro Direto²², o aumento do uso de *internet banking* e aplicativos, o advento do *home broker* e consolidação das bolsas no país (para um abrangente apanhado histórico sobre este assunto, ver a seção 3 de Júnior (2017)), popularização de “casas de análise” independentes, além da evolução da taxa SELIC para patamares historicamente baixos, chama atenção o crescimento da relevância de intermediários que adotaram o modelo de negócios usualmente conhecido como plataformas de arquitetura aberta²³.

Historicamente, o mercado de distribuição de produtos financeiros no Brasil tinha como característica marcante a predominância do modelo de negócios onde uma mesma instituição atuava tanto como emissor quanto como distribuidor do produto – uma arquitetura “fechada”. Instituições bancárias tradicionais utilizavam de sua relação comercial já estabelecida com correntistas para distribuir produtos de emissão própria, fossem estes CDBs, LCIs, LCAs, Fundos de investimento ou planos de previdência.

Intermediários não ligados a conglomerados financeiros passaram a atuar neste mercado por meio do modelo conhecido como plataforma de “arquitetura aberta”. Neste modelo, os intermediários oferecem a seus clientes produtos financeiros de emissores distintos de si – efetivamente prestando um serviço de “conexão”, uma plataforma. Tal modelo de negócio tem recebido a atenção de reguladores antitruste ao redor do mundo – a esse respeito, a leitura do Parecer Técnico nº 24 de 27/12/2017 da Superintendência Geral do CADE e do Estudo Especial nº 47/2019 acerca da operação Itaú-XP é recomendada.

Plataformas de investimento são desejáveis para investidores na medida em que oferecem, em um mesmo lugar, produtos diversos de diversos emissores. Para os emissores, as plataformas representam uma alternativa em direção à pulverização do passivo e terceirização de esforços de distribuição.

Rochet e Tirole (2005) utilizam o termo “mercado de dois lados” (no original “*two-sided markets*”) para caracterizar a situação em que dois conjuntos de agentes (um ofertante e um demandante de produtos de investimento) interagem por meio de uma plataforma intermediária.

Uma das características marcantes de um mercado de dois lados é que o volume de transações que nele ocorrem está ligado não somente ao nível de preços, mas à distribuição do preço entre os dois lados. Tal característica permite explicar situações onde um dos lados não paga (ou até mesmo recebe dinheiro) para se associar e utilizar uma plataforma. No contexto das plataformas de investimento é comum que intermediários isentem investidores das taxas de registro, custódia, entre outros. Usualmente, a receita do intermediário advém da cobrança sobre os ofertantes da plataforma.

²² <https://www.tesourodireto.com.br/>

²³ <https://capitalaberto.com.br/temas/gestao-de-recursos/plataformas-alavancam-as-assets-independentes/>
<https://valorinveste.globo.com/educacao-financeira/noticia/2019/07/25/para-onde-caminham-as-plataformas-de-investimentos.ghtml>
<https://epocanegocios.globo.com/Empresa/noticia/2017/05/epoca-negocios-mercado-disputa-clientes-premium-de-grandes-bancos.html>



Outra particularidade do mercado de dois lados trata-se da presença de externalidades de rede. A externalidade de rede surge quando a utilidade da plataforma aumenta à medida que novos integrantes aderem à plataforma, em qualquer de seus lados. É comum dividir as externalidades de rede em dois grupos: externalidades diretas e indiretas.

Externalidades de rede diretas ocorrem quando, para usuários de um lado, a utilidade da plataforma aumenta quando mais usuários deste lado aderem à mesma. Um exemplo clássico de externalidades de rede diretas é o caso onde usuários de uma rede social se beneficiam da presença de outros usuários (mais chances de conexão).

Externalidades de rede indiretas acontecem quando a utilidade da plataforma para um dos lados aumenta com o aumento de usuários do outro lado da plataforma. No contexto das plataformas de investimentos, quanto maior o número de emissores em uma plataforma, mais ela vai ser desejável para os investidores, *ceteris paribus*. De maneira simétrica, quanto maior a base de investidores de uma plataforma, mais ela vai ser desejável para os emissores.

A presença das externalidades de rede implica um aumento da importância de uma plataforma se firmar como *first-mover* e obter um número crítico de usuários de modo que as externalidades de rede para novos usuários aumentem e isto atraia ainda mais novos usuários. Em outros termos, as externalidades de rede propiciam um cenário de “ganhador leva tudo”. Há exemplos dessa dominância por uma firma em vários mercados: sistemas operacionais de computador, redes sociais e até mesmo a dominância de um idioma em territórios com vários dialetos²⁴.

Adicionalmente, outro conceito importante no âmbito dos mercados de dois lados é o de *multihoming*: a prática de usuários se conectarem a mais de uma plataforma. “Por exemplo, no mercado de cartões de crédito é comum que consumidores possuam mais de um cartão de diferentes bandeiras, assim como estabelecimentos costumam aceitar múltiplas bandeiras um exemplo de *multihoming* nos dois lados da plataforma. Por outro lado, no caso de consoles de videogames, é comum que consumidores possuam apenas um aparelho, embora desenvolvedores de jogos forneçam para vários fabricantes, um exemplo de *multihoming* apenas em um lado”²⁵.

A existência de *multihoming* pode impactar os preços e a estrutura de preços (entendido como a distribuição dos preços entre os lados de uma plataforma). Quando há *multihoming* de ambos os lados da plataforma, consumidores e vendedores possuem mais opções disponíveis, provocando pressão sobre os preços cobrados de ambos pela plataforma. Havendo *multihoming* em apenas um dos lados (ou num cenário onde o *multihoming* em um dos lados é muito mais prevalente que no outro), é comum que a distribuição dos preços se modifique em desfavor do lado que pratica o *multihoming*. Por exemplo: numa situação onde vendedores em uma plataforma façam *multihoming* mas os compradores não, a plataforma pode cobrar mais dos vendedores para ter acesso à clientela cativa.

²⁴ Ainda que as externalidades de rede propiciem a concentração, há evidências de que a dominância de firmas é cada vez menos perene – no contexto de custos de entrada cada vez menores. A esse respeito ver Evans e Schmalensee (2016).

²⁵ Exemplos retirados do Parecer Técnico N° 24 da Superintendência Geral do CADE.



Exemplos de análises empíricas sistemáticas acerca do efeito das externalidades de rede bem como do fenômeno de *multihoming* são raras, embora abundem exemplos anedóticos. Caillaud e Jullien (2003) inferem, a partir de um modelo teórico, que na presença de vinculação exclusiva, plataformas tem incentivo a subsidiar clientes de modo a maximizar externalidades de rede indiretas e tentar capturar todos os ofertantes do mercado e se proteger de plataformas entrantes. Em outras palavras, embora o equilíbrio do modelo seja o domínio por uma firma, o consumidor não é prejudicado (do ponto de vista do aproveitamento de externalidade de rede).

Rysman (2009) contém um bom apanhado da literatura econômica e suas implicações para políticas públicas. Evans (2003) foca nos aspectos concorrenciais dos mercados de dois lados.

Concentração de mercado potencialmente oriunda do aproveitamento de externalidades de redes tornam ainda mais difícil uma análise sobre competitividade no mercado de agentes autônomos de investimento. Isto porque, como relatado em OCDE (2018), os efeitos da concentração sobre a intensidade da competição em um mercado são ambíguos: um aumento da concentração pode indicar um declínio na competição se refletir a existência de menos e mais “fracos” rivais para fazer frente à firma incumbente. No entanto, pode igualmente refletir as forças da competição em ação, trazendo sucesso e *market share* para firmas mais eficientes.

Agentes autônomos de investimento têm um papel importante neste ecossistema das plataformas de investimento pois permitem aos intermediários-plataformas dispor de esforço de venda com uma capilaridade geográfica maior, sem custo fixo alto e sem vínculos trabalhistas.

Embora não exista nenhum impedimento para que investidores sejam clientes de tantos intermediários quantos quiserem, é possível argumentar que a regra de exclusividade da Instrução CVM 497 constitui um fator que dificulta o *multihoming* do investidor que tem preferência por realizar seus investimentos por meio dos serviços de um agente autônomo de investimentos.

As Figura 14 e Figura 15 sintetizam o papel do AAI no esquema de distribuição de investimentos das “plataformas abertas”, com exclusividade de vínculo e sem exclusividade, respectivamente.

Finalmente, vale ressaltar que não existe uma classificação formal que separe intermediários em plataformas abertas e fechadas. Nos termos da regulação doméstica, estes participantes são classificados como membros do sistema de distribuição, podendo ser corretoras de valores mobiliários, distribuidoras de títulos e valores mobiliários, bancos comerciais, bancos de investimento entre outros.



Figura 18

Fluxo de Remuneração e Ativos em plataformas com exclusividade de vínculo com Agente Autônomo de Investimentos

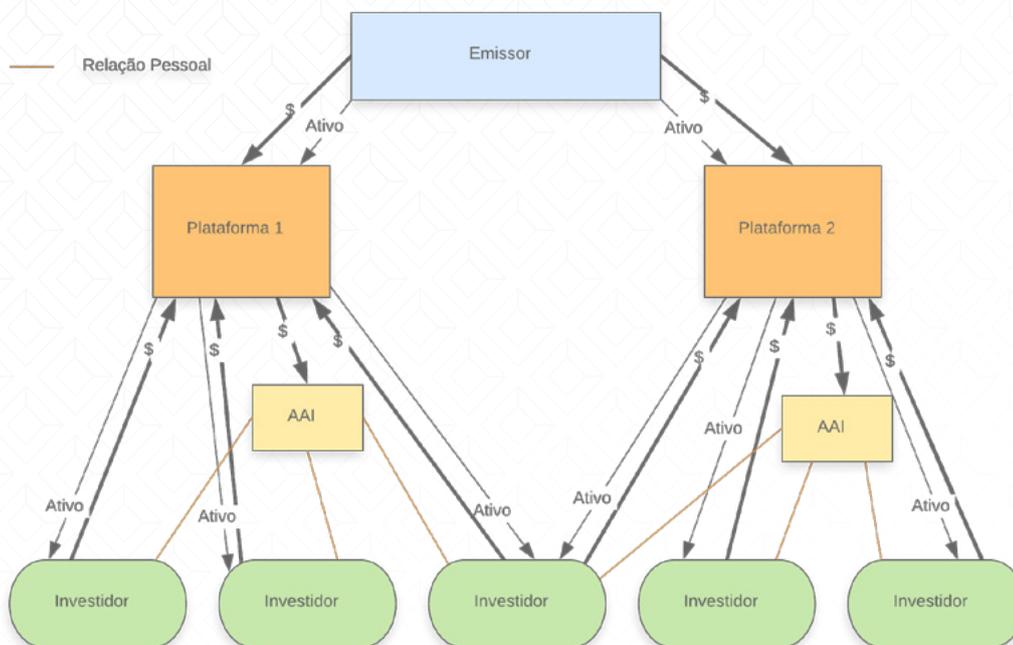
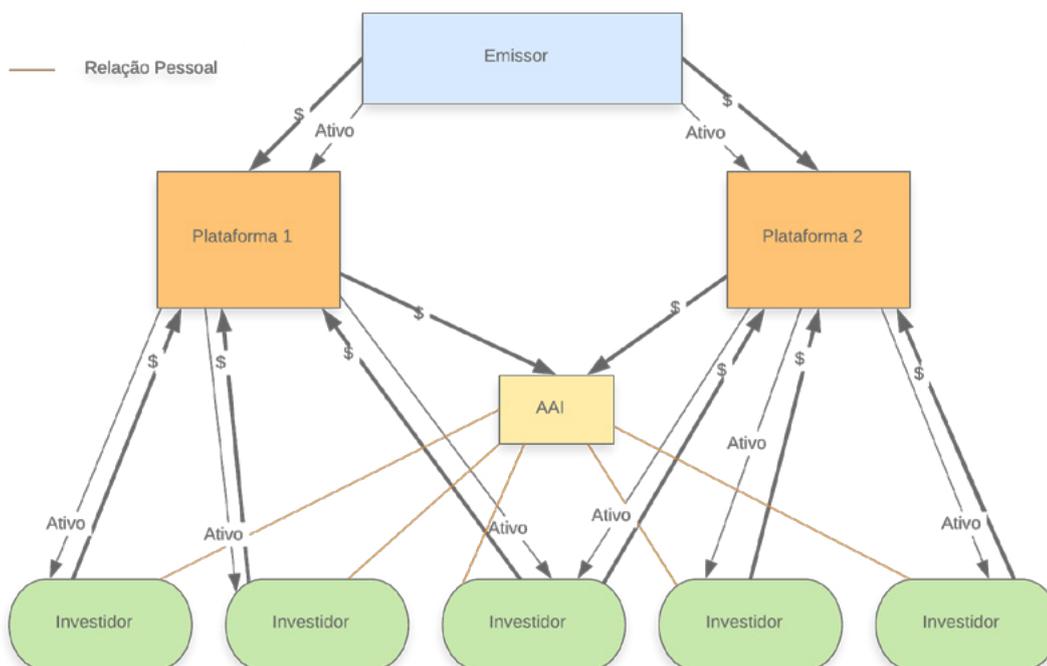


Figura 19

Fluxo de Remuneração e Ativos em plataformas sem exclusividade de vínculo com Agente Autônomo de Investimentos





6.2. REMUNERAÇÃO NA DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS FINANCEIROS

A remuneração de cada participante envolvido na cadeia de distribuição de investimentos é ponto fundamental para que se avalie a miríade de incentivos aos quais cada um destes participantes está sujeito.

Na seção 4 deste estudo vimos que usualmente os Agentes Autônomos de Investimento são remunerados por meio de comissões, ou seja, recebendo uma fração da receita gerada para o intermediário contratante. No caso das operações em bolsa, vimos que o fato gerador da remuneração se trata da execução de ordens, o que gerava um incentivo para que o AAI tentasse influenciar seu cliente a girar a carteira de modo a gerar mais receita para o intermediário e para si. O custo da operação é suportado diretamente pelo investidor (corretagem), embora este não saiba quanto da corretagem é repassada ao AAI.

Quando o incentivo inadequado supracitado se transforma num desvio de conduta de fato, temos os casos onde AAIs efetivamente repassam ordens inexistentes de clientes ou oferecem (sem de fato estarem habilitados para tanto) o serviço de administração de carteira para seus clientes – a esse respeito, ver a Figura 16.

Quando se trata da distribuição de cotas de fundos de investimento e outros ativos financeiros como emissões bancárias ou ofertas públicas de valores mobiliários, o custo da distribuição não recai **diretamente** sobre o consumidor, mas sobre o emissor, que remunera do intermediário que por sua vez remunera o AAI. A remuneração do intermediário usualmente se dá também na forma de comissão: uma % sobre o valor da emissão subscrita por seus clientes. Nada impede que a estrutura de remuneração do intermediário seja algo mais elaborado que uma *'flat fee'* (% fixa sobre o valor distribuído). É comum, em ofertas públicas, a presença de “comissões de incentivo” que majoram a remuneração do intermediário caso este seja especialmente bem sucedido na sua tarefa de distribuição.

De modo geral, a remuneração por meio de comissões por produto gera o incentivo adverso para que prestadores de serviço busquem influenciar seus clientes a comprarem produtos que pagam mais comissão, *ceteris paribus*.

Esse assunto tem sido pauta de discussão em diversas jurisdições. Em 2006, a *Financial Services Authority* (precursora da *Financial Conduct Authority*²⁶) lançou um grande esforço de pesquisa para investigar como produtos financeiros eram distribuídos para investidores de varejo. Em 2012 a *Financial Conduct Authority* colocou em vigor um conjunto de regras conhecido como *Retail Distribution Review* (RDR). Dentre as principais mudanças constantes no RDR está o banimento do pagamento de comissões pelos emissores aos *'advisers'* e às plataformas²⁷.

²⁶ <https://www.fca.org.uk/>

²⁷ O banimento de comissões pagas por emissores a plataformas só entrou em vigor em 2014, mas ainda permitiu o pagamento de comissões em 'contratos legado' até abril de 2016.



No tocante aos *advisers*, o objetivo do regulador com o fim das comissões pagas por emissores foi eliminar o incentivo para que *advisers* recomendassem produtos cuja comissão era maior, *ceteris paribus*, bem como explicitar para o investidor o custo do aconselhamento – por vezes investidores viam o aconselhamento como um ‘almoço grátis’, já que a remuneração do *adviser* poderia ser minorada para o investidor, sendo arcada pelo emissor. Esse custo menor para o consumidor, no entanto, vinha a reboque de uma menor qualidade do aconselhamento.

Com relação às plataformas, o objetivo do banimento das comissões pagas por emissores²⁸ e a atribuição do custo da plataforma diretamente ao investidor foi explicitar o custo do processo de distribuição para estes investidores e facilitar a comparação de preços entre plataformas, incentivando a competição entre elas.

Em dezembro de 2014, a consultoria *Europe Economics* publicou um relatório de avaliação (*Europe Economics(2014)*) dos efeitos da RDR no mercado relevante. No que concerne a mudança nas regras de remuneração dos *advisers*, o relatório documenta que: não é possível perceber mudança relevante na propensão a investidores pagarem por aconselhamento, mesmo com a explicitação do seu custo (uma das justificativas para isso é que a demanda por aconselhamento é mais influenciada por confiança e reputação do que por preço).

Adicionalmente, o relatório diz que houve mudança no modelo de negócios dos *advisers* em direção a uma maior segmentação de seus clientes e diferenciação de preços e serviços por extrato de renda e redução de subsídios cruzados entre clientes (quando firmas suportavam os custos de clientes não-lucrativos com receita de clientes lucrativos – na esperança de que os clientes não lucrativos se tornassem lucrativos em algum momento).

O fim dos subsídios cruzados no parágrafo acima gerou a preocupação de que explicitação de custos em conjunto com a impossibilidade de remuneração dos *advisers* por emissores (via comissão) pudesse gerar um ‘*advice gap*’, ou seja, um conjunto de investidores que estivessem dispostos a pagar por aconselhamento mas que não seriam atendidos por *advisers* por não serem lucrativos a estes. As evidências coletadas são de que se este grupo de fato existir, ele é muito pequeno. Além disso, o surgimento de *fintechs* que trabalhassem com aconselhamento de massa (*robo-advisers*, etc.) poderia potencialmente absorver este mercado.

Em relação às plataformas, o relatório documenta que há evidências de que investidores passaram a pesquisar mais a diferença de preços entre plataformas, exercendo pressão competitiva no preço destas. Além disso, houve aumento de vendas de produtos que não pagavam comissão no período pré-RDR (uma evidência de que a comissão de fato influenciava a colocação dos produtos no mercado). Embora seja difícil isolar de outros fatores o efeito que o RDR teve nas plataformas, o relatório argumenta que RDR acelerou a mudança no mix de produtos mais vendidos pelas plataformas em favor de produtos mais baratos.

²⁸ Emissores ainda podem pagar diretamente às plataformas por serviços como correção de informações, publicidade e dados gerenciais.



No Estados Unidos, a *Securities and Exchange Commission* lançou em junho de 2019 um conjunto de normas e interpretações que buscam aumentar a transparência e qualidade da relação entre investidores e prestadores de serviço tais como *advisers* e *broker-dealers*²⁹. Especificamente, foram publicados uma norma (*Regulation Best Interest*), duas interpretações e um novo formulário de *disclosure* (Form CRS).

A *Regulation Best Interest* adiciona novos deveres para *brokers-dealers* perante os investidores. Estes prestadores de serviço passam a ter obrigações de *disclosure* mais robustas; obrigação de levar em conta fatores adicionais (tais como risco, retorno e custo) ao fazer recomendações aos seus clientes (ao invés de somente considerar a adequação do produto oferecido ao perfil de *'suitability'* do cliente); além de requisitos adicionais sobre as políticas e procedimentos para lidar com conflitos de interesse.

O formulário *'Client Relationship Summary'* (Form CRS) passa a ser obrigatório tanto para *advisers* quanto para *brokers-dealers*. Este documento, cuja linguagem simples em formato de perguntas e respostas busca facilitar o entendimento do investidor de varejo, tem de ser entregue pelos participantes ao potencial cliente. Após sua leitura, o cliente deve estar apto a entender os principais serviços prestados e as formas como a remuneração do participante pode influenciar seu comportamento³⁰.

Na Austrália, a *Australian Securities & Investments Commission* (ASIC) banuiu desde 2013³¹ o pagamento conflitado para seus regulados. Neste caso, o regulador define de maneira ampla o que é o pagamento conflitado e analisa os casos concretos.

Especificamente, a ASIC define que remuneração conflitada trata-se de qualquer benefício (inclusive não monetário) dado a um regulado ou a seus representantes que possa razoavelmente influenciar o aconselhamento ou sugestão de produto financeiro para os clientes.

Na literatura econômica, Christoffersen et al. (2013) investiga o efeito que a forma de remuneração dos intermediários na distribuição de *mutual funds* tem sobre a captação e performance destes fundos. Aqui é salutar destacar que a remuneração de distribuidores na indústria de fundos americanas é distinta da indústria brasileira. Nos EUA, o fundo contrata um *underwriter* para realizar a atividade de distribuição. Este *underwriter* por sua vez contrata *brokers* que são remunerados num esquema de *load-sharing* (onde o fundo paga a ele, através do *underwriter*, uma única vez por cada investimento realizado) ou num esquema de *revenue-sharing* (onde o gestor do fundo – *fund adviser* – paga ao broker de modo recorrente uma fração da receita obtida por meio da taxa de administração sobre o patrimônio aportado pelos investidores). No Brasil, a remuneração da distribuição de cotas se assemelha a um *revenue-sharing*.³²

²⁹ <https://www.sec.gov/news/press-release/2019-89>

³⁰ A SEC publicou versões fictícias dos documentos para orientar os participantes: <https://www.sec.gov/news/statements/2018/annex-b-3-ia-registrant-mock-up.pdf> e <https://www.sec.gov/news/statements/2018/annex-b-3-ia-registrant-mock-up.pdf>

³¹ A esse respeito, ver o [Regulatory Guide 246 – Conflicted Remuneration](#).

³² O artigo 132 da Instrução CVM 555 lista as despesas que podem ser deduzidas diretamente do patrimônio do fundo de investimento – a despesa com distribuição não é uma delas. A distribuição é paga pelo administrador a partir da receita aferida pela taxa de administração.



Os autores documentam, controlando para outras variáveis que influenciam captação e performance, que existe uma relação positiva entre o *load-sharing* e o valor captado pelo fundo por meio dos *brokers*. Em outras palavras, *brokers* tendem a 'empurrar' para seus clientes fundos que pagam mais para si. Além disso, os autores documentam que fundos que pagam mais para *brokers* – em *load-sharing* – (quando controladas outras variáveis que explicam performance), em geral tem uma performance pior, especialmente quando os *brokers* não são vinculados ao *sponsor* do fundo.

Em 2015 o *Council of Economic Advisers* da Casa Branca elaborou um relatório (CEA(2015)) estimando os efeitos que aconselhamentos conflitados teriam sobre IRAs (*Individual Retirement Accounts*) de cidadãos americanos. No caso em tela, aconselhamento conflitado diz respeito a aconselhamento cuja remuneração é baseada em taxa ou comissões que dependem da ação dos investidores.

O documento estima que investimentos feitos a partir de aconselhamento conflitado rendem cerca de 1% ao ano menos que investimentos não-conflitados. Considerando que cerca de 1.7 trilhões de dólares estão investidos em produtos sujeitos a conflitos de remuneração, o custo estimado anual do aconselhamento conflito é de cerca de 17 bilhões de dólares.

EGAN (2019), analisa uma base de dados contendo informações sobre emissões de *Reverse Convertible Bonds* e documenta que a comissões pagas aos *brokers* tem poder explicativo sobre o volume das emissões. O autor identifica emissões que são totalmente dominadas em relação a outras (em outras palavras, emissões idênticas a menos do pagamento do cupom de juros), cenário em que é possível identificar sem sobra de dúvidas que uma emissão é preferível a outra. Em tal cenário, seria de se esperar que a emissão dominada tivesse um volume financeiro próximo de zero. No entanto, emissões dominadas são frequentemente maiores que emissões dominantes. A explicação? A remuneração do broker – emissões dominadas pagavam mais ao intermediário.

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários, quando reformou a Instrução CVM 409/04, editando a Instrução CVM 555/14, vetou que fundos investidores recebessem parcela da receita auferida pelos administradores de fundos investidos, por entender que esta prática feria a independência que se esperava do administrador do fundo investidor³³. A *rationale* é a mesma do conflito de interesse que surge de qualquer pagamento via comissão: existe um incentivo para que, tudo o mais constante, se invista no fundo que paga maior comissão.

Recentemente, os incentivos que surgem da forma de remuneração dos Agentes Autônomos de Investimento pelos intermediários contratantes ganharam evidência no noticiário econômico³⁴. Isso gerou movimentações de intermediários quanto a forma de remuneração de AAls contratados, no entanto, sem alteração da forma de remuneração dos intermediários pelos emissores³⁵.

³³ A vedação está contida no Art. 92, §2º. Há exceção da vedação para fundos que somente invistam em um único fundo, bem como para fundos que tenham como cotistas apenas investidores profissionais (desde que todos assinem termo de ciência).

³⁴ <https://valorinveste.globo.com/objetivo/hora-de-investir/noticia/2020/06/24/itau-socio-da-xp-parte-para-briga-em-propaganda-e-revolta-agentes-autonomos.ghtml>

³⁵ <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/05/13/xp-investimentos-vai-abrir-remuneracao-de-agente-autonomo-na-venda-de-fundos.ghtml>



Mais uma vez, é preciso deixar claro que o pagamento de comissão gera o incentivo, tudo o mais constante, de que o participante (seja este AAI ou Intermediário) ofereça o produto que gere maior receita de comissionamento. O incentivo a distribuir o produto de maior comissionamento só deixa de existir plenamente se não houver esta forma de remuneração em todos os elos da cadeia de distribuição.

Numa situação onde o participante (seja AAI ou Intermediário) seja remunerado por uma taxa sobre o patrimônio do investidor, o incentivo a oferecer produtos baseada na receita de comissão deixa de existir. No entanto, isso não necessariamente se traduz numa melhor situação para o cliente (em termos de custos) em todos os cenários possíveis. Isto acontece porque um cliente que transaciona poucas vezes ainda pode estar em melhor situação se pagar um custo avulso (ainda que em forma de comissão) vis a vis uma taxa recorrente sobre seu patrimônio. A forma de remuneração dos serviços prestados é, portanto, fator central no alinhamento de incentivos em favor do bom funcionamento do mercado de distribuição (emissores que consigam colocar suas emissões no mercado, intermediários que sejam justamente remunerados pela disponibilização de produtos a sua base de clientes e investidores que sejam atendidos levando em conta suas necessidades – e não os incentivos do vendedor).

Jurisdições ao redor do globo adotam diferentes abordagens para lidar com o tema. Há quem proíba o pagamento de comissão, há quem o permita, desde que fique claro para o investidor, as potenciais implicações que surgem de cada forma de remuneração.



7. MAPEAMENTO DE BENCHMARK INTERNACIONAL

A seguir, buscamos documentar a presença de requisitos regulatórios de exclusividade entre figuras semelhantes aos agentes autônomos de investimento e intermediários em algumas jurisdições internacionais. Com isso buscamos avaliar se a experiência em outras jurisdições fornece insumos que ajudem na reflexão contida neste AIR.

7.1. ESTADOS UNIDOS

A figura que mais se assemelha ao AAI no arranjo regulatório do mercado de capitais americano é o *General Securities Representative*³⁶, participante vinculado a um *broker-dealer* registrado junto à FINRA (*Financial Industry Regulatory Authority*), entidade autorreguladora de mercados organizados americano.

As atribuições da ocupação supracitada são as seguintes: “*solicitation, purchase and/or sale of all securities products, including corporate securities, municipal fund securities, options, direct participation programs, investment company products and variable contracts*”.

Para obter o registro como **General Securities Representative**, o candidato deve primeiramente ser aprovado em uma prova generalista, a *Securities Industry Essentials*, e então, após se “vincular e ser recomendado”³⁷ por uma firma membro da FINRA, ser aprovado no *Series 7 Exam*, avaliação cujo conteúdo é dividido em quatro grandes áreas relacionadas à função do *General Securities Representative*, a saber:

1. Prospecção de negócios para o *broker-dealer*, seja com clientes ou potenciais clientes;
2. Abertura de contas após obter o perfil financeiro e objetivos de investimento do cliente;
3. Prover clientes com informações sobre investimentos, fazer recomendações adequadas, transferir ativos e manter registros adequados; e
4. Obter e verificar instruções de compra e venda do cliente, processar, completar e confirmar transações.

Apesar de ter que ser vinculada a uma firma membro da FINRA para ter o direito de realizar o *Series 7 Exam*, não existe proibição formal para que, uma vez obtido o registro de *General Securities Representative*, uma pessoa se vincule a mais de uma firma-membro, desde que as firmas estejam de acordo com esse arranjo. A este respeito, ver a *FINRA Rule 3270*³⁸.

³⁶ Para maiores detalhes sobre a lista de produtos e atividades permitidos ao *General Securities Representative*, visite o endereço a seguir: <https://www.finra.org/registration-exams-ce/qualification-exams/series7>.

³⁷ Tradução livre de “*Candidates must be associated and sponsored by a FINRA member (...)*”

³⁸ <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/3270>



Em números, no entanto, a exclusividade de vínculos entre os *General Securities Representatives* (GSR) e intermediários é quase total. Em dezembro de 2019, apenas 0,3% dos 451.560 GSR registrados na FINRA estavam vinculados a mais de uma firma.

The Protocol for Broker Recruiting

A migração de *General Securities Representatives* entre firmas no mercado americano era um processo marcado por alto grau de litígio judicial. Quando um GSR deixava uma firma por outra, naturalmente ele tentava levar consigo os clientes com os quais havia desenvolvido um relacionamento comercial. Nesse cenário, baseada na premissa de que detinha propriedade sobre os dados de contato dos clientes e no contrato assinado com o GSR, a firma abandonada acionava a justiça para impedir que o GSR abordasse os clientes e, por vezes, restringia ao cliente informações sobre a nova filiação do GSR, num esforço derradeiro de que o cliente não migrasse.

O custo desses litígios era tão relevante que em 2004 as firmas Smith Barney (atual Morgan Stanley), Merrill Lynch e UBS assinaram um acordo entre si denominado *Brokers Protocol*³⁹.

O documento, de adesão completamente voluntária, estipulava quais informações dos clientes os GSRs poderiam levar consigo quando migravam de uma firma para outra (desde que ambas fossem signatárias do protocolo), que as informações só poderiam ser utilizadas pelo GSR migrante (ou seja, ele não poderia repassar a informação para outros GSRs da nova firma) e que as informações levadas fossem informadas ao *back-office* da firma antiga.

Se o protocolo fosse seguido, tanto a firma nova quando o GSR migrante estavam livres de qualquer interpelação judicial (referente à migração) por parte da firma antiga.

O número de signatários do protocolo cresceu de maneira relevante ao longo do tempo. Atualmente, 1886 firmas são aderentes. No entanto, no passado recente, alguns participantes relevantes se desligaram do mesmo e voltaram a litigar nos moldes pré-protocolo⁴⁰.

7.2. UNIÃO EUROPEIA

Atividades ligadas aos mercados financeiro e de capitais dos países-membro da União Europeia (UE) são, em geral, reguladas de maneira ampla por diretivas emitidas pelos Conselho e Parlamento Europeus, deixando a cargo dos países-membro a regulação de aspectos específicos destas atividades, desde que em conformidade com a regulação supranacional europeia. O objetivo é a convergência de regras na UE ao mesmo tempo em que se preserva relativa autonomia aos reguladores nacionais, de modo que estes acomodem as peculiaridades de seus respectivos mercados.

³⁹ <https://www.thebrokerprotocol.com/index.php/authors>

⁴⁰ <https://www.nytimes.com/2018/01/19/your-money/broker-protocol.html>



Nesse contexto, a *Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council*, popularmente conhecida como MiFID II (*Markets in Financial Instruments Directive II*), define a atividade de **Tied Agent** como:

“(...) a natural or legal person who, under full and unconditional responsibility of only one investment firm⁴¹ on whose behalf it acts, promotes investment and/or ancillary services to clients or prospective clients, receives and transmits instructions or orders from the client in respect of investment services or financial instruments, places financial instruments or provides advice to clients or prospective clients in respect of those financial instruments or services”

Para além dos dispositivos usuais referentes a requisitos organizacionais como, por exemplo, ter políticas e procedimentos adequados para garantir o cumprimento do MiFID II pelas *investment firms* (incluindo seus *tied agents*) e adoção de medidas para identificar, prevenir e gerenciar conflitos de interesse⁴², as obrigações das *investment firms* relacionadas à atividade de *tied agents* estão contidas no Artigo 29 da norma.

Países membros (na figura de seus reguladores) devem garantir que *tied agents* só sejam registrados se satisfeitos requisitos mínimos de boa reputação e conhecimentos gerais e profissionais necessários para consecução das atividades permitidas. Além disso, *tied agents* admitidos devem ser registrados em cadastro público regularmente atualizado. A *European Securities Market Authority* (ESMA) hospeda uma página na web contendo hyperlinks para o cadastro público de *tied agents* de cada país-membro⁴³.

Países membros devem obrigar as *investment firm* que utilizem *tied agents* a assumir total e incondicional responsabilidade por todos os atos e omissões do *tied agent* quando este age em nome daquela. Adicionalmente, as *investment firms* devem ser obrigadas a garantir que os *tied agents* divulguem que agem em nome da *investment firm* quando contatarem clientes ou potenciais clientes. Além disso, as *investment firms* devem tomar todas as medidas necessárias para que atividades do *tied agent* não abarcadas pelo escopo da MiFID II não tenham impacto negativo nas atividades realizadas quando agindo em nome da *investment firm* ao qual está vinculado.

Por fim, países membros podem adotar, em suas respectivas jurisdições, dispositivos que sejam mais estritos que os estabelecidos no artigo 29 da MiFID II.

É direto concluir, portanto, que existe uma regra regulatória de exclusividade vinculando um *tied agent* a uma *investment firm*.

⁴¹ A mesma diretiva define *investment firm* da seguinte maneira: “(...) any legal person whose regular occupation or business is the provision of one or more investment services to third parties and/or performance of one or more investment activities on a professional basis.”. Por sua vez, *investment services and activities* são definidos na Seção A do Anexo I da norma.

⁴² Artigos 16(2) e 23(1) da MiFID II, respectivamente.

⁴³ A saber, <https://www.esma.europa.eu/tied-agents>



7.3. AUSTRALIA

As atividades permitidas ao AAI brasileiro se encaixam no conceito de *arranging*, que por sua vez está contido no conceito de *dealing*, atividade regulada (isto é, necessita autorização prévia) no mercado de capitais australiano.

Embora não exista uma definição taxativa das atividades contidas no escopo do conceito de *arranging*, a atividade se refere ao processo através do qual uma pessoa operacionaliza, facilita ou implementa, a consecução de um investimento. Conforme o guia regulatório 36, publicado pela *Australian Securities & Investments Commission (ASIC)*, “(...) *Arranging occurs when a person brings into effect the issue, variation, disposal or acquisition of, or application for, a financial product.*”

Condutas podem ser consideradas *arranging* se:

- O envolvimento na cadeia de eventos que resulta na negociação efetiva é de importância tal que sem este envolvimento a transação provavelmente não seria efetivada;
- O envolvimento “adiciona valor” significativo para a pessoa ou empresa para quem o *arranger* trabalha;

Como exemplo prático de atividades que de maneira consistem em *arrangement*, a ASIC destaca a atividade de repassar ordens e encaminhamento de brochuras e publicidade de produtos financeiros acompanhada de instruções de contato caso o investidor queira adquirir os produtos.

Embora seja uma atividade regulada e seja requerida, de maneira geral, uma autorização prévia para o exercício de *arrangement*, é possível exercer a atividade sem uma licença da ASIC. Isso acontece quando uma pessoa exerce a atividade como representante de um detentor de licença, sob a égide do *Corporations Act 2001 – Sects 911A e 911B*.

Neste caso, o detentor da licença deve fornecer uma autorização formal em benefício do seu representante para que este exerça a atividade para o qual aquele é licenciado. O detentor da licença passa então a ser responsável, entre outras coisas, a tomar medidas necessárias para que seu representante obedeça a regulação e as leis; e a treinar adequadamente o representante para garantir que ele terá competência para prestar os serviços para o qual foi designado. O detentor é, em última instância, responsável por todos os serviços licenciados oferecidos, independente da forma de oferecimento (diretamente ou via representante).

O *Corporate Act 2001 Sect 991B* estabelece, quando atua como representante de um provedor de serviços financeiros, uma pessoa pode atuar como representante de outro provedor de serviços financeiros. Em outras palavras, **não existe uma regra de exclusividade** entre representante e detentor de licença.



Em consulta ao regulador australiano, inquirimos qual seria a prevalência de representantes que prestam serviço para mais de um licenciado. De cerca de 25000 representantes que prestam serviço de *'arrange to deal'* para cerca de 984 detentores de licença, apenas 12 representantes são vinculados a mais de um licenciado, todos sob comum acordo (*'mutual cross endorsement'*) destes.

Como é possível notar a partir das seções acima, não existe consenso acerca da utilização de requisitos regulatórios de exclusividade entre intermediários e participantes similares aos Agentes Autônomos de Investimento. Enquanto EUA e Austrália não requerem a exclusividade de vínculo em seus instrumentos normativas, a regulação europeia é mais estrita e formaliza a necessidade de vínculo exclusivo. Contudo, vale destacar que no caso do mercado americano e australiano, mesmo não havendo requisito regulatório de exclusividade, casos de múltiplos vínculos são exceção naquele mercado.

Ainda, é comum entre as jurisdições estudadas o fato de que o intermediário é sempre responsável pelos atos praticados por quem é vinculado a si – de maneira similar à condição de preposto que o AAI assume perante os intermediários brasileiros.



8. ANÁLISE DE IMPACTO

8.1. DESCRIÇÃO DOS CENÁRIOS

A partir da exposição feita nas seções anteriores, vamos considerar dois cenários distintos acerca do requisito regulatório de exclusividade de vínculo entre AAls e Intermediários. A regulação atual – exclusividade de vínculos entre AAls e Intermediário para a distribuição de valores mobiliários (exceto cotas de fundos) – servirá de cenário-base, em relação ao qual realizaremos a comparação dos efeitos estimados em dois cenários alternativos: um considerando a extinção do requisito regulatório de exclusividade (cenário 1) e um considerando a expansão (para cotas de fundos de investimento) do requisito regulatório de exclusividade (cenário 2).

Na avaliação dos cenários supracitados, estamos supondo que o restante da regulamentação afeita aos participantes seja mantido constante – nesse sentido, não vamos considerar, por exemplo, mudança no regime de preposição dos AAls, mudanças em outros artigos da Instrução 497, tampouco mudanças na Instrução CVM 505.

Tentaremos empreender uma análise custo-benefício de ganhos e perdas incrementais introduzidos pelos cenários alternativos. A metodologia de classificação dos custos será a metodologia padrão da OCDE⁴⁴.

Para além dos participantes tratados no Mapeamento de Participantes, a saber, Agentes Autônomos e Intermediários, vamos analisar custos e benefícios estimados também sob o ponto de vista dos investidores e do regulador/autorregulador.

8.2. CENÁRIO 1 – EXCLUSÃO DA REGRA DE EXCLUSIVIDADE

8.2.1. CUSTOS

8.2.1.1. CUSTOS DE COMPLIANCE

Custos de *compliance* são aqueles incorridos por participantes na consecução das mudanças necessárias para ficarem aderentes ao disposto na regulamentação (no caso do regulador – para fazer valer a regulamentação). Costumeiramente este custo é subdividido em custos administrativos (por exemplo, adequação de contratos, disposição ao público de informações, etc.) e custos substantivos (por exemplo, salários da força de trabalho contratada pelo regulado para ficar aderente à regulação, custos com consultoria e implementação das mudanças necessárias, etc.)

Neste cenário, havendo a supressão do requisito regulatório de exclusividade, não vislumbramos custos de *compliance* para nenhum dos participantes⁴⁵.

⁴⁴ (OECD, 2014, p. 11)

⁴⁵ Aqui, vale frisar que não vemos custos de *compliance* diretamente ligados à supressão do requisito de exclusividade. No entanto, é possível que mudanças nos requisitos impliquem mudanças em outros artigos da Instrução CVM 497 ou mesmo da Instrução 505. Neste caso, é possível que surjam custos de *compliance* ou mesmo um deslocamento de custos dos intermediários para os AAls que forem "multivinculados".



8.2.1.2. CUSTOS FINANCEIROS

Custos financeiros correspondem ao custo do capital alocado para o cumprimento dos requisitos regulatórios. Esse tipo de custo é mais comum em regulações que requerem adoção de tipo específico de equipamento, tecnologia ou requerimento de capital.

De maneira semelhante aos custos de *compliance*, não antevemos custos financeiros diretos para nenhum dos participantes envolvidos.

8.2.1.3. CUSTOS INDIRETOS

Custos indiretos, também chamados de custos de segunda-ordem, são aqueles supervenientes à alteração normativa e, em geral, afetam terceiros, além dos participantes aos quais a regulação é endereçada. São costumeiramente oriundos de mudanças comportamentais dos participantes em resposta à regulação. Embora de difícil mensuração, podemos considerar os seguintes potenciais custos indiretos, por participante:

A. Agentes Autônomos de Investimento

- No cenário onde não há obrigatoriedade de vínculo exclusivo para distribuição de produtos, intermediários podem achar mais razoável utilizar funcionários próprios (ou outros canais, como internet etc.) para realizar captação e/ou atendimento de clientes em detrimento do canal de AAls.
- Isso pode acontecer se a multivinculação causar aumento nas comissões pagas pelos intermediários aos AAls: um AAI vinculado a mais de um intermediário que ofereçam um mesmo produto tem incentivo a distribuir o produto daquele que paga maior comissão. Esse possível aumento de custo dos intermediários pode gerar o comportamento relatado no parágrafo anterior.

B. Intermediários

- No cenário onde um agente autônomo de investimento decida se vincular a mais de um intermediário para distribuir valores mobiliários, pode-se esperar, *ceteris paribus*, aumento da comissão dos AAI, de modo a incentivar que este capte o cliente para um intermediário em detrimento de outro.
- Potencialmente pode haver diminuição no incentivo que um intermediário tem de investir num AAI (com treinamentos, “luvas”, informações comerciais sobre clientes etc.), uma vez que outro intermediário pode “colher” os frutos desse investimento.



- 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.

C. Regulador/Autorregulador

- Se de fato a exclusividade for um fator causal da melhoria da conduta dos AAI observada após a edição da Instrução CVM 497, é possível que um cenário sem obrigatoriedade de vinculação exclusiva implique em aumento de reclamações de investidores, processos de ressarcimento no MRP e Processos Administrativos tanto na BSM quanto na própria CVM⁴⁶. A razoabilidade deste custo potencial depende diretamente da discussão exarada na seção 5.5 (se a melhora na conduta foi causada pela Instrução CVM 497 ou pela Instrução CVM 505).
- A regulação estipula que o intermediário é responsável, perante o cliente e quaisquer terceiros, pelos atos praticados pelo AAI por ela contratado (Art. 15 da Instrução CVM 497). Num cenário de multivinculação, pode ser difícil definir em nome de qual intermediário um AAI estava agindo ao praticar um ato que venha a ser objeto de reclamação (como por exemplo, distribuição de produtos irregulares ou fraude).
- A CVM terá que arbitrar potenciais pedidos de adequação na Instrução CVM 505/11, que obriga em seu Art. 14 que o intermediário mantenha sistema de gravação de todos os diálogos com seus clientes, inclusive por meio de prepostos. A esse respeito, ver seção 5.5 deste AIR.

D. Investidores

- Num cenário onde o AAI que atende o investidor estiver vinculado a mais de um intermediário, é possível que o AAI ofereça ao investidor, *ceteris paribus*, um produto que gere mais receita de comissão para si, em detrimento do investidor.
- Uma vez que, no cenário multivinculação, é possível que intermediários aumentem comissões dos AAI de modo a incentivar captação para si, é também possível que o aumento desse custo seja repassado ao cliente. O repassamento de custo, no entanto, depende de outras características de mercado, como por exemplo, elasticidade-preço da demanda por serviços do intermediário.

⁴⁶ Atualmente a BSM, braço de autorregulação da B3, tem condições de monitorar todas as negociações cursadas em seus ambientes no nível do CPF, ou seja, do investidor. Esse nível de supervisão é um considerável mitigador de condutas indesejáveis que costumavam ser praticadas por AAI no período pré-497, a saber, administração irregular, atuação como procurador do cliente e execução infiel de ordens.



8.2.1.4. CUSTOS DE OPORTUNIDADE

Custos de oportunidade são intimamente ligados aos custos financeiros. Enquanto aquele diz respeito ao custo nominal de se adequar a uma nova regulação, o custo de oportunidade diz respeito à diferença entre o retorno que o participante tem ao gastar para se adequar à regulamentação e o melhor retorno alternativo aos recursos usados para a adequação.

Uma vez que o cenário em análise trata de o relaxamento de um requisito regulatório, não há que se falar em custo de oportunidade.

8.2.1.5. CUSTOS MACROECONÔMICOS

Custos macroeconômicos são impactos causados a variáveis macroeconômicas por força da mudança regulatória. Não vislumbramos impacto macroeconômico neste cenário.

8.2.2. BENEFÍCIOS

Potenciais benefícios incrementais advindos da exclusão do requisito regulatório de exclusividade serão dispostos a seguir, por participante.

A. Agentes Autônomos de Investimento

- 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.

B. Intermediários

- Intermediários com número menor de vínculos terão menos um impedimento para se vincular a AAls que antes estavam indisponíveis por força da regulação.
- Tais intermediários podem, no limite, usufruir de investimentos realizados por outros intermediários, caso não se estabeleça nenhuma cláusula de ressarcimento em um eventual arranjo privado.



C. Regulador/Autorregulador

Não está claro quais benefícios seriam usufruídos pelo regulador e autorregulador. Em termos práticos, o mercado passaria por um teste quanto a manutenção ou não dos níveis baixos de reclamações de investidores, considerando que pelo menos uma das variáveis que antecederam a queda do número de problemas enfrentados, a regra de exclusividade, seria flexibilizada.

D. Investidores

- Investidores que prefiram realizar seus investimentos sempre com a interlocução de um AAI, poderão utilizar o serviço de um mesmo AAI para transacionar através de diferentes intermediários – desde que, claro, o AAI esteja vinculado ao intermediário.
- Investidores residentes em municípios pequenos e à margem de centros financeiros poderão ter acesso a mais intermediários para um mesmo número de AAIs (uma vez que AAIs poderão potencialmente se vincular a mais de um intermediário) – em relação ao cenário-base.

8.3. CENÁRIO 2 – EXPANSÃO DA EXCLUSIVIDADE

8.3.1. CUSTOS

8.3.1.1. CUSTOS DE COMPLIANCE

A. Agentes Autônomos de Investimento

No cenário de expansão do requisito regulatório de exclusividade, existe, para os AAIs que já tem contrato de distribuição assinado com intermediário, o custo de alteração contratual para inclusão de cláusula de exclusividade para distribuição de cotas de fundos de investimento.

B. Intermediários

De maneira semelhante aos AAI, existe também para os intermediários o custo de alteração dos contratos já assinados de modo a acrescentar cláusula estipulando exclusividade de vínculo para distribuição de cotas de fundos de investimento.

C. Regulador/Autorregulador

Não antevemos custo de *compliance* atribuível ao regulador ou autorregulador.



D. Investidores

Não antevemos custo de *compliance* atribuível ao investidor.

8.3.1.2. CUSTOS FINANCEIROS

Para além das alterações necessárias citadas na rubrica Custos de *Compliance*, não antevemos custo financeiro oriundo da mudança normativa para os participantes.

8.3.1.3. CUSTOS INDIRETOS

A. Agentes Autônomos de Investimento

- Agentes Autônomos de Investimento que tiverem vínculo com mais de um intermediário para distribuir cotas de fundos de investimento, ao serem obrigados pela regulação a ter somente um vínculo, serão impactados pela perda de receita decorrente do fim dos vínculos com outros intermediários. Por ausência de dados, não consideramos factível estimar quantitativamente este custo.

B. Intermediários

- Intermediários que tiverem vínculos com Agentes Autônomos que por sua vez tenham vínculos com outros intermediários podem, no cenário em análise, perder AAls como canal de distribuição, uma vez que o AAls deverão se vincular a um e somente um intermediário.
- Intermediários que percam vínculos com AAls em detrimento de outros intermediários, perderão receita na medida em que o AAI obtenha sucesso em “levar” o cliente para o intermediário ao qual é agora vinculado exclusivamente.

C. Regulador/Autorregulador

- Havendo uma expansão do requisito regulatório de exclusividade também para a distribuição de cotas de fundos de investimento, a CVM precisará arbitrar com participantes como serão operacionalizadas mudanças em contratos vigentes entre intermediários e AAls multivinculados, caso a mudança se aplique também aos atuais vínculos contratuais

D. Investidores

- Investidores que prefiram realizar seus investimentos sempre tendo como interlocutor um AAI, deixarão de poder utilizar um mesmo AAI para adquirir cotas de fundos de investimento através de diferentes intermediários.



8.3.1.4. CUSTOS DE OPORTUNIDADE

Ainda que, para além dos custos de *compliance* supracitados, não consideremos que exista custo financeiro direto atrelado ao cenário, é claro que o cenário implica custos indiretos que afetam a distribuição, assim como potencialmente o nível, das receitas tanto de Agentes Autônomos de Investimento multivinculados quanto de Intermediários que utilizem serviços de Agentes Autônomos multivinculados. De qualquer forma, consideramos que não é factível estimar quantitativamente o custo de oportunidade dos participantes.

8.3.1.5. CUSTOS MACROECONÔMICOS

Não vislumbramos impacto advindo deste cenário em variáveis macroeconômicas.

8.3.2. BENEFÍCIOS

A. Agentes Autônomos de Investimento

- A vinculação exclusiva facilita que AAI receba investimento de Intermediários, uma vez que, neste cenário, é mais fácil que o intermediário amortize tal investimento. Este pode ser um facilitador de crescimento para o AAI.

B. Intermediários

- A vinculação exclusiva entre AAI e Intermediário elimina quaisquer imprecisões sobre atribuição de responsabilidade por atos de AAI multivinculados.
- A vinculação exclusiva facilita a “amortização” de investimentos (treinamento, sistemas, inteligência comercial) feito por intermediários em AAI, ao impossibilitar que outro intermediário se aproprie do retorno do investimento feito por outrem.

C. Regulador/Autorregulador

- A vinculação exclusiva entre AAI e Intermediário elimina quaisquer imprecisões sobre atribuição de responsabilidade por atos de AAI multivinculados.

D. Investidores

- A vinculação exclusiva entre AAI e Intermediário elimina o incentivo que o AAI multivinculado tem de oferecer ao investidor, *ceteris paribus*, produto que gere maior receita de comissionamento para o AAI vis a vis o cenário onde o AAI pode “arbitrar” a comissão de diferentes intermediários.



As tabelas 6 e 7 resumem, por participante, benefícios e custos potenciais em cada cenário considerado.

8.4. RECOMENDAÇÃO

A escassez de dados estruturados sobre receitas, custos e aspectos operacionais da atividade de AAls combinada com a dificuldade conceitual de se definir uma métrica comparável entre todos os participantes envolvidos e que permita ordenar segundo algum critério objetivo as alternativas regulatórias vislumbradas impossibilitou a estimativa quantitativa de custos e benefícios nos cenários considerados. Adicionalmente, mudanças na regra de exclusividade não implicam custos (diretos) de *compliance* ou financeiros consideráveis (afinal, trata-se de um requisito formal, não tecnológico ou financeiro).

A maioria dos custos e benefícios possíveis são indiretos, ou seja, majoritariamente oriundos de como os participantes envolvidos se adequarão ao contexto regulatório analisado. Esse panorama de incerteza dificulta sobremaneira qualquer tentativa de recomendação regulatória.

Adicionalmente, a proximidade temporal de mudanças relevantes nas normas que regem tanto agentes autônomos de investimento quanto intermediários dificulta uma atribuição de causa específica para a melhoria da conduta dos agentes autônomos – esta seria causada pela edição da Instrução 497, que majorou a responsabilidade dos intermediários ao mesmo tempo que obrigou a exclusividade de vínculo, ou pela introdução da Instrução CVM 505 que proibiu a execução de ordens que não fossem transmitidas por escrito, por voz (desde que gravadas) ou por sistemas automatizados, efetivamente lidando com a execução de ordens que não partissem do investidor-cliente – um dos principais ilícitos dos AAls? Ou, ainda mais, seria a melhora na conduta um efeito combinado das duas mudanças regulatórias? É possível outro fator explicativo que não antevemos neste estudo?

Fenômeno semelhante acontece acerca da notável concentração na distribuição dos vínculos ao longo do espectro de intermediários. Seria a concentração causada pela regra de exclusividade? Ou seria resultado da ascensão do modelo de negócios adotado por intermediários e conhecido como “plataformas de arquitetura aberta” combinado com a presença de externalidades de rede? Ou uma combinação dos dois?

A multivinculação de AAls para distribuição de cotas de fundos de investimento e o baixo grau de problemas de conduta observado neste mercado é suficiente para motivar um relaxamento da regra de exclusividade para distribuição de outros valores mobiliários quando se leva em conta os diferentes incentivos remuneratórios aos quais estes AAls estão submetidos na distribuição de cada um destes produtos?

A ausência de uniformidade das regras de outras jurisdições corrobora a ideia de que a obrigação regulatória de exclusividade de vínculo trata-se mais de uma escolha do que uma prescrição baseada em técnica.



Nesse sentido, seguindo os princípios segundo os quais a boa regulação⁴⁷ “busca resolver problemas e alcançar metas claramente definidas e ser eficaz na consecução desses objetivos” e “é fundamentada em evidências e proporcional ao problema identificado”, bem como o estabelecido no Art. 2º da Lei 13.874/2019 (Lei da Liberdade Econômica), em especial o inciso III – “a intervenção subsidiária e excepcional do Estado sobre o exercício das atividades econômicas”, **entendemos ser pertinente a recomendação de que o requisito regulatório de vínculo exclusivo entre intermediário e agentes autônomo de investimento para distribuição de valores mobiliários seja relaxado, desde que a multivinculação seja, de comum acordo, formalizada entre todas as partes envolvidas.**

Entendemos que é salutar considerar que o fim da obrigatoriedade de vínculo exclusivo não impede que arranjos de exclusividade entre AAls e Intermediários surjam de maneira voluntária entre as partes. Na verdade, a preponderância da exclusividade de vínculo voluntária trata-se do observado mesmo nas jurisdições onde a regulação não a requer.

Esta possibilidade é um forte argumento em favor do cenário 1 em detrimento do cenário 2, já que possibilita que benefícios da exclusividade (como por exemplo a segurança necessária para amortização de investimentos realizados por intermediários em AAls) surjam sem que custos da exclusividade sejam imputados a todos os participantes de mercado indistintamente.

No entanto, é importante destacar que a possibilidade de multivinculação para distribuição de valores mobiliários, como relatado na seção 8.2, traz uma série de fatores que devem ser considerados de modo que seus potenciais custos não ultrapassem potenciais benefícios. Em especial, a maior responsabilização dos intermediários trazida pela Instrução CVM 497 implica que intermediários distintos que decidam aceitar vínculo para distribuição de valores mobiliários através de um mesmo AAI têm de entrar em acordo formal sobre a multivinculação e sobre as potenciais situações conflitantes que possam surgir da atuação de um AAI multivinculado.

O dever de gravação de ordens (inclusive de prepostos) pelos intermediários imposto pela Instrução CVM 505 pode entrar em conflito com a obrigatoriedade de manter o sigilo bancário oriundo da Lei Complementar 105/2001. É possível que o *research* provido pelos intermediários ao AAI tenham considerações diametralmente opostas acerca de um valor mobiliário. Um mesmo produto pode estar disponível em dois intermediários distintos com distintas comissões: nesse caso é importante garantir que o AAI ofereça o produto de menor custo ao cliente. Estas são potenciais situações que devem ser tratadas através de comum acordo formalizado entre as partes envolvidas, sempre tendo em vista o que é melhor para o investidor.

Entendemos que a exclusividade de vínculo entre intermediário e AAI é mais resultado das características do mercado de intermediação do que do requisito da regulação. As preocupações da Comissão em 2010 parecem estar mais atenuadas atualmente, em parte por causa da regulação (Instruções 497 e 505), em parte por causa da tecnologia de supervisão (auditorias da BSM) e em parte por causa do

⁴⁷ OECD (1995)



próprio amadurecimento dos participantes de mercado. Assim, o relaxamento do requisito regulatório de exclusividade pode permitir o surgimento de novos modelos de negócio sem que a proteção ao investidor seja prejudicada.

Adicionalmente, lembramos que o atual exercício de análise de cenários apenas considerou as variações no requisito regulatório de exclusividade. Nesse sentido, uma eventual mudança da Instrução 497 pode alterar requisitos regulatórios que versem sobre outros aspectos da atividade dos Agentes Autônomos de Investimento, como por exemplo, formas de remuneração, regras de *disclosure* e conduta, que potencialmente podem influenciar no resultado líquido de custos (e benefícios) indiretos.

**Tabela 6 - Potenciais Custos e Benefícios do Cenário 1
(Exclusão do requisito regulatório de exclusividade de vínculo)**

Participante	Custos		Benefícios
	Classificação	Descrição	Descrição
Agentes Autônomos de Investimento	Custos indiretos	<ul style="list-style-type: none"> Potencial migração dos intermediários para distribuição através de canais como internet ou funcionários próprios em detrimento do canal AAI 	<ul style="list-style-type: none"> Possibilidade de se vincular a mais de um intermediário implica em potencialmente maior rol de produtos a serem distribuídos a investidores com os quais AAI tenha interlocução. Aumento do poder de barganha para negociação de comissão.
Intermediários	Custos indiretos	<ul style="list-style-type: none"> Potencial aumento da comissão paga a AAI multivinculado, como forma de incentivar que este distribua o produto por um intermediário em detrimento de outro. Sem vínculos exclusivos, diminui o incentivo para que o intermediário invista de maneira geral no AAI, uma vez que outro intermediário potencialmente poderá se apropriar do resultado. Problema de <i>free-riding</i>. Conflito entre dever de fiscalizar o AAI multivinculado e o dever de sigilo decorrente da Lei Complementar 105. 	<ul style="list-style-type: none"> Intermediários com menos vínculos passam a poder se vincular a AAls antes impedidos pela regulação.



Participante	Custos		Benefícios
	Classificação	Descrição	Descrição
Regulador e Autorregulador	Custos indiretos	<ul style="list-style-type: none"> • Possibilidade de que o padrão de conduta dos AAI volte a patamares pré-ICVM 497. • Provável necessidade de alteração normativa para adequação de regras referentes à gravação de diálogos referentes à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários (ICVM 505) • Provável necessidade de estipular regras para delimitar responsabilidades de Intermediários e AAls numa situação de multivinculação. 	
Investidores	Custos Indiretos	<ul style="list-style-type: none"> • Possibilidade de que AAI ofereça produto/serviço de intermediário que pague maior comissão. • Potencial aumento de comissão dos AAls pode se tornar aumento de custos repassados ao investidor. 	<ul style="list-style-type: none"> • Investidores que preferem realizar investimento com interlocução de AAI poderá ter acesso a produtos/serviços de mais intermediários através do mesmo AAI. • Investidores de cidades pequenas poderão ter acesso a mais intermediários por AAI.



**Tabela 7 - Potenciais Custos e Benefícios do Cenário 2
(Expansão do requisito regulatório de exclusividade)**

Participante	Custos		Benefícios
	Classificação	Descrição	Descrição
Agentes Autônomos de Investimento	Custos de Compliance	<ul style="list-style-type: none"> • Custos envolvidos nas alterações contratuais necessárias para ficar aderente à regulação. 	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento do incentivo para que Intermediários invistam em AAIs, já que a exclusividade facilita a recuperação do investimento.
	Custos Indiretos	<ul style="list-style-type: none"> • AAIs que tiverem vínculos com mais de um intermediário para a distribuição de cotas de fundos de investimento, neste cenário, perderão receita proveniente deste vínculo. 	
Intermediários	Custos de Compliance	<ul style="list-style-type: none"> • Custos envolvidos nas alterações contratuais necessárias para ficar aderente à regulação. 	<ul style="list-style-type: none"> • A vinculação exclusiva elimina qualquer potencial dúvida sobre responsabilização de intermediários por atos praticados por AAIs multivinculados. • Exclusividade fornece a segurança necessária para que intermediários invistam em AAIs, uma vez que fica mais difícil que um terceiro intermediário se aproprie dos resultados deste investimento.
	Custos Indiretos	<ul style="list-style-type: none"> • Intermediários que tiverem vínculos com AAIs que sejam multipreacionados poderão perder estes AAIs como canal de distribuição, já que deverão, neste cenário, se tornar exclusivos. • Intermediários que “percam” AAIs para outro intermediário, poderão perder receita na medida que o AAI obtenha sucesso em “levar” o cliente para outro intermediário. 	
Regulador / Autorregulador	Custos Indiretos	<ul style="list-style-type: none"> • CVM precisaria arbitrar como seria a transição de AAIs e Intermediários para o cenário onde a regulação obriga vinculação exclusiva – como selecionar quais contratos deverão ser extintos em detrimento da manutenção de um contrato com vínculo exclusivo? 	<ul style="list-style-type: none"> • A exclusividade irrestrita elimina quaisquer imprecisões sobre responsabilidade de atos praticados por AAIs multivinculados.
Investidores	Custos indiretos	<ul style="list-style-type: none"> • Investidores que prefiram realizar seus investimentos com a interlocação de um AAI deixarão de poder utilizar os serviços de um mesmo AAI para adquirir cotas de fundos em intermediários diversos. 	<ul style="list-style-type: none"> • A exclusividade irrestrita elimina o incentivo que o AAI tem de oferecer produto que gere para si maior receita de comissionamento.



9. CONCLUSÃO

Ao longo deste estudo, com o objetivo de subsidiar a exploração acerca dos efeitos do requisito regulatório de exclusividade de vínculo entre AAI e Intermediários para a distribuição de valores mobiliários, buscamos prover ao leitor uma ampla visão acerca da atividade dos agentes autônomos de investimento.

Após uma exposição da evolução temporal da regulação destes participantes, fornecemos uma análise dos grandes números da indústria, as principais práticas de remuneração e supervisão, bem como a evolução do histórico recente de medidas relativas à conduta destes. Em seguida exploramos mudanças estruturais na indústria de distribuição, bem como os incentivos oriundos de práticas remuneratórias. Analisamos então como outras jurisdições se comportavam acerca de requisitos de exclusividade na distribuição de investimento e finalmente analisamos dois cenários distintos em relação à regra hoje vigente.

A melhora marcante na conduta dos AAIs por volta de 2012 coincide com vários fatores: introdução do requisito regulatório de exclusividade (objeto do AIR), proibição de execução de negócio sem ordem prévia, crescimento de intermediários com modelos de negócios de “plataforma aberta”, evolução tecnológica e de amadurecimento do mercado. Tal situação dificulta identificar com razoável clareza o que é preponderante na melhoria da conduta dos participantes.

A preponderância de vínculos exclusivos entre intermediários e seus representantes em jurisdições que não impõem essa exclusividade na regulação (Estados Unidos e Austrália), bem como a marcante presença de externalidades de rede no modelo de negócio das plataformas abertas são argumentos em favor de que a exclusividade e concentração de vínculos é mais um efeito das configurações deste mercado do que da regulação em si.

Adicionalmente, a consideração de que a ausência de obrigatoriedade de vínculo exclusivo entre AAI e intermediário não impede que arranjos de exclusividade surjam a partir de comum acordo entre participantes de mercado, combinada com a evolução da tecnologia (utilização de aplicativos e “pushes” que facilita a fiscalização deste tipo de participante, constituem argumentos em favor da retirada do requisito regulatório de exclusividade, desde que participantes multivinculados formalizem entre si tratamento para potenciais situações conflituosas (gravação de ordens, utilização de *research*, etc).

Vale frisar que outros fatores parecem ter forte influência sobre a conduta de participantes na distribuição de investimentos (tanto intermediários como seus prepostos), conforme discorrido no curso deste trabalho. Dentre esses fatores, um que se destaca é a remuneração. Que potenciais conflitos existem, isso é claro, mas o que a literatura econômica documenta é que participantes agem em cima deste conflito e isto pode ter custo econômico relevante para o público investidor.

Jurisdições ao redor do mundo buscam tratar este assunto com medidas que vão desde (i) a *transparência* clássica, passando por (ii) *regras de transparência e divulgação de informações* desenhadas para maximizar a *conscientização* do investidor sobre tais conflitos, ou mesmo (iii) a proibição de formas e fontes de pagamento.



Entendemos, apesar de não ser o foco deste estudo de análise de impacto regulatório, que aperfeiçoamentos nas regras de remuneração, tais como as relacionadas à transparência, podem trazer benefícios significativos na qualidade da prestação dos serviços aos investidores.



10. REFERÊNCIAS

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS CORRETORAS E DISTRIBUIDORAS DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS, CÂMBIO E MERCADORIAS. Código de Autorregulação da ANCORD de 02 de agosto de 2012.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Estudo especial nº 47/2019. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/EE047_Ato_de_concentracao_Itau_Unibanco_XP_Investimentos.pdf. Acesso em 09/05/2020.

CAILLAUD, Bernard e JULLIEN Bruno. Chicken & Egg: Competition among intermediation service providers. *Rand Journal of Economics*. Vol 34. No. 2, pp. 309-328.

CASA CIVIL DA PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Diretrizes gerais e guia orientativo para elaboração de análise de impacto regulatório – AIR. Brasília, 2018. Disponível em: https://www.gov.br/casacivil/pt-br/centrais-de-conteudo/downloads/diretrizes-gerais-e-guia-orientativo_final_27-09-2018.pdf. Acesso em 09/05/2020.

CHRISTOFFERSEN, Susan E. K, EVANS, Richards e MUSTO, David K. **What do consumers' fund flows maximize? Evidence from their brokers' incentives.** *The Journal of Finance*, Vol 68 , No.1, February. 2013.

Council of Economic Advisers. **The effects of conflicted investment advice on retirement savings.** Fevereiro de 2015. Disponível em: https://obamawhitehouse.archives.gov/sites/default/files/docs/cea_coi_report_final.pdf . Acesso em 17/07/2020.

CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONOMICA. Guia para análise de atos de concentração horizontal. Brasília, 2016. Disponível em: http://www.cade.gov.br/acesso-a-informacao/publicacoes-institucionais/guias_do_Cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf/view . Acesso em 09/05/2020.

CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. Parecer técnico nº 24 da Superintendência Geral, de 27 de dezembro de 2017. Disponível em: https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_documento_consulta_externa.php?DZ2uWeaYicbuRZEFhBt-n3BfPLlu9u7akQAh8mpB9yNK1AWDAPHpuoiwVc9PqM9phwjWCC-b2ksnBRyMCdaScQXDxeCu_wEJ96ti-C8NUWXRTLAjzkGwMir7Pw3vZ3y . Acesso em 09/05/2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Audiência Pública SDM 04/09. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2009/sdm0409.html . Acesso em 09/05/2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Audiência pública SDM 03/10. Disponível em : http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2010/sdm0310.html . Acesso em 09/05/2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Decisão do Colegiado de 28 de agosto de 2012. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2012/20120828_R1/20120828_D04.html . Acesso em 09/05/2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Decisão do Colegiado de 29 de janeiro de 2013. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2013/20130129_R1/20130129_D04.html . Acesso em 09/05/2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Nº 301 de 16 de abril de 2001.



- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Nº 306 de 5 de maio de 1999.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Nº 352 de 25 de junho de 2001.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Nº 355 de 01 de agosto de 2001.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Nº 387 de 28 de abril de 2003.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Nº 409 de 18 de agosto de 2004.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Nº 434 de 22 de junho de 2006.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Nº 461 de 23 de outubro de 2007.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Nº 497 de 3 de julho de 2011.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Nº 505 de 27 de setembro de 2011.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Nº 515 de 29 de dezembro de 2011.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Nº 555 de 17 de dezembro de 2014.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Nº 558 de 26 de março de 2015.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício-Circular SIN 02/13. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-0213.html> . Acesso em 09/05/2020.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício-Circular SMI 04/12. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0412.html> . Acesso em 09/05/2020.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco 2017-2018. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/ acesso_informacao/planos/sbr/Plano_Bienal_CVM_2017_2018.pdf . Acesso em 09/05/2020.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco 2017-2018 – Relatório consolidado. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/ acesso_informacao/planos/sbr/ Resultados_do_Planos_Bienal_2017_2018.pdf . Acesso em 09/05/2020.
- CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução Nº 76 de 22 de novembro de 1967.
- CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução Nº 238 de 24 de novembro de 1972.
- CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução Nº 2838 de 30 de maio de 2001.
- EGAN, Mark. **Brokers versus Retail Investors: Conflicting interests and dominated products.** *The Journal of Finance*, Vol 74, No. 3. June 2019
- EUROPE ECONOMICS. Retail Distribution Review Post Implementation Review. 2014. Disponível em: <https://www.fca.org.uk/publication/research/rdr-post-implementation-review-europe-economics.pdf> . Acesso em 17/07/2020.



EVANS, David S. The Antitrust economics of multi-sided platform markets. Yale Journal of Regulation. Vol 20. Issue 2. Article 4. 2003

EVANS, David S. e SCHMALENSEE, Richard. Why winners-takes-all thinking doesn't apply to the platform economy. Harvard Business Review. Disponível em: <https://hbr.org/2016/05/why-winner-takes-all-thinking-doesnt-apply-to-silicon-valley>. Acesso em 09/05/2020.

JÚNIOR, Edemilson Cruz Santana. A digitalização do mercado de capitais no Brasil: tendências recentes. Boletim de Economia e Política Internacional Número 23 Maio-Agosto 2017. IPEA.

OECD. Recommendation of the Council on Improving the Quality of Government Regulation. 1995. Disponível em: https://www.oecd-ilibrary.org/governance/regulatory-policies-in-oecd-countries_9789264177437-en.

OECD. OECD Regulatory Compliance Cost Assessment Guidance. 2014. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264209657-en> . Acesso em 09/05/2020.

OECD. Market Concentration – Issues paper by the Secretariat. 2018. Disponível em: [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/WD\(2018\)46/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/WD(2018)46/en/pdf) . Acesso em 09/05/2020.

ROCHET, Jean-Charles e TIROLE, Jean. Two-sided markets: a progress report. Rand Journal of Economics. Vol.37, No. 3. Pp. 645-667. 2005

RYSMAN, Marc. The Economics of Two-sided Markets. Journal of Economic Perspectives. Vol 23, No. 3. Pp 125-143. 2009



LISTA DE PARTICIPANTES ENTREVISTADOS

- ANBIMA
- BEM DTVM LTDA
- BTG Pactual Serviços Financeiros S/A DTVM
- Genial Investimentos Corretora de Valores Mobiliários S.A.
- Guide Investimentos S.A. Corretora de Valores
- Itajubá Investimento AAI LTDA
- Órama Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.
- XP Investimentos CCTVM S.A.

